

ALMA MATER STUDIORUM - UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

Dottorato di ricerca Istituzioni, Mercati e Tutele
Indirizzo: Diritto delle Società e dei Mercati Finanziari

Ciclo XXV

Settore concorsuale di afferenza: 12/B1
Settore scientifico disciplinare: IUS/04

**LA CONSULENZA
IN MATERIA DI INVESTIMENTI**

Presentata da Riccardo Ghetti

Coordinatore del dottorato
Prof. Francesco Vella

Relatore
Prof. Andrea Perrone

Esame finale anno 2014

INDICE

<i>Introduzione</i>	p. 1
---------------------------	------

CAPITOLO I

MODELLI TEORICI E STRATEGIE NORMATIVE

1. Le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti.....	p. 7
2. La funzione della consulenza tra asimmetrie informative e costi di transazione.....	p. 11
3. Il rapporto di <i>agency</i> , il disallineamento degli incentivi e la necessità di tutela dell'investitore.....	p. 16
4. L'approccio economico neoclassico e la razionalità dell'investitore.....	p. 20
5. (segue) La tutela strumentale dell'investitore razionale.....	p. 24
6. L'investitore a razionalità limitata e l'impostazione comportamentale.....	p. 27
7. (segue) La tutela giuridica diretta dell'investitore irrazionale ed i limiti dell'impostazione comportamentale.....	p. 29
8. La necessità di un modello alternativo ed il paradigma della fiducia.....	p. 33
9. Sintesi e conclusioni.....	p. 34

CAPITOLO II

L'EVOLUZIONE DELL'ORDINAMENTO ITALIANO

1. La consulenza tra rapporto, servizio e contratto.....	p. 36
2. I moventi della disciplina speciale: prima della legge 1/1991.....	p. 37
3. La consulenza in materia di valori mobiliari nella legge 1/1991.....	p. 50

3.1 . La fattispecie di consulenza.....	p. 51
3.2 . La gestione con preventivo assenso.....	p. 57
3.3 . Soggetti.....	p. 59
3.4 . Regole di organizzazione.....	p. 63
3.5 . Regole di comportamento.....	p. 65
3.6 . Sintesi sulla legge 1/1991.....	p. 75
4. La direttiva 93/22/CEE ed il Decreto Eurosim.....	p. 77
4.1. La derubricazione della consulenza a servizio accessorio.....	p. 79
4.2. La gestione con preventivo assenso.....	p. 82
4.3. Soggetti.....	p. 83
4.4. Regole di comportamento.....	p. 85
4.5. Sintesi sul Decreto Eurosim.....	p. 91
5. Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria.....	p. 92
6. Sintesi e conclusioni.....	p. 96

CAPITOLO III FATTISPECIE E DISCIPLINA

1. Metodo.....	p. 99
2. Il PASF e la protezione degli investitori.....	p. 100
2.1. La revisione dell'ISD.....	p. 103
2.2. Il ruolo della consulenza nel regime MiFID.....	p. 106
3. La fattispecie di consulenza in materia di investimenti.....	p. 109
3.1. Raccomandazione ed informazione.....	p. 110
3.2. Personalizzazione: il primo cardine della fattispecie.....	p. 113
3.3. Il cliente.....	p. 119
3.4. Operazioni: uno pseudo-requisito?.....	p. 120

3.5. Determinatezza degli strumenti finanziari: il secondo cardine della fattispecie.....	p. 120
3.6. Le sorti della consulenza incidentale.....	p. 125
3.7. Conclusioni sulla fattispecie.....	p. 127
4. La riserva di attività, i soggetti esenti ed i soggetti abilitati.....	p. 129
4.1. I consulenti persone fisiche e le società di consulenza: una nuova fattispecie o il ritorno al regime previgente?.....	p. 133
4.2. (segue) L'indipendenza dei consulenti finanziari e delle società di consulenza finanziaria.....	p. 136
4.3. (segue) Incompatibilità, informazione e regole di comportamento.....	p. 138
4.4. (segue) I conflitti di interessi: un esempio pratico.....	p. 140
4.5. (segue) Conclusioni su consulenti persone fisiche e società di consulenza.....	p. 143
5. La disciplina della consulenza prestata da soggetti abilitati.....	p. 145
5.1. Le regole organizzative: adeguatezza patrimoniale e conflitti di interessi.....	p. 146
5.2. Le regole di comportamento.....	p. 149
5.3. (segue) Le clausole generali: correttezza ed interesse del cliente.....	p. 150
5.4. (segue) Gli obblighi informativi.....	p. 151
5.5. (segue) L'adeguatezza sostanziale.....	p. 154
5.6. (segue) Gli incentivi.....	p. 156
5.7. Il contratto.....	p. 158
5.8. Conclusioni sulla disciplina.....	p. 159
<i>Conclusioni</i>	p. 161
<i>Bibliografia</i>	p. 164

INTRODUZIONE

Il servizio di consulenza in materia di investimenti costituisce un promettente argomento di studio per quattro ordini di ragioni.

Innanzitutto, sotto il profilo operativo, l'attività di consulenza può giocare un ruolo di primo piano nell'investimento del risparmio, facilitando l'accesso degli investitori *retail* al mercato¹ e migliorando il rendimento dei loro portafogli di investimento². La rilevanza della disciplina dei servizi di investimento³ ad “alto valore aggiunto”⁴ in generale, e della consulenza in

¹ La consulenza in materia di investimenti è stata definita, dall'autorevole comitato ECON

² È stata riscontrata una correlazione positiva tra ricorso al servizio di consulenza da parte delle famiglie italiane e la diversificazione dei loro portafogli di investimento: M. GENTILE-G. SICILIANO, *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, in *Quaderni di Finanza Consob*, Luglio 2009. Lo studio, tuttavia, stima che solo il 20% delle famiglie che risultano esposte sul mercato finanziario si avvalga di tali servizi. Si rileva come quest'ultimo dato sia in netta controtendenza rispetto ad altri paesi, quali gli Stati Uniti o la Germania, dove il ricorso alla consulenza è maggiormente diffuso: si vedano rispettivamente INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Characteristics of mutual fund investors*, 2010, disponibile su www.ici.org, e R. BLUETHGEN-A. GINTSCHEL-A. HACKERTHAL-A. MUELLER, *Financial Advice and Individual Investors' Portfolios*, disponibile su www.ssrn.com. Per una visione più pessimistica sui risultati della consulenza, si veda D. HOECHLE-S. RUENZI-N. SCHAUB-M. SCHMID, *Don't answer the phone. Financial Advice and Individual Investors' Performance*, march 9, 2013, disponibile su www.ssrn.com (si nota tuttavia che lo studio si basa su di una mole di dati che, per quanto considerevole, fa riferimento ad un solo intermediario) e A. PALMITER-A. TAHA, *Mutual fund investors: divergent profiles*, in *Columbia Business Law Review*, 2008, 934 ss. (osservando che i consulenti possono fare eccessivo affidamento sulle performance passate degli strumenti finanziari che consigliano).

³ La locuzione “servizi di investimento” nel nostro ordinamento ha una storia a dir poco travagliata, e costituisce un primo indizio delle difficoltà incontrate dal nostro legislatore nel tenere il passo con la normativa dell'Unione Europea. A seguito dell'entrata in vigore dell'art. 1, comma 1 della l. 2 gennaio 1991, n. 1 faceva riferimento alle “attività di intermediazione mobiliare” per delimitare l'ambito oggettivo delle attività riservate. Tale termine fu poi mutato in “servizi di investimento” dall'art. 1, comma 3 del d.lgs. 23 luglio 1996 n. 415 (c.d. decreto Eurosime), che attuava la direttiva 93/22/CE (per riferimenti si veda il capitolo II). La disposizione contenuta nel decreto recepiva l'art. 1, comma 1, n. 1 della direttiva, la quale del termine “attività” – almeno in relazione alla definizione di servizi di investimento – non recava traccia. Ciononostante il decreto utilizzava quest'ultimo termine per definire i “servizi”, stabilendo che per “servizi di investimento” “si intendono le seguenti attività”. Si veniva così ad instaurare tra i due termini un rapporto di genere a specie, nonostante la definizione fosse chiaramente priva di intensione: sulla definizione per genere e specie nonché sulle definizioni intensionali si veda I.M. COPI-C. COHEN, *Introduction to logic*¹⁰, Upper Saddle River, Prentice-Hall, 137 ss; in particolare sulla nozione di servizi di investimento si veda L. ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. Soc.*, 1998, 1016. La medesima

materia di investimenti in particolare, è giustificata da una circostanza pre-giuridica ampiamente nota: il mercato italiano è fortemente intermediato⁵, e netto e frequente è l'affidamento che i clienti – particolarmente quelli non sofisticati – ripongono nell'intermediario⁶.

La consulenza in materia di investimenti, in secondo luogo, costituisce un'attività particolarmente delicata in ragione delle caratteristiche tipiche del rapporto tra intermediario e cliente. Da tale attività, da un lato, non consegue immediatamente un impiego di risorse da parte di quest'ultimo; in ciò la consulenza si differenzia quindi dagli altri servizi di investimento⁷

impostazione fu anche adottata dall'art. 1, comma 5 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.). Al termine "servizi" è stato poi nuovamente affiancato quello di "attività" ad opera della Direttiva MiFID (sulla quale si veda il capitolo III), ma tale innovazione non ha avuto un riflesso nell'attuazione della medesima, ad opera dell'art. 1 del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, che si è limitato a giustapporre il nuovo termine al vecchio, limitandosi, pertanto, ad "un'inutile innovazione terminologica": COSTI, *Il mercato mobiliare*⁵, Torino, Giappichelli, 2007, 122 (che rintraccia nella differenza tra gestione in proprio e gestione per conto altrui lo spartiacque teorico tra i concetti di attività e servizio di investimento, concludendo per la natura pleonastica del sintagma non essendosi avvalso il legislatore italiano della facoltà di differenziare le rispettive discipline pure offerta dall'art. 2, comma 1, lett. d) della Direttiva MiFID). Nel prosieguo della trattazione, pertanto, si preferisce utilizzare la locuzione "servizi di investimento".

⁴ Anche per i "servizi ad alto valore aggiunto" è necessaria una precisazione di natura terminologica. Questa locuzione, seppur priva di rilievo giuridico, è spesso presente nel lessico dell'autorità di vigilanza, e pare poter assumere due accezioni lievemente diverse. Da un lato essa distingue il servizio di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli di investimento dagli altri servizi di cui all'art. 1 t.u.f., come risulta dal punto 4.3.1 della sezione dedicata all'"educazione finanziaria" dei risparmiatori consultabile sul sito www.consob.it. Diversamente, con "valore aggiunto" si fa riferimento al surplus di attività che viene effettivamente prestato dall'intermediario all'investitore nell'ambito della prestazione dei servizi ricompresi nell'accezione appena analizzata, al fine di effettuare una valutazione del servizio ricevuto dai clienti: si veda, ad esempio, CONSOB, *Piano strategico 2010-2012*, disponibile su www.consob.it, 44. Nel corso di questo lavoro, si preferisce utilizzare il termine secondo la prima delle accezioni descritte. Ciò è coerente con quanto tradizionalmente notato dalla dottrina, che rinveniva nel termine "servizio" "una prestazione il cui oggetto consiste in un "fare" piuttosto che in un "dare". Il bisogno della controparte [...] viene realizzato [...] mediante lo svolgimento di un'attività": G. SANTINI, *Commercio e servizi*, Bologna, Il Mulino, 1988, 419 s.

⁵ La centralità dell'intermediazione in Europa ed in particolare in Italia emerge chiaramente dall'analisi dei dati riguardanti gli investimenti effettuati dalle famiglie nell'ultimo decennio: cfr. CASMEF, *Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Europa*, Marzo 2012, 66, disponibile su www.casme.luiss.edu.

⁶ Per un approfondimento sul ruolo di fiducia ed affidamento si rimanda al capitolo 1, ed in particolare al paragrafo 8.

⁷ Le operazioni di investimento possono essere una conseguenza di una scelta discrezionale dell'intermediario (è il caso della gestione di portafogli di investimento), di un servizio di investimento richiesto dal cliente senza alcun previo contatto con il prestatore del servizio (ogniqualevolta, dunque, la decisione sia assunta dal cliente in piena autonomia), oppure (ed è l'ipotesi della consulenza in materia di investimenti) di un servizio di investimento

potendo, a prima vista, giustificare una più tenue attenzione da parte del legislatore⁸. Dall'altro lato, come risulta dall'etimo stesso del termine "consulenza", essa ha ad oggetto la richiesta di un "consiglio"⁹, il che presuppone la compresenza di tre fattori: innanzitutto la difficoltà da parte del soggetto che la richiede nell'effettuare valutazioni in un determinato ambito¹⁰, poi l'esperienza e la particolare qualificazione che sussiste – o che il soggetto che la richiede suppone sussistere – in capo al destinatario della richiesta, ed infine l'intenzione, da parte di quest'ultimo, di assumere una decisione.

Il contesto dell'investimento nel mercato finanziario, nello specifico, si caratterizza a sua volta per tre elementi rilevanti: la presenza di strumenti finanziari, il cui rendimento non è prevedibile con certezza¹¹ ed il cui stesso funzionamento può non essere comprensibile senza conoscenze tecniche adeguate¹², ed intermediari tipicamente dotati delle informazioni necessarie al cliente e della capacità di elaborarle con successo¹³, in vista di una decisione di investimento, sulla quale influiscono una molteplicità di fattori, tra cui, oltre alle preferenze dell'investitore, i meccanismi psicologici che presiedono all'assunzione delle medesime¹⁴.

richiesto dal cliente all'intermediario a seguito di una raccomandazione di quest'ultimo: cfr. A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano, Giuffrè, 2008, 107 s.

⁸ Per l'analisi storica dell'evoluzione della disciplina nel nostro ordinamento si rimanda al capitolo II.

⁹ O. PIANIGIANI, *Voce "Consulente" in Dizionario etimologico della lingua italiana*, Roma, Albrighi&Segati, 1907: "chi assiste col consiglio", e *ibidem*, *Voce "consiglio"*, dove si dà conto delle diverse radici del termine latino *consulere*, da cui l'italiano deriva. Di particolare interesse ai nostri fini il significato di "consultare" (*ibidem*, *Voce "consultare"*.) dove l'omografo termine latino costituiva la forma intensiva di *consulere*, e significa "ricercare alcuna persona autorevole per senno e sapere del suo parere e consiglio in cosa dubbia o di momento [...] al fine di prendere una decisione". Dubbio ed autorevolezza del soggetto interpellato sono pertanto elementi costantemente presenti nel significato di questi termini (cfr. nt. 10).

¹⁰ Tali difficoltà possono essere determinate, da un lato, dalla natura oggettivamente complessa dei termini della scelta (cfr. capitolo II, paragrafo 2), che possono essere apprezzati più o meno facilmente a seconda della sofisticazione del cliente (cfr. capitolo III, paragrafo 3.3), e dall'altro dai limiti cognitivi tipici del ragionamento dell'uomo (cfr. capitolo II, paragrafo 6).

¹¹ *Ex multis* si veda F. EASTERBROOK-D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (MA)-London, Harvard University Press, 1991, 279 s.

¹² Per uno sguardo d'insieme sull'educazione finanziaria si veda M. ROOIJ-A. LUSARDI-R. ALESSIE, *Financial Literacy and Stock Market Participation*, in *NBER Working Paper Series*, October 2007, disponibile su www.nber.org.

¹³ Per una discussione del problema delle asimmetrie informative si rimanda al capitolo 1, paragrafo 2.

¹⁴ Si veda il capitolo 1, paragrafi 5 e 6.

Ciò premesso è semplice osservare come l'affidamento che il cliente ripone nel consiglio dell'intermediario origini una relazione fiduciaria¹⁵ inquadrabile alla stregua del rapporto *principal-agent*¹⁶, dove il mancato allineamento degli incentivi tra i soggetti coinvolti può dipendere da fattori tra cui i meccanismi di concorrenza tra intermediari e le modalità secondo le quali l'attività di consulenza è retribuita¹⁷. Un'oculata regolamentazione giuridica della fattispecie può ridurre questi problemi ed innalzare la qualità del servizio offerto.

In terzo luogo la disciplina giuridica della consulenza costituisce un'area del diritto degli intermediari non priva di ombre, sia per quanto riguarda la sua fattispecie che con riferimento alla sua disciplina¹⁸. Essa ha subito, nel nostro ordinamento, una peculiare evoluzione negli ultimi decenni, anche (e, ultimamente, soprattutto) tramite l'intervento del legislatore dell'Unione europea. La riforma dell'istituto su impulso del legislatore comunitario tramite la c.d. direttiva MiFID¹⁹, in particolare, ha

¹⁵ In generale sulla natura della relazione tra cliente ed intermediario si veda D. LLEWELLYN, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, FSA Occasional Paper n. 1, Aprile 1999, 22, disponibile su www.fsa.gov.uk (specificando che la maggior parte dei problemi nelle relazioni tra intermediario e cliente nasce a causa della relazione fiduciaria che li lega).

¹⁶ Secondo la classica definizione, la relazione di *agency* implica che “una o più persone (i *principal*) incarichino un'altra persona (l'*agent*) a prestare un certo tipo di servizio per loro conto che implica la delegazione di potere decisionale” (traduzione mia): M. JENSEN-W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305 ss. Per un'analisi dell'applicazione della teoria dell'*agency* al rapporto di intermediazione si rimanda al paragrafo 3 del capitolo 1.

¹⁷ Sull'importanza di questi fattori nella formazione degli incentivi sugli intermediari si veda M. KRAUSZ-J. PAROUSH, *Financial advising in the presence of conflicts of interests*, in *Journal of Economics and Business*, 2002, 55 ss. (i quali sostengono che l'incentivo a cui gli intermediari sono sottoposti ad intraprendere consciamente azioni il cui risultato non è ottimale per il cliente è una funzione non solo della disponibilità economica del cliente, ma anche della sua attitudine al rischio, dalla rischiosità dei prodotti proposti nonché dal livello di concorrenza riscontrabile nel mercato dei servizi di investimento).

¹⁸ Cfr., tra i tanti, M. DE MARI, *La “nuova” consulenza in materia di investimenti tra fattispecie e disciplina*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. De Mari, Padova, Cedam, 2009, 156 e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La consulenza in materia di investimenti: profili di novità della fattispecie*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di L. Frediani e V. Santoro, 2008, Milano, Giuffrè, 75. Queste problematiche saranno affrontate nel capitolo III.

¹⁹ Direttiva 2004/39/CEE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, pubblicata in *G.U.U.E.* n. L 145, 30 aprile 2004, 1 ss. (MiFID di primo livello o, semplicemente, MiFID). La direttiva è stata recepita nel nostro ordinamento ad opera del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164. Per la normativa applicabile alla consulenza in materia di investimenti prima dell'entrata in vigore

inciso in maniera molto significativa sulle regole applicabili in Italia, originando problematiche di rilievo²⁰. Tale istituto non è stato finora oggetto di studi approfonditi in dottrina, mentre la Consob vi ha prestato molta attenzione²¹.

L'analisi della disciplina della consulenza in materia di investimenti costituisce, infine, un osservatorio privilegiato da cui è possibile inquadrare le tendenze di massima dell'ordinamento degli intermediari nei confronti della protezione degli investitori e della loro incentivazione all'impiego del risparmio²². Tramite lo studio di questa fattispecie, infatti, si possono formulare osservazioni di più ampio respiro sugli indirizzi che il legislatore dell'Unione Europea sta seguendo, ed è possibile effettuare una valutazione critica.

I dati disponibili sulla situazione attuale del mercato italiano indicano una scarsa diffusione del servizio di consulenza tra i risparmiatori ed una bassa qualità media²³. La causa di tale circostanza è stata attribuita da un lato alla permeante logica distributiva che informa l'agire degli intermediari, spesso più concentrati sulla vendita del prodotto piuttosto che sulla prestazione di un servizio²⁴, e, dall'altro, un'offerta di strumenti finanziari di gamma troppo ristretta e sovente emessi da soggetti strutturalmente legati all'intermediario²⁵. È possibile, tuttavia, ipotizzare una diversa soluzione al problema della diffusione di questo servizio, ossia all'arduo inquadramento della sua fattispecie, congiunto all'onerosità (sia regolamentare che finanziaria) della relativa disciplina²⁶.

del decreto 164 si rimanda al capitolo II, mentre per la disciplina oggi applicabile si veda il capitolo III. Per il progetto di riforma della disciplina MiFID di cui a COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati sugli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, Bruxelles, 20 ottobre 2011, COM (2011) 656 definitivo, disponibile su www.europa.eu, si rimanda al capitolo III, paragrafo .

²⁰ Per un'analisi delle quali si rimanda al capitolo III, paragrafi 2 ss.

²¹ Come si vedrà nei capitoli II e III.

²² Cfr. capitolo I.

²³ Il problema è all'ordine del giorno della Consob ormai da tempo: si veda, ad esempio, CONSOB, *Piano strategico 2010-2012*, cit. (nt. 4), 26. In particolare, il tentativo di disincentivare gli intermediari dall'approccio distributivo si basa su di una duplice azione: da un lato la *moral suasion* (sic) esercitata dall'autorità di vigilanza sugli intermediari, dall'altro l'incentivo degli intermediari ad una competizione positiva per fornire servizi di qualità (*ibidem*, 29). L'impatto di queste tecniche, tuttavia, sembra essere stato modesto, ed il desiderato spostamento di prospettiva dalla distribuzione al servizio (cfr. nt. 476) è ostacolata da una non sufficiente aderenza degli intermediari alla verifica dell'adeguatezza dei prodotti raccomandati (si veda CONSOB, *Piano strategico 2012-2015*, 12, disponibile su www.consob.it).

²⁴ CONSOB, *Piano strategico 2010-2012*, cit. (nt. 4), 27.

²⁵ *Ibidem*, 29.

²⁶ Trattati comuni a quanto osservato nei capitoli II e III.

Date queste premesse, dunque, lo sforzo di approfondire la struttura e la funzione di questo istituto non pare vano. L'obiettivo dell'analisi è presentare una ricostruzione della fattispecie e della disciplina del servizio di consulenza in materia di investimenti nel nostro ordinamento, nel quadro dei suoi presupposti teorici, dell'evoluzione storica e delle sue conseguenze applicative.

Il lavoro si articola come segue: nel capitolo I si fornirà un inquadramento teorico del problema della protezione dell'investitore, approfondendo le diverse giustificazioni che possono darsi all'intervento del diritto, con particolare riferimento al servizio di consulenza. Alla luce di quanto visto nel capitolo I, nel capitolo II si seguirà lo sviluppo storico della disciplina della consulenza in materia di investimenti nel nostro ordinamento, mettendo in evidenza le forti discontinuità che lo caratterizzano, e nel capitolo III si analizzeranno la fattispecie e la disciplina della consulenza in materia di investimenti oggi applicabile.

Capitolo I

MODELLI TEORICI E STRATEGIE NORMATIVE

SOMMARIO: 1. Le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti. – 2. La funzione della consulenza: asimmetrie informative e costi di transazione. – 3. Il rapporto di *agency*, il disallineamento degli incentivi e la necessità di tutela dell'investitore. – 4. L'approccio economico neoclassico e la razionalità dell'investitore. – 5. (segue) La tutela strumentale dell'investitore razionale. – 6. L'investitore a razionalità limitata e l'impostazione comportamentale. – 7. (segue) La tutela giuridica diretta dell'investitore irrazionale ed i limiti dell'impostazione comportamentale. – 8. La necessità di un modello misto ed il paradigma della fiducia. – 9. Sintesi e conclusioni.

1. *Le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti*

Gli intermediari del mercato finanziario²⁷ forniscono servizi²⁸ che sono volti a facilitare l'investimento ed, in particolare, a sincronizzare le

²⁷ Si intendono tali i soggetti che prestano i servizi di investimento riservati in base all'autorizzazione di cui all'art. 18 t.u.f., tra le quali le imprese di investimento e le banche, oltre a, limitatamente a specifici servizi, le società di gestione del risparmio, gli intermediari di cui all'art. 107 del d.lgs. 1 settembre 1983, n. 385, recante il testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (t.u.b.), e le società di gestione dei mercati regolamentati. Per un commento aggiornato alla disposizione in parola si rimanda a N. MICHIELI, *Sub art. 18*, in *Commentario T.U.F.* a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1, 217 ss. Per un inquadramento delle caratteristiche economiche della fattispecie, invece, si veda NADOTTI, L., PORZIO, C., PREVIATI, D., *Economia degli intermediari finanziari*, Milano, McGraw-Hill, 2013, nonché ONADO, M., *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, Il Mulino, 2000. Con particolare riferimento al servizio di consulenza in materia di investimenti, invece, il catalogo di soggetti che assume rilevanza è significativamente diverso: da un lato esso può essere svolto solamente da alcuni dei soggetti menzionati (le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio), dall'altro anche soggetti non abilitati possono prestare il servizio di consulenza: i consulenti finanziari e le società di consulenza finanziaria. Tali soggetti sono sottoposti ai requisiti rispettivamente previsti dagli artt. 18-*bis* e 18-*ter* t.u.f., dai decreti del Ministero dell'economia e delle finanze del 24 dicembre 2008, n. 206 (d.m. consulenti) e del 5 aprile 2012 n. 66 (d.m. società di consulenza) nonché – entrambi – al regolamento Consob adottato con delibera n. 17130 del 12 gennaio 2010 (Regolamento Consulenti). Per ulteriori approfondimenti si rimanda al capitolo III, paragrafo 4.1 ss.

²⁸ Pur non esistendo una nozione giuridica intensiva di servizio di investimento (come si è visto *supra*, nt. 3), l'estensione del tipo è data dall'art. 1, comma 5 t.u.f., che oggi include nel catalogo dei servizi la cui prestazione è riservata anche l'attività che ci occupa. Per le vicende relative all'inclusione della consulenza in materia di investimenti nel novero delle attività riservate si rimanda al capitolo II.

preferenze²⁹ di due categorie di soggetti: gli investitori³⁰ ed i prenditori di risparmio³¹.

²⁹ Facilitare l’allocazione del risparmio tramite la conciliazione delle diverse preferenze in termini di scadenze e rischi di unità in surplus ed in deficit è la principale funzione svolta dagli intermediari finanziari, come evidenziato nella classica analisi di Gurley e Shaw (cfr. GURLEY, J., SHAW, E., *Money in a Theory of Finance*, Washington, Brookings Institution, 1960. Più in generale, essa è anche una delle finalità del mercato finanziario, che si riflette sugli obiettivi sui cui poggia l’architettura normativa del t.u.f., in particolare tramite i riferimenti al “buon funzionamento” ed alla “competitività” del sistema finanziario ex art. 5, comma 1, lett. c) e d). Per ulteriori riferimenti in tema si veda R. OCCHILUPO, Sub art. 5, in *Commentario T.U.F.*, diretto da F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1, 85 ss.

³⁰ Il termine “investitore” presenta innanzitutto un significato comune di immediata comprensione, indicando chi impiega beni economici a scopi produttivi, stimolato dal movente del profitto. È evidente, insomma, che insita nella nozione di investimento, oltre all’impiego di risorse al fine di procurare un rendimento futuro ed incerto, vi è l’“attesa” del medesimo. Tale attesa, inoltre, è conseguenza di una valutazione sul tale futuro rendimento, tipicamente svolta dal soggetto che impiega le risorse o, come si vedrà nel prosieguo del testo, parzialmente o totalmente delegata a terzi. Non si rinviene, tuttavia, nel t.u.f. un significato tipicamente giuridico del termine “investitore” che, pur comparandovi per ben 87 volte in funzione precettiva (ossia senza considerare le rubriche), non viene definito. Diversamente, il Regolamento Intermediari, pur usando il termine con minore frequenza (33 occorrenze, contro le 43 del Regolamento Emittenti), lo definisce, ma lo fa con efficacia limitata alle disposizioni di cui al libro 4, in materia di gestione collettiva del risparmio e commercializzazione di OICR (ai sensi dell’art. 64 Regolamento Intermediari è “investitore” la “persona fisica o giuridica alla quale viene offerto o prestato il servizio di gestione collettiva del risparmio”). Chiaramente, in assenza di una definizione avente valore generale, potrebbe discutersi del variare dell’ampiezza della nozione a seconda dello specifico contesto considerato; nell’ambito della consulenza in materia di investimenti potrà tuttavia giungersi, in via di interpretazione correttiva, a riconoscere al termine un contenuto più ampio di quello di cui al menzionato art. 64, ricorrendo al significato comune di cui si è dato conto. Più interessante risulta, invece, raffrontare questa nozione a quella, oggetto di più accurata definizione, di “cliente” (o anche “clientela”). Ancora una volta il t.u.f. utilizza spesso il termine (65 occorrenze) senza definirlo; il Regolamento Intermediari (66 occorrenze contro le 10 del Regolamento Emittenti), invece, ne dà una nozione generale all’art. 26, comma 1, lett. c), definendolo “la persona fisica o giuridica a cui vengono prestati servizi di investimento principali o accessori”, distinguendo poi, alle lettere d) ed e) le categorie di clienti professionali ed al dettaglio (ai quali si aggiungono le controparti qualificate, ai sensi dell’art. 6, comma 2-*quater* lett. d) t.u.f. e dell’art. 58, comma 2 Regolamento Intermediari). Si osserva che, alla stregua dei significati considerati, i termini “investitore” e “cliente” non hanno lo stesso significato, né si pongono in rapporto di genere a specie (può esservi, infatti, non solo investimento senza ricorso al servizio, ma anche – che è il caso della consulenza, per il quale si rimanda al prosieguo del testo – servizio senza investimento). Nel testo, pertanto, l’uso del termine “cliente” sarà preferito a quello di “investitore”. In prospettiva storica, il nostro legislatore è stato tradizionalmente restio a dare rilevanza normativa al termine: G. CRISCUOLI, *Introduzione allo studio del diritto bancario inglese: B) il cliente della banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1972, 321 ss. (che rintraccia la prima – e sino ad allora unica – apparizione del termine nell’art. 41 del r.d. 21 dicembre 1933, n. 1736 con riferimento all’assegno sbarrato).

Le diverse tipologie di servizi offerti si prestano ad essere classificate, ai fini che qui interessano, sulla base di una tassonomia che tenga conto del livello di incidenza che l'intermediario ha la possibilità di esercitare sull'autonomia dell'investitore di gestire il proprio risparmio, ed in particolare del potere del primo di influire sulla scelta di investimento del secondo³². Dal punto di vista del cliente, quindi, possono darsi tre diverse tipologie di servizi, che si differenziano per l'intensità di tale influenza.

Ad un estremo vi sono i servizi di investimento nei quali non è previsto che l'intermediario eserciti alcuna interferenza sulla decisione di investimento del cliente, ma può limitarsi, sotto il profilo operativo, a prendere atto ed a dare corso alla determinazione di volontà dell'investitore. L'investimento del risparmio consegue qui da una decisione diretta ed immediata dell'investitore, che viene eseguita, seppur con gradi diversi di passività, dall'intermediario. I principali esempi di questa tipologia di servizio sono l'esecuzione di ordini per conto del cliente³³, la ricezione e trasmissione di ordini³⁴ ed il servizio di collocamento³⁵, nei quali il cliente mantiene, almeno sul piano teorico³⁶, una completa autonomia decisionale

³¹ Inutile dilungarsi su questa nozione, che è marginale ai fini della trattazione: si rimanda, per quanto riguarda la sostanza economica del termine, a ONADO, (nt. 27), 18 s.

³² La classificazione si basa sulla semplice considerazione pregiudiziale della concreta modalità di impiego delle risorse da parte del cliente, ed è spesso usata nella letteratura giuridica, per cui si veda nt. 7, a cui *adde* L. PURPURA, *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di E. Ginevra, Milano, Giuffrè, 2012, 366.

³³ Di cui all'art. 1, comma 5, lett. b) t.u.f., effettuata anche in nome proprio ma per conto del cliente, su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o tramite internalizzazione sistematica, avvalendosi di contratti di commissione e di mandato a sottoscrivere e retribuita tramite una provvigione corrisposta dal cliente (su cui COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit. (nt. 3), 123). Per una sintetica ricognizione della disciplina giuridica di questo servizio si vedano DE POLI, M., *La nuova gestione degli ordini e la trasparenza del prezzo*, in *La nuova direttiva MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, Cedam, 2008, 67 ss. e V. TROIANO, *Negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, 219 ss.

³⁴ Prevista dall'art. 1, comma 5., lett. e) t.u.f., che ricomprende non solo la trasmissione dell'ordine ad un altro intermediario nei casi in cui colui che l'ha ricevuto non sia in grado di eseguirlo direttamente (cfr. DI AMATO, cit. (nt. 7), 95 s.), ma anche la c.d. "mediazione pura", che, in base all'art. 1, comma 5-septies t.u.f. consiste nel "mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione tra loro". Il richiamo all'art. 1754 c.c. è evidente, ed è stato evidenziato dalla dottrina (COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit. (nt. 3), 123).

³⁵ Che può essere posta in essere con o senza assunzione a fermo o a garanzia ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. c) e c-bis) t.u.f.

³⁶ I servizi meramente esecutivi, nella prassi, sono spesso erogati contestualmente (i.e. di seguito) alla prestazione di una raccomandazione personalizzata che, come si vedrà nel capitolo 3, integra la fattispecie di consulenza in materia di investimenti: cfr. CONSOB, *Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti*, in *Nuovo*

circa l'impiego delle sue risorse. L'intervento dell'intermediario, a questo riguardo, può definirsi meramente operativo, privo di un significativo impatto strategico sulle decisioni di investimento del cliente³⁷.

All'altro estremo figura la gestione di portafogli di investimento³⁸, che consente l'intervento "discrezionale" dell'intermediario sul portafoglio del cliente nell'ambito del mandato da quest'ultimo conferito, secondo quanto previsto dall'art. 1, comma 5-*quinquies* t.u.f. Nonostante i penetranti poteri riconosciuti al cliente nel contesto del contratto di gestione³⁹, il regime ordinario di esecuzione del contratto prevede che le decisioni di investimento siano assunte dall'intermediario/mandatario in autonomia, in nome e per conto del cliente/mandante. La natura tendenzialmente eterodeterminata di tali scelte attribuisce all'intermediario una funzione strategica, non già esclusivamente operativa.

In posizione mediana, infine, si colloca il servizio di consulenza in materia di investimenti, che condivide con i primi servizi descritti il permanere in capo al cliente della titolarità delle decisioni di investimento, e con la gestione di portafogli la soggezione, seppur indiretta, del patrimonio cliente all'influenza di determinazioni assunte dall'intermediario. In questa terza ipotesi, pertanto, la decisione di investimento risulta solo parzialmente mediata: la raccomandazione dell'intermediario esercita un'influenza sulla sfera soggettiva del cliente, ma non inciderà sul suo patrimonio fino al concorrere della risoluzione che verrà assunta da quest'ultimo in maniera, almeno in linea di principio, libera, anche se, di fatto, spesso eccessivamente dipendente da detta raccomandazione.

Se è chiaro dunque che il servizio di consulenza si caratterizza per una funzione di influenza strategica diretta sulle scelte di investimento del cliente, bisogna aggiungere che esso non si traduce direttamente in un

Regolamento Intermediari. Esito delle consultazioni, 30 ottobre 2007, 4, disponibile su www.consob.it.

³⁷ Qualche margine, invero, può permanere con riferimento alla concrete modalità di esecuzione degli ordini: questo ambito è ora oggetto di specifica regolamentazione da parte del titolo III del Regolamento Intermediari, avente ad oggetto ciò che con un anglicismo viene definito, anche dal legislatore secondario, *best execution*: cfr. F. ANNUNZIATA, *Best execution, regole di mercato ed altre trading venues*, in *La nuova direttiva MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, Cedam, 2008, 159 ss. e F. CAPRIGLIONE, *Varietà dalla trasparenza alla «best execution»: il difficile percorso verso il «giusto prezzo»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 475 ss.

³⁸ Disciplinata da regole parzialmente simili a quelle applicabili al contratto di consulenza in materia di investimenti. Per una disamina della disciplina del contratto di gestione di portafogli cfr. M. COSSU, *Contratto di gestione di portafogli*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, I, 699 ss.

³⁹ Tra i quali si ricordano le istruzioni vincolanti che egli ha il diritto di impartire (art. 24, comma 1, lett. a) t.u.f.) nonché il diritto di recesso in ogni tempo (art. 24, comma 1, lett. b) t.u.f.).

investimento del risparmio⁴⁰, ma che piuttosto si colloca in rapporto spesso strumentale e servente⁴¹ rispetto ad altri servizi di investimento, riguarda in modo immediato, il rapporto tra persone fisiche (c.d. *people business*) piuttosto che il trasferimento di diritti su di un bene (c.d. *product business*) ed è volto a costituire una relazione che è solitamente destinata a durare nel tempo⁴².

Si delinearanno quindi le funzioni essenziali del rapporto di consulenza in materia di investimenti e dei conflitti che genera, dei quali la teoria economica ha dato conto facendo ricorso ai concetti di asimmetria informativa e costi di transazione, nel quadro del rapporto c.d. *principal-agent*⁴³. Saranno inoltre analizzate le diverse giustificazioni dell'intervento del legislatore in questa relazione: se è difficilmente discutibile che un simile intervento debba avere luogo, è altresì vero che la forma del medesimo è diretta conseguenza del modello teorico di riferimento che si adotta per spiegare le dinamiche di detta relazione ed il comportamento del cliente.

Dal modello prescelto consegue l'adozione di specifiche tecniche di politica normativa che, da sole o in combinazione tra loro, possono essere impiegate per giungere ad equilibrare i diversi interessi in gioco.

Detta indagine è essenziale per una proficua disamina del dato normativo: senza di essa, infatti, l'analisi critica delle norme positive risulterebbe avulsa dal contesto di riferimento, e non sarebbe possibile apprezzare correttamente il tumultuoso sviluppo che esse hanno subito.

2. *La funzione della consulenza tra asimmetrie informative e costi di transazione*

Il primo elemento necessario per giustificare la domanda, da parte dei clienti, di consulenza in materia di investimenti – e dunque comprenderne la

⁴⁰ Si rimanda alla nozione di cui alla nt. 30.

⁴¹ Già considerava l'attività di consulenza in materia di investimenti implicita nella prestazione di qualunque servizio finanziario F. BOCHICCHIO, *Intermediazione mobiliare e sollecitazione del pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XX, Padova, Cedam, 1995, 20 ss. Questa considerazione è tra quelle che hanno fondato il "declassamento" del servizio di consulenza da principale ad accessorio, ad opera del d.lgs. 415/1996, su cui si veda il capitolo 2, paragrafo 2. L'essenza del fenomeno, naturalmente, non è cambiata: più recentemente si veda DE MARI, *La "nuova" consulenza*, cit. (nt. 18), 156.

⁴² Si veda, in questo senso, il riferimento al c.d. *status quo bias*, su cui *infra* paragrafo 5, nt. 120.

⁴³ Cfr. paragrafo 3.

funzione – è costituito dalle forti asimmetrie informative⁴⁴ che sussistono tra investitori e prenditori di risparmio circa l’oggetto dell’investimento e che ostacolano l’accesso dei primi al mercato finanziario. Esse consistono nell’ineguale distribuzione, tra detti soggetti, delle informazioni che rilevano al fine di individuare l’investimento idoneo alle proprie esigenze tra quelli che i primi possono effettuare, in relazione alla propria propensione al rischio ed al proprio orizzonte temporale di investimento⁴⁵. La valutazione del rendimento atteso, infatti, dipende da informazioni che riguardano l’emittente o il mercato di riferimento e di cui l’investitore può non disporre⁴⁶ o, più frequentemente, non può avere le possibilità tecniche di valutare.

All’oggettiva situazione di diseguale ripartizione delle informazioni tra emittente e potenziale investitore, poi, si aggiungono i costi che quest’ultimo deve sostenere al fine di individuare la propria controparte contrattuale e valutarne le caratteristiche⁴⁷. Tali costi sussistono nonostante l’emittente abbia diffuso le informazioni prescritte dalla disciplina

⁴⁴ Il riferimento obbligatorio è ad G. AKERLOF, *The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1970 (84), 488 ss. (che per primo mise in relazione qualità ed incertezza usando come esempio il mercato delle auto usate, sostenendo che l’assenza di meccanismi attendibili di segnalazione della qualità dei beni che ivi si scambiano può causare il fallimento del mercato a causa della c.d. selezione avversa); per una revisione dei principali contributi in tema si rimanda a K. LÖFGREN-T. PERSSON-J. WEIBULL, *Market with Asymmetric Information: the Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz*, in *Scandinavian Journal of Economics*, 2002, 195 ss. Per quanto riguarda il rapporto tra proprietà e controllo che caratterizza le relazioni endosocietarie degli emittenti, invece, il classico in materia è certamente A. BERLE-G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932 (1991), New Brunswick, Transaction (che per primi studiarono il fenomeno della separazione tra proprietà e controllo ed i problemi legati alla diffusione dell’azionariato); per un’analisi delle relazioni di controllo in Europa si rimanda a F. BARCA-M. BRECHT, *The Control of Corporate Europe*, Oxford, OUP, 2001 ed a L. ENRIQUES-P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2007, 117 ss.

⁴⁵ Per una sommaria ricognizione del ruolo degli intermediari nella conciliazione delle preferenze di settori in surplus ed in deficit si rimanda a nt. 29.

⁴⁶ In particolare, tali asimmetrie sussistono non soltanto tra soggetti interni ed esterni all’emittente, ma anche tra investitori non collegati all’emittente: basta portare alla mente le risorse a disposizione di piccoli risparmiatori con quelle di grandi investitori istituzionali, che investono ingenti risorse ai fini della ricerca e della valutazione degli investimenti: S. CHOI, *A framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, in *Berkeley Business Law Journal*, 2004, 45 ss.

⁴⁷ Sul punto si rimanda a R. GILSON-R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 1984, 549 ss. I costi di informazione sono una specie di costi di transazione, su cui vedi *infra*, nt. 50.

applicabile⁴⁸, in quanto sia il tempo che l'esperienza necessari per effettuare tali valutazioni possono essere tali da scoraggiare l'operazione di investimento⁴⁹.

La riduzione dell'asimmetria informativa, dunque, è costosa per l'investitore, e costituisce un forte ostacolo all'accesso al mercato. Ciò significa, in altri termini, che l'operazione di investimento in strumenti finanziari è caratterizzata dal punto di vista dell'investitore da forti costi di transazione⁵⁰.

Una soluzione a questo problema è fornita dagli intermediari finanziari che, come si è detto, svolgono, in generale, la funzione di facilitare l'incontro di domanda ed offerta di risparmio, e, nel caso considerato, possono giocare un ruolo chiave nell'interpretazione e nella valutazione delle informazioni oggetto di pubblicità da parte degli emittenti. Tale funzione viene svolta in maniera più efficiente grazie allo sfruttamento delle economie di scala delle quali gli intermediari di mercato finanziario possono avvalersi⁵¹: i dati necessari per assumere la decisione di investimento possono dunque essere forniti all'investitore non già allo stato di fatto nel quale sono reperibili sul mercato, ma in forma maggiormente

⁴⁸ Si fa riferimento in particolare a quella in materia di prospetti di cui agli artt. 94 ss. t.u.f. ed a quelle applicabili alle società quotate secondo quanto previsto dai capi I e I-bis, titolo III t.u.f.

⁴⁹ L'asimmetria informativa è annoverata tra le possibili cause di fallimento del mercato: in pratica "l'acquirente non sa se il venditore intende vendere a causa di informazioni riservate che gli consentono di sapere che realizzerà un prezzo superiore al reale valore del bene, oppure se sussistono le premesse per uno scambio equo" cfr. J. STIGLITZ, *Distinguished Lecture on Economics in Government: the Private Uses of Public Interest*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1998, 13 (traduzione mia). Per uno studio delle asimmetrie informative nel diritto dei contratti si veda DE POLI, M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, (che pone particolare accento all'applicabilità del principio della buona fede e dell'uguaglianza anche nei contratti sottoposti alla normativa speciale del mercato finanziario).

⁵⁰ In materia si deve fare riferimento innanzitutto al classico saggio di R. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1937, 386 ss., ristampato in COASE, R., *The Firm, the Market and the Law*, Chicago-Londra, UCP, 1988, 33 ss. Si veda anche O. WILLIAMSON, *Transaction-Cost Economics: the Governance of Contractual Relations*, in *Journal of Law and Economics*, 1979, 233 ss. (rilevando le implicazioni che la teoria dei costi di transazione nel diritto dei contratti e nella teoria dell'organizzazione). Per il nesso tra costi di transazione ed attività di intermediazione si rimanda a J. GURLEY-E. SHAW, *Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process*, in *The Journal of Finance*, 1956, 257 ss. Per la prima puntualizzazione del ruolo centrale ai costi di transazione nella teoria dell'intermediazione finanziaria cfr. G. BENSTON-C. SMITH, *A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation*, in *The Journal of Finance*, 1976, 215 ss.

⁵¹ Le economie di scala costituiscono i vantaggi, determinati da una riduzione dei costi, che un'impresa acquisisce all'aumentare delle sue dimensioni: in altre parole, esse sono conseguenza della relazione di proporzionalità inversa che intercorre tra costi e dimensioni.

elaborata (ossia, come si dirà, “personalizzata”⁵²) per il tramite del servizio di consulenza in materia di investimenti.

L’intermediario può quindi, su incarico del cliente, coadiuvarlo nella scelta d’investimento, selezionando le informazioni rilevanti⁵³ ed elaborandole per lui al fine di individuare le più adatte alle sue esigenze⁵⁴. A questo stadio il cliente non assume alcun vincolo relativo all’impiego delle proprie risorse, e potrà, in un secondo momento, decidere se conformarsi o meno al suggerimento fornito dall’intermediario⁵⁵.

Ha dunque luogo, in altri termini, l’esternalizzazione⁵⁶ di una parte sostanziale del processo decisionale, che ha la funzione di “colmare il vuoto tra la mancanza di conoscenze dell’investitore e l’esperienza necessaria per ottenere il meglio da mercati finanziari sempre più specializzati”⁵⁷.

⁵² Cfr. capitolo III, paragrafo 3.2.

⁵³ Per una menzione del problema si veda F. IUDICA, *Gli obblighi informativi*, in *Manuale del mercato mobiliare*, a cura di F. Iudica, Torino, Giappichelli, 2012, 19 ss.

⁵⁴ Si usa, per ora, il termine “adatto” in senso volutamente aspecifico. Per una disamina dei significati normativi dei termini adeguatezza ed appropriatezza si rimanda al capitolo 3.

⁵⁵ Potrebbe trattarsi di un’ipotesi di scuola: questo avviene non solamente per la già menzionata strumentalità del servizio di consulenza (cfr. nt. 41), ma anche perché consulenza ed altri servizi di investimento vengono prestati nella medesima unità di tempo. Sull’eccessivo affidamento riposto dagli intermediari nel consiglio prestato dai consulenti si rimanda, in generale, a FSA, *Informed decisions? How consumers use Key Features: a synthesis of research on the use of product information at the point of sale*, Consumer Research no. 5., novembre 2000, disponibile su www.transact.org.uk, e, in particolare, *infra* paragrafo 4.

⁵⁶ Il termine è mutuato dalla scienza aziendalistica, dove è usato per indicare la produzione o la fornitura di un bene o di un servizio da parte di un’impresa per conto di un’altra impresa che non ha la possibilità di produrlo o fornirlo autonomamente (e si veda J. VAN MIEGHEM, *Coordinating Investment, Production and Subcontracting*, in *Management Science*, 1999, 954 ss.). La categoria giuridica che più si avvicina a questo concetto è quella del mandato di diritto civile, che può essere usato in contrapposizione a quella della vendita a metro della differenza che intercorre, rispettivamente, tra servizio di consulenza ed attività distributiva di prodotti finanziari (e.g. D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 67 ss.). Si deve inoltre notare come, nel lessico delle autorità di vigilanza, si utilizzi la dicotomia vendita-servizio connotando il primo termine in senso quasi dispregiativo, volendo sottolineare la negativa tendenza degli intermediari a rapportarsi al servizio di consulenza (che, come anticipato sopra, inerisce un rapporto tra persone fisiche) come alla vendita di un prodotto: cfr. CONSOB, *Piano strategico*, cit. (nt. 4), 30.

⁵⁷ A. PACCES, *Financial Intermediation in the Securities Markets. Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, in *International Review of Law and Economics*, 2000 (20) 481 (traduzione mia). Tra gli altri si veda F. ALLEN-A. SANTOMERO, *What do financial intermediaries do?*, in *Journal of Banking and Finance*, 2001, 274 (che mettono in relazione l’aumento delle tipologie di servizi offerti dalle banche alla crescente complessità del mercato finanziario nonché dall’aumentata necessità dell’investitore medio di ricorrervi direttamente). Per un riferimento alla maggior frequenza con cui gli investitori saranno chiamati a relazionarsi con l’investimento nel mercato finanziario nei prossimi anni, a

L'attività dell'intermediario viene svolta verso un corrispettivo che, (se e) quando viene corrisposto dal cliente, deve essere quantomeno percepito come inferiore al costo che egli dovrebbe sopportare per elaborarle autonomamente, e può figurare dunque, almeno in linea di principio, come un'opzione efficiente.

Diversi sono pertanto i vantaggi che l'investitore può ritrarre da questa relazione. Prima fra tutti è, come si è detto, la riduzione dei costi di transazione, che vengono sostituiti dal prezzo corrisposto verso la prestazione del servizio di consulenza⁵⁸ e che costituiscono il motivo fondante del ricorso del cliente all'intermediario⁵⁹. Oltre a questo, poi, l'investitore potrà beneficiare di altri miglioramenti derivanti dall'assistenza nell'assunzione delle decisioni⁶⁰.

La più evidente e problematica conseguenza, sotto il profilo strutturale, dell'instaurazione del servizio di consulenza è però costituita dalla riproposizione del problema dell'asimmetria informativa, che già affliggeva il rapporto diretto tra investitore ed emittente, al nuovo livello della relazione tra cliente ed intermediario⁶¹. Quest'ultimo è (o quantomeno dovrebbe essere⁶², ma, come detto, è solitamente ritenuto tale dal cliente che ricorre al suo consiglio) dotato di conoscenze specifiche che il cliente intende sfruttare. L'utilizzo di quelle conoscenze, come si vedrà, può sfuggire dal completo controllo del cliente⁶³.

Sul nuovo piano della relazione intermediario-cliente, però, il problema dell'asimmetria è fortemente aggravato dalla qualità di tale relazione: se infatti il secondo, quando si presenta da investitore sul mercato, è in grado di percepire che tale contesto è retto – in termini semplificativi – dalla regola del *caveat emptor*, quando sceglie invece di

conseguenza del crescente ruolo del risparmio privato nell'ambito previdenziale, si veda *Ageing and Pension System Reform: implications for Financial Markets and Economic Policies. A report prepared at the request of the Deputies of the Group of Ten by an experts group chaired by Ignazio Visco*, 2005, 15 e 17, disponibile su www.imf.org.

⁵⁸ Sulle problematiche sollevate dalle modalità di retribuzione del servizio di consulenza si rimanda al paragrafo 3.

⁵⁹ Cfr. BENSTON, G., SMITH, C., *A Transaction Cost Approach*, cit. (nt. 50).

⁶⁰ Per le quali si rimanda al paragrafo 6.

⁶¹ Sul ruolo chiave giocato dalle asimmetrie informative nel rapporto tra intermediari e clienti, e sui fisiologici conflitti di interesse che ne derivano, si rimanda a H. MEHRAN, R. STULZ, *The Economics of Conflicts of Interest in Financial Institutions*, in *Journal of Financial Economics*, 2007, 269 s. (osservando che il "terreno fertile" per la nascita di conflitti di interesse nella relazione tra cliente ed intermediario è fornito dalla presenza di asimmetrie informative, dai costi di transazione e dalla difficile verificabilità della qualità della prestazione da parte del cliente).

⁶² Con particolare riferimento ai requisiti di professionalità che devono essere posseduti dai soggetti dei quali agli artt. 18-bis e 18-ter t.u.f. si veda il capitolo III, paragrafo 4.1.

⁶³ Per la difficoltà di monitoraggio dell'operato dell'intermediario da parte del cliente si rimanda al prossimo paragrafo.

fare ricorso all'intermediazione per raccomandazioni sugli investimenti fa affidamento sul giudizio dell'intermediario⁶⁴. Da qui consegue la particolare vulnerabilità dell'investitore, che vede orientate (quando non direttamente determinate) le proprie scelte da un soggetto nei confronti del quale si pone in situazione di inferiorità informativa.

Un modo di inquadrare le conseguenze che da questa nuova situazione possono derivare è applicare al rapporto cliente-intermediario la teoria c.d. dell'*agency*⁶⁵.

3. *Il rapporto di agency, il disallineamento degli incentivi e la necessità di strumenti giuridici a tutela dell'investitore.*

La teoria economica insegna che, in una situazione dove ad un soggetto (l'*agent*⁶⁶) è stato attribuito il potere di influire direttamente sul benessere di un altro soggetto (il *principal*), può accadere che il primo sia soggetto ad incentivi che lo inducono a perseguire il proprio personale interesse, anziché quello del secondo⁶⁷. Questa situazione problematica sorge qualora il *principal* abbia difficoltà nel verificare l'integrità del comportamento dell'*agent* a causa, tipicamente, di asimmetrie informative, e l'*agent* sia portatore di un interesse in conflitto con quello del *principal*. Le conseguenze delle azioni intraprese dall'*agent*, inoltre, vengono sopportate dal *principal*⁶⁸. È possibile incidere sull'assetto degli incentivi ai

⁶⁴ Ma nel senso che del termine non si debba considerare l'accezione propria del lessico giuridico A. PERRONE, *Il diritto dei mercati finanziari dopo la crisi: dalla trasparenza alla fiducia*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di E. Ginevra, Milano, Giuffrè, 2012, 409; *contra* GINEVRA, E., *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Giuffrè, Milano, 2012, ed. provv., 160.

⁶⁵ Si è scelto di non tradurre il termine in italiano, perché il vocabolo "agenzia" richiama alla mente l'istituto disciplinato dagli artt. 1742 ss. c.c.

⁶⁶ Si veda nt. 65.

⁶⁷ La relazione di *agency* è stata definita come "un contratto [in senso economico, non già giuridico] nel quale una o più persone (i *principal*) incaricano un'altra persona (l'*agent*) di intraprendere azioni per conto del *principal* che implicino la delegazione di potere decisionale all'*agent*": M. JENSEN, *A theory of the Firm. Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Boston, HUP, 2003, 137 s. Gli studi in questa materia applicano tradizionalmente la teoria dell'*agency* al rapporto intercorrente tra proprietari e manager, per cui si rimanda a M. JENSEN-W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency Costs and capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305 ss., a H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, a cura di R. Kraakman et al., Oxford, OUP, 2004, 21 ss. ed a E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, 1980, 288 ss.

⁶⁸ Si crea, in questo caso, una situazione di c.d. rischio morale, per la quale si rimanda ad ONADO, *Mercati e Intermediari Finanziari*, cit. (nt. 27), 212.

quali le parti di questa relazione sono soggette tramite l'utilizzo di norme giuridiche⁶⁹.

Questa teoria si può applicare alla relazione cliente-intermediario, ed in maniera particolarmente proficua a quella (di durata) che si instaura nel corso della prestazione del servizio di consulenza⁷⁰.

Quanto al primo requisito, della presenza di asimmetrie informative si è già detto nel paragrafo precedente: esse sono indubbiamente presenti ed, anzi, la loro sussistenza è la ragione giustificativa del ricorso del cliente all'intermediario per l'erogazione del servizio di consulenza in materia di investimenti. Da ciò discende, inoltre, un importante corollario: l'asimmetria informativa si può tradurre – e tipicamente si traduce – nell'incapacità del *principal*/cliente di valutare obiettivamente l'operato dell'*agent*/intermediario⁷¹. A ciò si devono aggiungere due precisazioni: da un lato gli intervalli di tempo tra successive scelte di investimento sono spesso, almeno nel caso della clientela *retail*, significativi⁷², e, dall'altro, gli eventuali errori degli intermediari nella prestazione del servizio di consulenza spesso non sono apprezzabili immediatamente, ma solamente trascorso un certo lasso di tempo⁷³. Si può dunque concludere che i problemi che il cliente incontra nel gestire l'asimmetria informativa nel rapporto con l'intermediario, specie nel caso di clientela *retail*, sono acuite dall'infrequenza delle decisioni di investimento e dalla difficoltà di valutare tempestivamente i risultati conseguiti seguendo la consulenza ricevuta.

La parte forse più interessante del problema, poi, è quella legata ai fattori che stimolano l'*agent* alla disobbedienza. Se si esclude la violazione dei canoni di diligenza⁷⁴, vizio che può caratterizzare qualunque obbligazione che importi un *facere*, il principale problema che sussiste nella

⁶⁹ *Ibidem*, 213.

⁷⁰ Si veda in generale CHOI, *A Framework*, cit. (nt. 46), *passim*, e LLEWELLYN, *The Economic Rationale*, cit. (nt. 15), 11, disponibile su www.fsa.gov.uk (che inquadra la relazione cliente-intermediario nel contesto della teoria dell'*agency*).

⁷¹ H. JACKSON, *The Regulation in a Multi-Sectored Financial Industry: an Exploratory Essay*, in *Washington University Law Quarterly*, 1999, 319.

⁷² Cfr. R. SANDLER, *Medium and Long-Term Retail Savings in the UK. A Review*, Luglio 2012, 4, disponibile su www.hm-treasury.gov.uk, (c.d. Sandler Report).

⁷³ OXERA, *Assessment of the benefits of the FSA suitability letter*, Aprile 2007, 4, disponibile su www.oxera.com. Questa circostanza, inoltre, sconta l'ulteriore complessità di distinguere le cause di un risultato di investimento inferiore alle aspettative, ed in particolare di separare il rischio proprio dell'investimento dalle conseguenze della qualità non ottimale della raccomandazione prestata dall'intermediario.

⁷⁴ Che è sanzionata non solo dalle norme generali del diritto comune in tema di inadempimento di obbligazioni, ma anche da quelle di diritto speciale sulla prestazione di servizi di investimento (artt. 21 ss. t.u.f., che saranno analizzate, per quanto di interesse, nel capitolo III): per l'osservazione che tali criteri sono "in qualche misura ripetitivi di norme di diritto comune" si veda COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit. (nt. 3), 138.

relazione tra intermediario e cliente è quello relativo ai conflitti d'interesse⁷⁵.

Si avverte da subito che l'importanza della questione dei conflitti di interesse (i.e., in termini economici, del disallineamento degli incentivi) è centrale nella disciplina del servizio di consulenza in materia di investimenti. Se infatti si ipotizza che l'intermediario/*agent* abbia motivo di agire in difformità dall'interesse del cliente, forgiando le raccomandazioni personalizzate che indirizza a quest'ultimo su interessi diversi da quelli del cliente/*principal*, si comprende come al problema delle asimmetrie informative – che portava, nell'ipotesi più radicale, al mancato investimento – è stato sostituito da uno ben più insidioso, difficilmente verificabile e trattabile. Il movente dell'intermediario potenzialmente in conflitto con l'interesse del cliente, come è logico, va ritrovato, all'esterno della relazione di *agency*, e può essere ricondotto a rapporti intrattenuti dall'intermediario che si differenziano da quello di consulenza con il cliente sotto il profilo oggettivo o soggettivo.

Dal punto di vista oggettivo, la già menzionata strumentalità del servizio di consulenza è una caratteristica che obbliga ad ampliare il quadro di riferimento, dovendo considerare nel contesto dei rapporti tra cliente ed intermediario non solamente la consulenza, ma anche la prestazione di altri servizi “operativi”⁷⁶ che implicino, a differenza di quella, un investimento di risparmio⁷⁷. Si è già inoltre osservata la contestualità che tipicamente caratterizza la prestazione di questi servizi: si può pertanto cogliere che la prestazione da parte del medesimo intermediario di servizi che implicino il trasferimento di diritti su strumenti finanziari allo stesso cliente al quale ha appena prestato il servizio di consulenza attrae a questo problema quello, più ampio, della distribuzione di prodotti finanziari. Perciò, di fatto, gli incentivi esistenti nella relazione tra cliente ed intermediario finanziario travalicano i limiti del servizio di consulenza, per arrivare a ricomprendere l'intero novero dei servizi prestati al medesimo cliente.

Individuata la strada impiegata dagli interessi estranei al servizio di consulenza per influenzare gli equilibri del rapporto sotteso a quest'ultimo, si può ora procedere quantomeno alla menzione delle relazioni che, dal punto di vista soggettivo, coinvolgono l'intermediario ed altri soggetti al fine di dare un contenuto a tali interessi estranei. Non bisogna dimenticare infatti che l'intermediario tende ad intrattenere rapporti con gli emittenti dei titoli che distribuisce, e che spesso percepisce una retribuzione per il loro

⁷⁵ Per un inquadramento generale si veda KRAUSZ-PAROUS, *Financial advising*, cit. (nt. 17), *passim*.

⁷⁶ Si fa riferimento alla classificazione effettuata al paragrafo 1.

⁷⁷ Cfr. paragrafo 1.

collocamento che dipende dal tipo e dalla quantità del prodotto, dando origine a quello può definirsi il “problema del finanziamento”⁷⁸.

Se la retribuzione non viene corrisposta all’intermediario dal cliente, bisogna dunque segnalare che le modalità tramite le quali gli intermediari (tipicamente “polifunzionali”, che offrono, cioè, numerosi tipi di servizi⁷⁹) vengono remunerati per la distribuzione dei prodotti possono incentivare i medesimi al collocamento di un prodotto piuttosto che un altro. La polifunzionalità ha consentito l’abbinamento della consulenza alla vendita, in senso lato intesa, di altri strumenti o servizi, producendo l’effetto di fare percepire all’intermediario corrispettivi diversi sia da parte dell’emittente (controparte, per esempio, del contratto di collocamento) che da parte del cliente (come *fee*, poniamo, per il servizio di *brokering*). In tale modo la consulenza che a quest’ultimo è stata associata, per un sistema come di vasi comunicanti, viene remunerata dal compenso percepito, a diverso titolo per un servizio diverso, anche da parte di un soggetto diverso. Evidentemente l’impressione ricevuta dal cliente è quella della gratuità della “consulenza” prestata, consulenza che ben può, in concreto, essere finalizzata al soddisfacimento di interessi altri da quelli del cliente, quali la massimizzazione del profitto dell’intermediario – che avviene tramite la realizzazione dei risultati di *budget* che periodicamente è tenuto a rispettare –, che inevitabilmente si ripercuotono sulla possibilità di offrire al cliente un servizio di valore. Questa modalità di percezione del corrispettivo va sotto il nome di “retrocessione delle commissioni”, e consiste, secondo le parole dell’ESMA, nelle somme “che i consulenti finanziari e gli agenti percepiscono dal fornitore del prodotto finanziario quando vendono uno dei loro prodotti. Le commissioni di retrocessione sono normalmente inglobate all’interno dei costi generali del prodotto”⁸⁰. Il riflesso di queste tipologie di remunerazione “alternative”, che sono tecnicamente estranee, ma in pratica incidono sul servizio di consulenza in materia di investimenti, può essere particolarmente forte⁸¹.

Ai fini della presente analisi, e con particolare riguardo alla risoluzione dei problemi originati dai conflitti di interesse, si assume che

⁷⁸ Sui problemi insiti nelle modalità di finanziamento degli intermediari si rimanda a CHOI, *A Framework*, cit. (nt. 46), 5 ss.

⁷⁹ All’aumentare delle dimensioni e dei servizi offerti corrisponde un maggior rischio di conflitti di interesse, e dunque un maggior pericolo per il cliente. Si vedano, rispettivamente, I. WALTER, *Conflicts of Interests and Market Discipline Among Financial Services Firms*, NYU Stern Working Paper Series no. SC-AM-03-08, Ottobre 2003, 9 ss., e MEHRAN, H., STULZ, R., *The Economics of Conflicts of Interest*, cit. (nt. 61), 268 ss., ove ulteriori riferimenti.

⁸⁰ Si veda la pagina del c.d. *investor corner* dedicata a “scoprire i costi e le commissioni”, disponibile sul sito www.esma.europa.eu.

⁸¹ In tema di conflitti di interesse nella prestazione del servizio di consulenza si veda KRAUSZ-PAROUSH, *Financial advising*, cit. (nt. 17), *passim*.

l'obiettivo di allineare gli interessi di investitore/*principal* e intermediario/*agent*, riducendo così il rischio che quest'ultimo non persegua l'interesse del primo, possa essere raggiunto, almeno in parte, tramite l'adozione di norme giuridiche: questo è il convincimento del legislatore dell'Unione Europea⁸², che ha ben chiarito l'intento di intervenire nel rapporto di cui si discute, al fine di facilitare l'accesso degli investitori al mercato⁸³ ed all'aumento – in questo senso – della “qualità” della consulenza⁸⁴.

Il problema aperto, tuttavia, è quello relativo alla quantità e, soprattutto, alla tipologia delle norme giuridiche che devono essere adottate al fine di allineare i menzionati interessi. Per capire quali strategie normative possono essere utilizzate si dovrà procedere ad una ricognizione delle due principali giustificazioni che sono state addotte per legittimare l'intervento del diritto nella relazione tra intermediario e cliente, considerando la loro applicazione specifica all'ambito della consulenza in materia di investimenti, che si fondano su spiegazioni interamente diverse della modalità con le quali vengono assunte le decisioni di investimento. Non si può infatti prescindere, per effettuare l'indagine normativa, dalla conoscenza dei meccanismi di funzionamento della realtà di fatto che si è chiamati a regolare, e dunque dell'analisi del comportamento concreto degli agenti economici⁸⁵.

4. *L'approccio economico neoclassico e la razionalità dell'investitore.*

Il primo passo da compiere al fine di effettuare la necessaria ricognizione delle diverse spiegazioni fornite dalla scienza economica del comportamento degli agenti coinvolti nella relazione di investimento, è sicuramente chiarire il punto di vista dell'economia neoclassica⁸⁶. Tale indagine deve portare alla formulazione di c.d. modelli⁸⁷ che consentono di ricostruire la situazione oggetto di regolamentazione normativa.

⁸² COMMISSIONE EUROPEA, *Servizi finanziari: messa in atto del quadro d'azione per i servizi finanziari*, COM (1999) 2324, 11 maggio 1999, 4 nt. 5.

⁸³ Si vedano i considerando 2 e 3 della direttiva MiFID, che riconoscono rispettivamente l'aumento del numero di investitori che operano sul mercato finanziario e delle tipologie dei relativi servizi, oltre alla loro maggiore dipendenza da raccomandazioni personalizzate.

⁸⁴ CONSOB, *Piano strategico*, cit. (nt. 4), 55.

⁸⁵ ONADO, *Mercati e Intermediari Finanziari*, cit. (nt. 27), 205.

⁸⁶ Il termine è usato in maniera aspecifica, indicando le teorie economiche che fanno perno sulla rilevanza dell'interazione tra domanda ed offerta al fine della determinazione del prezzo dei beni.

⁸⁷ Per usare le parole di un classico, per “modello” si intende “un complesso di ipotesi da cui si traggono delle conclusioni o previsioni: supponiamo ad esempio di volerne formulare uno per il sistema solare. Potremmo in tal caso rappresentare ciascun pianeta con un punto nello spazio ed ipotizzare che si muova conformemente a certe equazioni matematiche.

Assume un ruolo di primo piano in questo ambito innanzitutto la teoria dell'efficienza del mercato dei capitali⁸⁸, il cui contenuto può essere riassunto usando parole semplici: “i prezzi dei beni scambiati sul mercato dei capitali riflettono tutte le informazioni disponibili su di essi”⁸⁹. È sufficiente qui ricordare che la capacità del prezzo di mercato di uno strumento finanziario di includere tutte le informazioni pubblicamente disponibili sull'emittente in condizioni di liquidità è la risultante della frequenza e del valore delle transazioni che a quello strumento sono collegate. La domanda e l'offerta di tale strumento, pertanto, dovrebbero portare il prezzo di mercato a riflettere l'opinione del mercato medesimo sulle prospettive economiche e finanziarie dell'emittente.

Se si focalizza l'attenzione a livello microeconomico, cercando di spiegare – ciò che qui più interessa – gli atteggiamenti dei singoli attori del mercato, si devono considerare ipotesi quali quella delle “aspettative razionali”, che può essere usata, congiuntamente con quella dell’“utilità attesa” ed a quella delle “scelte razionali”, per spiegare la causa della riflessione nei prezzi delle informazioni pubblicamente disponibili.

La prima delle teorie in parola formula un'ipotesi che considera sostanzialmente nulla la possibilità di errori sistematici di previsione da parte degli agenti economici: ciò implica che essi si servono di tutte le informazioni di cui dispongono, e che, a livello aggregato, gli occasionali errori in cui incorrono i singoli non sono significativi⁹⁰. Quanto alla teoria dell'utilità attesa⁹¹, poi, essa afferma che, nell'assumere decisioni, i soggetti

Servendoci di un tale modello potremo prevedere il momento in cui si verificherà un'eclisse”: così E. MANSFIELD, *Microeconomia*, Bologna, Il Mulino, 1975, 20, che rimanda a I. BROSS, *Design for Decision*, New York, MacMillan, 1953, 161 ss. Nel nostro caso, il modello deve descrivere la relazione tra cliente ed intermediario, ed, in particolare, l'atteggiamento del primo nell'assunzione della decisione di investimento, dando almeno qualche indicazione, di conseguenza, sull'influenza che, prevedibilmente, il secondo può esercitare sulla decisione. Come ogni modello, chiaramente, si basa su di una necessaria approssimazione del dato reale, al fine di consentirne la trattabilità: è proprio da tale approssimazione che, come si vedrà nel paragrafo che segue, hanno ingresso le critiche al modello neoclassico.

⁸⁸ Della vasta letteratura è sufficiente richiamare il primo studio in materia: E. FAMA, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1970, 383 ss.

⁸⁹ E. FAMA, *Efficient Capital Markets: II*, in *The Journal of Finance*, 1991, 1575 (traduzione mia).

⁹⁰ Per il primo contributo dedicato allo studio delle aspettative si veda J. MUTH., *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, in *Econometrica*, 1961, 315 ss.; per ulteriori sviluppi si rimanda a RIGHINI, E., *Behavioural Law and Economics*, Milano, Franco Angeli, 2012, 93, nt. 7 (che inserisce l'ipotesi delle aspettative razionali nel più ampio contesto delle teorie economiche tradizionali).

⁹¹ Sulla quale si vedano J. VON NEUMANN-O. MORGENSTERN, *Theory of Games and Economic Behaviour*, Princeton-NJ, PUP, 1953, 8 ss, e, per la nozione di utilità, *ibidem*, 15 ss.

confrontano i valori dell'utilità attesa attribuiti alle diverse opzioni disponibili, moltiplicandoli per la loro probabilità di verificarsi, avendo come obiettivo la massimizzazione dell'utile personale. La teoria delle scelte razionali⁹², infine, individua il concetto di azione razionale nella massimizzazione dell'utile atteso, come se gli agenti economici “avessero piena conoscenza dei dati necessari per [ottenere tale massimizzazione], conoscessero le funzioni di costo e di domanda, calcolassero i costi ed i ricavi marginali di tutte le alternative disponibili e spingessero le varie linee d'azione fino al punto di eguagliare costi e ricavi marginali”⁹³. Tale massimizzazione avviene basandosi sui gusti personali, sui prezzi dei vari beni e sul suo livello di reddito monetario⁹⁴.

La razionalità delle aspettative, il fine della massimizzazione dell'utile e la razionalità delle scelte sono dunque i tre elementi su cui poggia il modello dell'agente razionale: l'*homo economicus*⁹⁵. L'applicazione di questo modello all'investitore è gravida di conseguenze. Ciò infatti implica che, da un lato, ad esso è applicabile il teorema di Bayes⁹⁶, e che quindi quando riceve una nuova informazione aggiusta le sue conoscenze di conseguenza, e dall'altro che effettua scelte coerenti con la teoria dell'utilità attesa soggettiva⁹⁷. Ne risulta, insomma, un soggetto indubbiamente capace, se in possesso di tutte le informazioni necessarie, di effettuare scelte di investimento che possono essere qualificate come razionali e consapevoli⁹⁸.

Questa prospettiva è ben chiara al legislatore nazionale⁹⁹, che a più riprese, nel regolare il rapporto investitore-intermediario, fa riferimento alla

⁹² In quest'ambito, distinguere l'approccio sociologico da quello economico è difficile: sul tema si rimanda a G. BECKER, *The Economic Approach to Human Behavior*, Chicago, UCP, 1976, 3 ss. (che ha avuto il merito di generalizzare le conseguenze della teoria della decisione razionale a situazioni non di mercato).

⁹³ M. FRIEDMAN, *Essays in Positive Economics*, Chicago, UCP, 1953, 21 s. (traduzione mia). La discussione continua con l'esempio del giocatore di biliardo: se interrogato su come colpisce la palla, egli non è consapevole del ragionamento svolto per sferrare il colpo, semplicemente sa dove colpire.

⁹⁴ In questi termini MANSFIELD, *Microeconomia*, cit. (nt. 87), 38.

⁹⁵ J.S. MILL, *On the definition of political economy, and on the method of investigation proper to it*, rist. in *The Collected Works of John Stuart Mill, III - Principles of Political Economy Part II* (1848), 321. Secondo questa definizione, l'uomo, ai fini dell'economia politica, “è un essere che desidera di possedere ricchezza, e che è capace di giudicare e comparare l'efficacia dei mezzi per ottenerla” (traduzione mia).

⁹⁶ Per l'originale presentazione del teorema, formulata dal matematico nel 1763 si veda T. BAYES, *Studies in the History of Probability and Statistics: IX. Thomas Bayes' Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances*, in *Biometrika*, 1958, 296 ss. Per un commento si rimanda a S. STIGLER, *Thomas Bayes' Bayesian Inference*, in *Journal of the Royal Statistic Society*, 1982, A, 250 ss.

⁹⁷ Cfr. VON NEUMANN-MORGENSTERN, *Theory of Games*, cit., (nt. 91).

⁹⁸ Sul significato comunemente attribuibile a questi termini si veda oltre nel testo.

⁹⁹ Anche se, come si vedrà nel prosieguo, il legislatore sconta l'influsso del significato del termine che viene dato all'omonima clausola generale nel nostro ordinamento.

ragionevolezza delle scelte dell'investitore: cinque sono i casi di maggior interesse.

Il primo è quello dell'art. 94, comma 9 t.u.f. che, in materia di responsabilità da prospetto, stabilisce che “la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni *di un investitore ragionevole* grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente”¹⁰⁰.

Più esplicito sul punto è invece l'art. 94, comma 8 t.u.f., che fa riferimento ai “danni subiti dall'investitore che abbia fatto *ragionevole affidamento* sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto”¹⁰¹.

In un altro senso ancora, pur sempre con riferimento all'investitore, ma secondo un costrutto di massimo interesse ai nostri fini è usato l'aggettivo “ragionevole” dall'art. 98-ter, comma 3 t.u.f. Esso prevede, nell'ambito della disciplina dell'offerta al pubblico di quote od azioni di Oicr aperti, che “il documento contenente le informazioni chiave per gli

¹⁰⁰ Corsivo mio. Pare difficile dare portata precettiva all'aggettivo “ragionevole”, perlomeno se si segue la costruzione logico-sintattica dell'enunciato e si concludesse per una tutela esclusiva garantita dall'ordinamento agli investitori “ragionevoli”, arrivando invece ad escludere dall'ambito soggettivo di applicazione della norma tutti gli investitori “irragionevoli”. È preferibile, piuttosto, applicare il canone di ragionevolezza non già alle caratteristiche intrinseche del soggetto – per la verità ben difficili da accertare –, bensì alle caratteristiche della condotta tenuta in concerto dall'investitore nello specifico caso nel quale è stato riposto affidamento in un prospetto d'offerta. Diviene dunque la ragionevolezza non già un criterio distintivo di un investitore rispetto ad un altro, ma piuttosto un metro di valutazione per determinare se l'affidamento riposto in concreto da un particolare investitore sia meritevole o meno di tutela, se raffrontato all'*homo medio eiusdem condicionis et professionis* (per quanto si tratti di un modello sfuggente). Le perplessità circa la formulazione di una simile clausola generale, comunque, sembrano fondate, specialmente se si considera, nel merito della questione, che all'emittente o al collocatore sarà sufficiente provare di aver usato l'ordinaria diligenza ai sensi dell'art. 94, comma 8 t.u.f. al fine di liberarsi dalla responsabilità. Ciò significa che la razionalità dell'investitore non è che un parametro utilizzato per limitare il ricorso a questo tipo di tutela (in ottica deflattiva del contenzioso e di ridurre, nel merito, il rischio di *overcompensation*) e non già metro per valutare la responsabilità dell'emittente o del collocatore. Per un commento si rimanda a C. RUSSO, Sub *art. 94*, in Commentario T.U.F., a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, I, 898 ss. (che individua lo *standard* di diligenza in tema di responsabilità da prospetto con quella professionale); riferisce, invece, il criterio di ragionevolezza all'azione dell'emittente o del collocatore nel verificare la correttezza delle informazioni fornite S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 791 s.

¹⁰¹ Corsivo mio. Qui, come è evidente, la ragionevolezza è più correttamente riferita al comportamento in concreto tenuto dall'investitore, piuttosto che ad un non ben identificato ideale di “investitore razionale” (e, sul punto, cfr. nt. 100). La disciplina della prova della diligenza per la liberazione dell'emittente o del collocatore da responsabilità rimane la medesima.

investitori e il prospetto devono consentire agli investitori di poter *ragionevolmente* comprendere la natura e i rischi dell'investimento proposto e, di conseguenza, effettuare una scelta *consapevole* in merito all'investimento"¹⁰².

Nello stesso senso il vigente Regolamento Intermediari, all'art. 27, comma 2, prevede l'obbligo per gli intermediari di fornire ai clienti informazioni che consentano loro di "*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 decisioni di investimento in maniera *consapevole*".

L'ultimo caso eclatante è quello dell'art. 181, comma 4 t.u.f., che identifica come informazione privilegiata quella che "presumibilmente un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie decisioni di investimento".

Comprensione ragionevole e scelta consapevole sembrano, dunque, concetti legati a doppio filo non solo nella teoria economica, ma anche nella mente e nelle parole del nostro legislatore¹⁰³; vi è di più, poiché il primo è una *condicio sine qua non* del secondo. Pur dovendo presto abbandonare questa digressione, è sufficiente trarre spunto dal significato corrente del termine "consapevole" per effettuare un'ulteriore considerazione: esso presenta un primo livello, che indica chi sa, è informato di qualcosa, ma anche un secondo livello, che contraddistingue chi si rende conto di un fatto, di una situazione. Se ne può dedurre che la consapevolezza della scelta, che l'ultima disposizione menzionata, pone a metro non solo dell'affermazione della responsabilità, ma anche della definizione della fattispecie di prospetto, include un riferimento normativo tangibile a cui ancorare la tesi, più oltre discussa, della forte influenza del paradigma neoclassico dell'investitore razionale sul nostro legislatore¹⁰⁴.

5. (segue) *La tutela strumentale dell'investitore razionale*

Si devono ora analizzare le conseguenze dell'adozione del paradigma dell'investitore razionale.

¹⁰² Corsivo mio.

¹⁰³ E non solo del nostro: per l'adozione dell'approccio neoclassico da parte del legislatore dell'Unione Europea si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Report on non-equities markets transparency pursuant to article 61(5) of Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments (MiFID)*. DG Internal Market and Services Working Document, disponibile su www.europa.eu.

¹⁰⁴ Tra gli altri esempi di uso nel t.u.f. del termine "ragionevole" quale metro per valutare l'operato dell'investitore, si trova l'art. 181, comma 4 (per delimitare la nozione di informazione privilegiata).

La principale di esse si produce sulla giustificazione dell'intervento del diritto nel mercato finanziario in genere, e nella relazione di intermediazione nella specie. L'investitore è un *agent of public policy*, il che significa che la sua tutela viene concepita solamente come servente e strumentale al buon funzionamento del mercato nel suo complesso, al fine di evitarne il fallimento mediante misure di protezione che incentivino gli investitori non già a ritirare i propri investimenti, bensì ad aumentare la diffusione dell'investimento del risparmio nel mercato finanziario¹⁰⁵. Questo approccio è implicito, come è stato osservato¹⁰⁶, in tutto il *Financial Services Action Plan*, ma risulta particolarmente accentuato nella disciplina dei servizi di investimento prevista dalla MiFID, tra i cui obiettivi dichiarati figura quello di ampliare il ricorso al mercato (c.d. *marketing the markets*)¹⁰⁷ così come le opzioni tra cui l'investitore può scegliere sia in termini di prodotti, che di servizi¹⁰⁸.

Da una simile tutela indiretta, secondaria rispetto alla protezione del mercato e strumentale all'irrobustimento di quest'ultimo, consegue necessariamente un intervento del diritto piuttosto sobrio, alla stregua della tradizionale impostazione che lo giustifica solamente ai fini della correzione dei fallimenti del mercato ed a seguito di un attento calcolo di costi e benefici di tale intervento. Nel caso che qui interessa, tale sobrio intervento è finalizzato al riequilibrio dell'asimmetria informativa, di cui si è discusso nel paragrafo precedente. Il riequilibrio è possibile "forzando" la quantità e la qualità delle informazioni disponibili agli investitori, mediante obblighi di trasparenza imposti tanto, nel mercato primario, ad emittenti e collocatori,

¹⁰⁵ Per la correlazione sussistente tra buon funzionamento del mercato dei capitali e protezione dell'investitore si veda EASTERBROOK, F., FISCHER, D., *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *Virginia Law Review*, 1984, 669 ss. e ROMANO, R., *Empowering Investors: a Market Approach to Security Regulation*, in *Yale Law Journal*, 1998, 2359 ss., entrambi citati in N. MOLONEY, *How to Protect Investors. Lessons From the EC and the UK*, Cambridge, CUP, 2010, 47, nt. 21.

¹⁰⁶ Si veda MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 51 s.

¹⁰⁷ Si veda la relazione del comitato ECON del Parlamento Europeo che espressamente afferma: "uno dei nostri obiettivi più importanti consiste nell'ottenere un quadro di riferimento per l'investimento in mercati finanziari che incoraggi il risparmio", e cioè faccia confluire il risparmio sul mercato medesimo: COMMITTEE ON ECONOMIC AND MONETARY AFFAIRS, *Report*, cit. (nt. 4), 92.

¹⁰⁸ Dall'approccio neoclassico (e dalla teorica capacità di valutare le informazioni disponibili in maniera ottimale) consegue come corollario che all'aumentare delle diverse possibilità di investimento aumentano anche le probabilità che l'investitore razionale possa massimizzare la propria utilità attesa. Questa è dunque positivamente correlata alle sue possibilità di scelta.

quanto, nel mercato secondario, agli intermediari che prestano servizi di investimento¹⁰⁹.

A margine, e con un ruolo sicuramente secondario, figura la tecnica – ispirata al medesimo principio di razionalità dell’agire – dell’educazione finanziaria. Essa ha come contenuto la spiegazione del funzionamento degli strumenti e dei servizi finanziari, e ben si inserisce nell’ottica strumentale che si è vista, in quanto consente all’investitore razionale di ridurre l’asimmetria informativa¹¹⁰. L’educazione finanziaria, in questo contesto, ha dunque la finalità di consentire all’investitore di disporre degli strumenti di base che sono necessari al fine di recepire le informazioni a lui indirizzate dal mercato, dagli emittenti e dagli intermediari per compiere poi scelte di investimento “consapevoli”.

La regolamentazione di trasparenza, o *disclosure*, si caratterizza per incidere sul lato della domanda dei servizi di investimento, essendo finalizzato ad integrare le conoscenze dell’investitore: ciò può dirsi nonostante gli obblighi relativi – come è ovvio – gravino sull’intermediario. La giustificazione è semplice. Se si concentra l’attenzione sull’autonomia dell’investitore, che non solo è capace di assumere, ma che tipicamente assume decisioni “razionali” in base al significato visto, sarà sufficiente somministrare lui le informazioni di cui necessita affinché la sua decisione di investimento possa dirsi “consapevole”.

L’introduzione di norme di trasparenza, poi, implica, sotto il profilo dell’analisi dei gruppi di interesse, minor resistenza rispetto a misure che incidono sul lato dell’offerta, data la più debole attività di *lobbying* che gli investitori *retail* – i più interessati dai temi dell’informazione e della razionalità – sono in grado di esercitare rispetto agli intermediari del mercato finanziario¹¹¹.

Emerge quindi un profilo di disciplina che, dal punto di vista dell’investitore, pone un forte accento sulla valutazione individuale del

¹⁰⁹ Per una disamina approfondita della questione, se pur con riferimento alla normativa previgente all’attuazione del *Financial Services Action Plan*, si rimanda ad A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell’investitore*, Milano, Giuffrè, 2003.

¹¹⁰ Cfr. nt 12. Diverso valore ha l’educazione al riconoscimento degli errori cognitivi e delle euristiche, di cui al paragrafo che segue.

¹¹¹ Per una prospettiva di studio dei gruppi di interesse che influenzano la produzione delle norme sulla L. BEBCHUCK-Z. NEEMAN, *Investor Protection and Interest Group Politics*, in *Review of Financial Studies*, 2010, 1089 ss. (che identificano, tra i fattori che possono portare ad un livello sub-ottimale di protezione degli investitori, un’economia che non cresce, dove la capitalizzazione delle società quotate è superiore all’esigenza di capitale delle medesime, un basso numero di elettori ha in portafoglio investimenti nel mercato dei capitali, un basso livello di educazione finanziaria ed una scarsa attenzione, da parte della stampa, ai problemi del mercato finanziario: queste osservazioni – che certamente non devono influenzare la valutazione delle norme in vigore nel nostro paese – non sono tuttavia molto rassicuranti).

rischio, basato sul principio del *caveat emptor*¹¹², ed, in definitiva sulla sua responsabilizzazione¹¹³.

Il servizio di consulenza in materia di investimenti ben può essere letto in quest'ottica: l'investitore razionale, bisognoso di colmare le proprie asimmetrie informative, si reca dall'esperto che potrà diminuire i suoi costi di transazione. L'esperto potrà limitarsi a fornire informazioni – e sarà con ogni probabilità obbligato a farlo – sia sulla natura degli investimenti che consiglia, sia sulla natura e sul funzionamento della sua struttura organizzativa interna¹¹⁴.

6. *L'impostazione comportamentale: l'investitore a razionalità limitata*

Il modello di investitore descritto nel paragrafo precedente rappresenta indubbiamente un'utile semplificazione. Si assume infatti che l'investitore, e dunque il cliente dell'intermediario finanziario, possa elaborare – e generalmente elabori – tutte le informazioni di cui dispone per assumere le proprie decisioni, e che, qualora le informazioni di cui necessita non siano direttamente a lui disponibili le ricerche e, quando il processo risulti troppo costoso, sia disposto a retribuire un soggetto per fornirglielo verso un equo corrispettivo. Questa semplificazione, tuttavia, non è priva di smentite sul campo.

I primi studi sull'imperfezione del ragionamento umano (o, più precisamente, sul suo discostarsi dal modello neoclassico) risalgono alla metà del secolo scorso, ed erano volti ad esplorare le limitazioni delle capacità cognitive dell'uomo di fronte ad una scelta da effettuare in un lasso di tempo ristretto¹¹⁵. Essi concludono per l'impossibilità che, nel caso concreto, si possano effettuare sistematicamente scelte razionali in nel senso sopra visto. Ma la più decisa evoluzione si ritrova nei contributi di psicologia del comportamento¹¹⁶, che hanno dimostrato la presenza di errori

¹¹² J. BLACK, *Involving Consumers in Securities Regulation: Research Study for the Taskforce to Modernise Securities Regulation in Canada*, 15, disponibile su www.lse.ac.uk.

¹¹³ La letteratura in materia è vasta, ma si richiama in particolar modo MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 53 ss.

¹¹⁴ Per una trattazione degli obblighi positivi di trasparenza incombenti sull'intermediario che presta il servizio di consulenza si rimanda al capitolo III, paragrafo 5.4.

¹¹⁵ H. SIMON, *A Behavioral Model of Rational Choice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1955, 99 ss.

¹¹⁶ Per i quali si rimanda a D. KAHNEMAN-A. TWERSKY, *On the Psychology of Prediction*, in *Psychological Review*, 1973, 237 ss. (introducendo l'euristica della rappresentatività e l'*overconfidence*), A. TWERSKY-D. KAHNEMAN, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *Science*, 1974, 1124 ss. (fornendo una prima sistematizzazione di euristiche e *bias* cognitivi) ed a D. KAHNEMAN-A. TWERSKY, *Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk*, in *Econometrica*, 1979, 263 ss. (che elabora una critica compiuta alla teoria dell'utilità attesa e formula, come alternativa, la teoria del prospetto).

sistematici nel ragionamento dell'uomo (c.d. *bias* cognitivi) e di scorciatoie mentali che vengono impiegate quando le informazioni a disposizione per effettuare una scelta non sono sufficienti a fondare un giudizio completo sulle diverse opzioni a disposizione (c.d. euristiche)¹¹⁷. Queste caratteristiche fisiologiche del ragionamento umano, discostandosi dalla teoria dell'utilità attesa, conducono all'adozione di scelte sub-ottimali che sono destinate a diminuire il livello di soddisfazione del soggetto.

Ai fini che qui interessano, quattro sono le distorsioni del comportamento razionale che è opportuno menzionare, proprio perché possono assumere particolare rilevanza nell'ambito dell'investimento del risparmio. La prima è la c.d. *overconfidence*, ossia un eccesso di fiducia nelle proprie capacità che si riflette in un ottimismo ingiustificato per il futuro¹¹⁸. La seconda è l'*hindsight bias*, ossia la tendenza a ritenere eventi già accaduti come più prevedibili di quanto non fossero realmente¹¹⁹. La terza, lo *status quo bias*, implica la preferenza per lo stato di cose attuale, e dunque, a parità di altri fattori, l'avversione al cambiamento¹²⁰. La quarta, infine, è il c.d. *framing effect*, che considera la determinante influenza che la modalità di presentazione dei dati (e più precisamente, il contesto di riferimento nel quale sono inseriti) sortisce sull'opinione di chi la riceve¹²¹.

¹¹⁷ Le principali differenze di approccio tra il modello dell'agente razionale e quello a razionalità limitata sono riconducibili, innanzitutto, alla natura prescrittiva della prima impostazione verso quello descrittivo della seconda: in altre parole, l'economia tradizionale è improntata all'elaborazione di modelli astratti da applicare, mentre la psicologia cognitiva rileva evidenze concrete e tenta di dedurre una giustificazione. In particolare, "in psicologia [...] non iniziamo [uno studio] con alcuna conoscenza circa la percezione che soggetti che decidono hanno della realtà, o dei mezzi che usa per apprezzarla e valutarla. In realtà, noi assumiamo che essi siano notevolmente limitati. [...] Gli economisti[, al contrario,] prendono la funzione di utilità ed i suoi valori come presupposta e data": H. SIMON, *Models of Bounded Rationality Vol. 3. Empirically Grounded Economic Reason*, Cambridge-MA, MIT, 1982, 389 s. Si può concludere che la metodologia economica tradizionale formula modelli prescrittivi, normativi, mentre la psicologia del comportamento tende a descrivere la realtà. L'ultima differenza che si può cogliere, infine, sta nel fatto che la prima osserva il comportamento sociale nel suo complesso, mentre la seconda si concentra su quello individuale. Per un accenno in questo senso si rimanda a RIGHINI, *Behavioural Law and Economics*, cit. (nt. 91), 104.

¹¹⁸ Cfr. C. CAMERER-D. LOVALLO, *Overconfidence and Excess Entry: an Experimental Approach*, in *The American Economic Review*, 1999, 306 ss.

¹¹⁹ Su cui R. GILSON-R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: the Hindsight Bias*, in *Journal of Corporation Law*, 2003, 715 ss. (con particolare riferimento ai riflessi degli studi di finanza comportamentale sulla teoria degli arbitraggi normativi).

¹²⁰ Cfr. C. ANDERSON, *The Psychology of Doing Nothing: Forms of Decision Avoidance Result from Reason and Emotion*, in *Psychological Bulletin*, 2003, 139 ss. (analizzando lo *status quo bias* nel quadro delle strategie di procrastinazione).

¹²¹ W. BAILEY-A. KUMAR-D. NG, *Behavioral Biases of Mutual Fund Investors*, in *Journal of Financial Economics*, 2011, 2.

Gli effetti della progressiva scoperta delle fallacie del ragionamento hanno travalicato l'ambito della psicologia cognitiva, ed hanno prima influenzato la teoria della finanza (c.d. finanza comportamentale¹²²), arrivando poi ad influenzare la stessa analisi economica del diritto (c.d. *behavioural law and economics*¹²³): si dovrà dare dunque conto del loro possibile influsso sulle strategie normative finalizzate al riequilibrio della relazione tra investitore ed intermediario.

7. (segue) *La tutela giuridica diretta dell'investitore irrazionale e i limiti dell'impostazione comportamentale*

Se è dunque vero che “l'*homo economicus*, se non è ancora estinto, è certamente un esemplare molto raro”¹²⁴, bisogna passare ora all'analisi delle conseguenze dell'approccio comportamentale, a riguardo delle quali si possono effettuare quattro osservazioni.

Innanzitutto, se si considera la protezione dell'investitore nel mercato finanziario in generale, e nella prestazione di servizi di investimento in particolare, la prospettiva della tutela del medesimo da se stesso (i.e. dalle proprie limitazioni cognitive) e da chi potrebbe sfruttare le sue debolezze si sposta dall'ottica meramente strumentale della tutela del mercato, a quella direttamente riferibile al suo interesse. Questa visione pare altresì compatibile con la tradizionale tendenza del nostro legislatore alla protezione degli interessi dei soggetti più deboli.

In secondo luogo, quanto alle strategie normative, la prospettiva comportamentale ammonisce circa i pericoli che traggono origine non già da asimmetrie informative, ma da una causa ben più radicata e difficilmente trattabile: un investitore irrazionale il cui comportamento non è prevedibile

¹²² Per un panorama sulla quale v. N. BARBERIS-R. THALER, *A Survey on Behavioral Finance*, NBER Working Paper no. 9222, disponibile su www.nber.com e R. SHILLER, *From Efficient Market Theory to Behavioral Finance*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2003, 83 ss. Per una riflessione in chiave di *policy* si rimanda a N. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di finanza Consob*, n. 66, gennaio 2010, disponibile su www.consob.it.

¹²³ L'enfasi decisamente innovativa di questa corrente di pensiero consiste nell'acquisizione della rivisitata teoria delle scelte (non più, almeno tipicamente, razionali) da parte della disciplina di *law and economics*: in particolare, come questi avanzamenti nella conoscenza del funzionamento del pensiero umano possano essere utilizzati ai fini di migliorare le scelte di politica del diritto: per una trattazione estensiva si rimanda a C. SUNSTEIN, *Behavioral Law and Economics*, Cambridge, CUP, 2000.

¹²⁴ Queste le parole, non prive di sarcasmo, di MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 67, (traduzione mia), richiamando la terminologia impiegata da THALER, R., *From Homo Economicus to Homo Sapiens*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2004, 133 ss.

secondo un unico metodo matematico *standard*¹²⁵. Tra le strategie normative a tutela dell'investitore a razionalità limitata, come è facile intuire, la trasparenza non ricopre un ruolo di rilievo. È necessario, al contrario, imporre stringenti regole di comportamento in capo agli intermediari, affinché essi abbiano un incentivo ad aiutare il cliente a contrastare gli errori cognitivi. Ciò può avvenire specie se gli intermediari ricevono una specifica formazione al riguardo, divenendo in grado di riconoscere gli errori medesimi.

Le regole di comportamento possono riguardare, nello specifico, la qualità del servizio offerto al cliente, obbligando l'intermediario ad effettuare particolari valutazioni od a tenere *standard* di condotta elevati. Inoltre, alle regole di comportamento possono affiancarsi regole c.d. di organizzazione, che impongono all'intermediario di mantenere determinate caratteristiche strutturali. Questo tipo di regole può essere molto utile per ridurre i rischi derivanti da conflitti di interesse, ma come esse interagiscano, sotto questo profilo, con la qualità del servizio prestato al cliente lo si vedrà nel capitolo III. Portate al loro estremo, le regole di organizzazione aventi finalità anti-conflittuale possono tradursi in un divieto categorico in capo all'intermediario di intessere relazioni potenzialmente generatrici di conflitti.

Si può, in maniera ancor più radicale ma parimenti paternalistica, intervenire direttamente sulle tipologie di prodotti che è consentito immettere sul mercato (c.d. *product regulation*), al fine di semplificare il processo decisionale degli investitori; si riduce, in altre parole, l'offerta – o, in alcuni casi addirittura si vieta la commercializzazione – di determinati prodotti finanziari¹²⁶.

In quest'ambito, pertanto, l'educazione finanziaria verrebbe a ricoprire un ruolo diverso, perché differente dovrebbe essere il suo oggetto: si educerebbe l'investitore non tanto a conoscere ed a valutare il contenuto degli strumenti e dei servizi del mercato finanziario, bensì le sue stesse difficoltà cognitive, mettendolo in guardia – in pratica – dalla propria mancanza di razionalità. Diversi anche i soggetti ai quali dovrebbe essere rivolta, poiché non solo gli investitori, ma nemmeno gli intermediari dovrebbero andare esenti dal *debiasing*.

Quello che si è prospettato, dunque, è un intervento rivolto al lato dell'offerta di servizi finanziari, improntato ad una decisa protezione del soggetto debole del rapporto, sotto la forma dell'intervento sui prodotti e sui servizi offerti.

¹²⁵ PARTNOY, *Why Markets Crash and What Law can do About It*, in *University of Pittsburgh Law Review*, 2001, 741 ss.

¹²⁶ R. ROMANO, *A Comment on Information Overload, Cognitive Illusion, and Their Implications for Public Policy*, in *Southern California Law Review*, 1986, 325 (che conclude per l'irragionevolezza di una simile opzione).

Quanto al profilo dell'analisi dei gruppi di interesse, è palese come sia più difficile che una linea di politica legislativa come quella sopra tratteggiata raccolga molti consensi da parte dei soggetti capaci di esercitare un'influenza più consistente¹²⁷.

L'approccio così delineato può facilmente avere conseguenze paternalistiche¹²⁸ rischiando di lasciare poco spazio all'autonomia dell'investitore. Esso presenta, in particolare, il pericolo di deresponsabilizzarlo in maniera eccessiva, essendo difficile delineare il confine tra quello che sono, da un lato, il rischio di mercato ed il rischio inerente allo specifico investimento effettuato (al quale si deve imputare il risultato negativo di un investimento semplicemente sfortunato), e dall'altro il rischio di abuso della superiorità informativa dell'intermediario¹²⁹. Bisogna inoltre notare che, se portata alle sue estreme conseguenze, la teoria della razionalità limitata deve trovare applicazione non solamente all'investitore, ma anche all'intermediario ed al legislatore¹³⁰, e potrebbe essere revocata in dubbio l'autorità di questi soggetti a porre in essere, rispettivamente, azioni o norme giuridiche che possano validamente contrastare tali errori – nonostante sussista il rischio, a questo punto, di cadere in un eccessivo relativismo –.

Si procede dunque ad osservare la centralità di questa impostazione ai fini dell'analisi della consulenza in materia di investimenti, o forse, come sarebbe più corretto, alla centralità della consulenza in materia di investimenti ai fini dell'impostazione. Gli studi in merito, infatti, sono concordi nell'attribuire una sostanziale preminenza al ruolo della consulenza nella protezione dell'investitore quando se ne riconosca la carenza in razionalità¹³¹: in pratica, infatti, l'orientamento del cliente con riferimento alle scelte di investimento può diminuire l'impatto degli errori cognitivi e del coinvolgimento emotivo che deriva dall'impiego del

¹²⁷ Cfr. *supra*, nt. 111.

¹²⁸ LINCiano, *Errori cognitivi*, cit. (nt. 122), 30.

¹²⁹ Il rischio insito nell'interpretazione a favore dell'investitore delle norme vigenti – ed in questo caso di trasparenza – di sfociare in una “copertura assicurativa” da investimento sfortunato è ben esemplificato dalla giurisprudenza sul c.d. “risparmio tradito”. Cfr. PERRONE, A., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o “copertura assicurativa” per investimento sfortunato?*, in *Banca, impresa, società*, 2008, 389 ss.

¹³⁰ S. CHOI, A. PRITCHARD, *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review*, 2003, 1 ss.

¹³¹ Si veda LINCiano, *Errori cognitivi*, cit. (nt. 122), 29 (che segnala come la consulenza in materia di investimenti possa costituire lo strumento tramite il quale ridurre il divario tra scelte osservate e scelte ottimali secondo la teoria classica); ivi richiamato anche KAHNEMAN, D., RIEPE, M., *Aspects of Investor Psychology*, in *Journal of Portfolio Management*, 1998, 52 ss. (che si riferisce al ruolo guida che l'intermediario può svolgere per aiutare l'investitore nel processo decisionale). Sottolinea il punto anche RIGHINI, *Behavioural Law and Economics*, cit. (nt. 91), 136 ss.

risparmio¹³². Ciò implica, tuttavia, che chi fornisce il servizio di consulenza sia informato sui fattori che influenzano i processi decisionali dell'uomo, e di come essi agiscono.

Per questo motivo gli studiosi del settore hanno formulato degli specifici consigli volti all'erogazione di un buon servizio di consulenza. Essi avvertono, in particolare, di guardarsi dall'eccesso di confidenza con il quale valutano o presentano le informazioni, dall'*hindsight bias* nel valutare le informazioni della stampa e la probabilità di verifica degli accadimenti ad essi collegati, e valutare le probabilità sulla base di modelli matematici¹³³.

Altresì sensibile ai fini dell'applicazione delle risultanze della finanza comportamentale è il tema della registrazione da parte dell'intermediario delle caratteristiche del cliente, che presenta diverse insidie specialmente sotto il profilo della corretta percezione delle caratteristiche soggettive del medesimo, quale la propensione al rischio¹³⁴.

Un ultimo aspetto di sicuro interesse è poi l'affidamento che il cliente ripone nell'intermediario, il quale si dimostra spesso, al contrario, troppo pronunciato, rinunciando addirittura ad ogni tipo di autonoma informazione in materia degli investimenti che tratta¹³⁵. Una simile circostanza risulta particolarmente pericolosa, specialmente se combinata con la difficoltà di valutare la prestazione dell'intermediario, causata dall'asimmetria informativa esistente tra questo ed il cliente¹³⁶.

La principale – ed, in verità, difficilmente superabile – obiezione mossa al modello comportamentale è tuttavia molto semplice, giacché si limita a prendere atto dello stato attuale delle ricerche in materia. Affinché l'adozione delle descritte strategie normative possa effettivamente sostituire quelle che sono conseguenza dell'approccio neoclassico, il modello comportamentale dovrebbe assumere un'autonomia ed una completezza strutturale della quale, ad oggi, non dispone. È pacifico, infatti, che il principale contributo della finanza comportamentale sia quello di perfezionare la nostra conoscenza delle istituzioni di mercato piuttosto che presentare un modello interamente nuovo¹³⁷.

¹³² KAHNEMAN, RIEPE, *Aspects of Investor Psychology*, cit. (nt. 131), 52.

¹³³ KAHNEMAN, RIEPE, *Aspects of Investor Psychology*, cit. (nt. 131), 54 ss.

¹³⁴ Si veda RIGHINI, *Behavioural Law and Economics*, cit. (nt. 91), 140 ss.

¹³⁵ BME CONSULTING, *The EU Market for Consumer Long-Term Retail Savings Vehicles*, 15 novembre 2007, 194, disponibile su www.europa.eu. Riferimenti anche in MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 193 s.

¹³⁶ Come si è visto al paragrafo 2.

¹³⁷ Cfr. GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanisms [...] Twenty Years Later*, cit. (nt. 119), e G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *The EU Issuer-Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform*, London, Kluwer, 2011 che afferma: “gli esponenti della finanza comportamentale non sono riusciti, ad oggi, ad elaborare una teoria in grado di spiegare il funzionamento dei mercati meglio dell'ipotesi dell'efficienza del mercato dei capitali” (traduzione mia). Si

Può dunque concludersi che, mentre il vantaggio dell'approccio neoclassico è quello di fornire il modello generalmente applicabile ma che soffre, proprio a causa della sua generalità, di numerose eccezioni, il punto di forza del secondo è confutarlo, correggendone alcune mancanze ma senza, tuttavia, fornire una soluzione alternativa che abbia caratteristiche strutturali autonome. Nella consapevolezza della parzialità dei tentativi di soluzione di questo problema, il legislatore non può che limitarsi a ricercare una combinazione equilibrata delle tecniche normative di pertinenza dei due diversi modelli.

8. *La necessità di un modello misto ed il paradigma della fiducia.*

L'assenza di un unico modello ottimale porta a riflettere sul contemperamento delle caratteristiche di quelli che abbiamo analizzato. Sotto il profilo teorico, come si è detto, avendo osservato le imperfezioni del primo e la mancanza di completezza del secondo, la proposizione di una soluzione completa travalica evidentemente i limiti di questo studio. Come si è detto, infatti, se un intervento esageratamente paternalistico non è privo di rischi, più ragionevole pare effettuare una valutazione degli strumenti giuridici da utilizzare, che vanno considerati nella loro "complementarietà"¹³⁸.

Il primo dato ineludibile da considerare per dare conto della soluzione mediana è quello, oggettivo, della crescente spinta del risparmio verso il mercato¹³⁹, che porta, come è stato osservato in dottrina, all'impossibilità di escludere categoricamente strategie di trasparenza, o, piuttosto, basate sulle regole di condotta¹⁴⁰. Le diverse tecniche normative analizzate, infatti, possono ben essere combinate, senza la necessità di accedere a soluzioni estreme di tipo eccessivamente liberista o paternalista, nell'ottica della tutela della fiducia dell'investitore¹⁴¹. Si dovrà pertanto attuare, per quanto riguarda il servizio di consulenza in materia di investimenti, una soluzione che tenga conto, da un lato dell'importanza della trasparenza per la risoluzione delle asimmetrie informative nell'ottica della responsabilizzazione dell'investitore, e, dall'altro, di norme di comportamento e di organizzazione che possano incentivare l'intermediario

segnala inoltre W. ALLEN, *The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis*, in *Journal of Corporation Law*, 2003, 558

¹³⁸ PERRONE, *Informazione al mercato*, cit. (nt. 109), 33.

¹³⁹ In tema si veda nt. 57.

¹⁴⁰ MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 84 ss.

¹⁴¹ Il concetto di fiducia è oggetto di ricerche estensive: e.g. l'"indice della fiducia finanziaria", disponibile su www.financialtrustindex.org, nonché P. SAPIENZA-A. TOLDRA, L. ZINGALES, *Understanding Trust*, NBER Working Paper, n. 13387, settembre 2007, disponibile su www.nber.org.

a perseguire l'interesse del suo *principal*, ponendo rimedio, contestualmente, alle sue carenze cognitive.

E mi sembra inoltre che le viste concezioni dell'investitore, e le relative strategie normative, si riverberino decisamente sulla relazione intercorrente tra i vari servizi di investimento, ed, in particolare, sul "peso" attribuito a ciascuno di essi dal legislatore. In questo senso, si può affermare che ad una maggiore enfasi sulla regolamentazione della consulenza, quale quella che – come si vedrà – viene sempre più esercitata negli ultimi anni, corrisponda un progressivo abbandono del modello dell'informazione pura, verso interventi più marcati in termini di protezione dell'investitore¹⁴². Un più ampio ruolo della consulenza stessa, in altre parole, diventa uno strumento di tutela degli investitori.

E questa ultima affermazione conduce a ritenere che la fiducia debba essere alla base della relazione tra investitore ed intermediario, nel senso che il primo deve potere confidare che il secondo agisca nel suo interesse. Sotto il profilo più strettamente giuridico, come è stato osservato¹⁴³, detta relazione dovrà potersi inquadrare nello schema del mandato piuttosto che in quello della vendita, e particolare attenzione bisognerà prestare affinché gli intermediari diano alle norme un'attuazione sostanziale e non meramente formale¹⁴⁴. Questa impostazione costituirà una corretta applicazione del principio normativo immanente la disciplina di settore, che si ritrova art. 5, comma 1, lett. a) t.u.f., che include tra gli obiettivi di vigilanza la "salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario". Tale termine, che non compare oggi, nel nostro ordinamento, se non nella menzionata disposizione¹⁴⁵, merita di essere dotato di un'effettiva portata precettiva.

9. Sintesi e conclusioni

Alla luce di queste considerazioni può dirsi delineata la diversa configurazione che il problema del servizio di consulenza presenta a seconda del modello teorico che si prende a riferimento, nonché le strategie normative che da tali diverse impostazioni discendono.

¹⁴² Si veda, in quest'ottica, N. MOLONEY, *Effective Policy Design For the Retail Investment Services Market: Challenges and Choices Post FSAP*, in *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, a cura di G. Ferrarini ed E. Wymeersch, 2006, 431.

¹⁴³ MAFFEIS, *La natura*, cit. (nt. 56).

¹⁴⁴ Questo punto risulta essere, in pratica, molto problematico: già in CONSOB, *Piano Strategico*, cit. (nt. 4), 29 si rimprovera agli intermediari "un approccio formalistico che conduce a disattendere la sostanza e lo spirito delle norme".

¹⁴⁵ Nessuna occorrenza né nel Regolamento Intermediari, né nelle Direttive MiFID di primo e secondo livello oggi in vigore.

Sono stati individuati i tre principali problemi che incidono sulla relazione di consulenza sotto il profilo strutturale: l'asimmetria informativa, il conflitto di interessi e l'irrazionalità degli agenti. Essi costituiscono le caratteristiche del rapporto tra cliente ed intermediario delle quali il legislatore deve tenere conto nel definire e disciplinare la consulenza.

Sono state identificate inoltre le strategie normative che possono essere utilmente impiegate per regolamentare il servizio di consulenza in materia di investimenti sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta del servizio, ossia regole di trasparenza, regole di comportamento ed organizzazione ed addirittura *product regulation*. L'impiego di questi strumenti rispecchia, in un climax ascendente, una visione dell'investitore sempre più lontana dal modello razionale, rispondendo con un intervento sempre più marcato e – si può dire, con termine d'uso storiografico – paternalista.

Si è sottolineato, infine, il ruolo centrale che lo stimolo della fiducia del *principal* nell'*agent* ricopre ai fini del corretto svolgimento del servizio, e non si può non notare che è proprio la fiducia ad essere intimamente collegata alle tre problematiche evidenziate sopra: asimmetria informativa ed irrazionalità degli investitori rendono necessario riporla in soggetti esperti, chiedendo consiglio, mentre i conflitti di interesse possono minarla. Sarà quindi necessario, qualora la normativa in materia di consulenza intenda aumentare la fiducia dei risparmiatori negli intermediari per facilitare l'impiego del loro risparmio, che essa consideri e gestisca adeguatamente questi tre fattori, evitando, in particolare, di spingere i clienti a riporre la propria fiducia in soggetti che siano poi nella posizione di eludere sistematicamente le garanzie poste alla salvaguardia degli interessi dei primi.

Tenendo conto di queste diverse prospettive si ricostruirà dunque l'evoluzione della fattispecie e della disciplina di questo istituto, privilegiando soluzioni interpretative adeguate a tali fini.

Capitolo II

L'EVOLUZIONE DELL'ORDINAMENTO ITALIANO

SOMMARIO: 1. La consulenza tra rapporto, servizio e contratto. – 2. I moventi della disciplina speciale: prima della legge 1/1991. – 3. La consulenza in materia di valori mobiliari nella legge 1/1991. – 3.1. La fattispecie di consulenza. – 3.2. La gestione con preventivo assenso. – 3.3. Soggetti. – 3.4. Regole di organizzazione. – 3.5. Regole di comportamento. – 3.6. Sintesi sulla legge 1/1991. – 4. La direttiva 93/22/CE ed il Decreto Eurosim. – 4.1. La derubricazione della consulenza a servizio accessorio. – 4.2. La gestione con preventivo assenso. – 4.3. Soggetti. – 4.4. Regole di comportamento. – 4.5. Sintesi sul Decreto Eurosim. – 5. Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria. – 6. Sintesi e conclusioni.

1. La consulenza tra rapporto, servizio e contratto.

In questo capitolo si ripercorreranno le diverse fasi dell'evoluzione della disciplina italiana del servizio di consulenza in materia di investimenti, non mancando di formulare osservazioni alla luce delle diverse prospettive e tecniche normative analizzate nel capitolo precedente.

Si deve tenere presente che le regole specialmente dedicate al servizio di consulenza si sono sviluppate in un arco di tempo relativamente breve, di pari passo con l'incremento di complessità dei prodotti e l'aumento della richiesta dei servizi da parte degli investitori. Essa, inoltre, è delineata dal concorso di fattori interni ed esterni al nostro ordinamento giuridico: oltre all'intensa attività normativa del legislatore italiano e delle autorità di vigilanza, numerosi sono stati gli stimoli al cambiamento sia da parte del mercato, italiano ed europeo, che da parte del legislatore europeo, che è intervenuto più volte.

Al fine di inquadrare correttamente l'evoluzione della regolamentazione della consulenza, tuttavia, è necessario tenere presente i tre livelli sui quali il fenomeno si sviluppa, che possono fornire una tassonomia dell'indagine e che saranno utili anche quando si procederà all'inquadramento ed all'analisi della disciplina oggi vigente.

Il primo è quello che si può definire del "rapporto", riferendosi alle modalità concrete secondo le quali la relazione tra intermediario e cliente si svolge, ossia come, in pratica, il consiglio viene (o meno) richiesto, prestato e seguito. A questo livello d'indagine si è riferita gran parte del capitolo precedente, dove si è descritta la consulenza come un rapporto bilaterale tra

intermediario e cliente caratterizzato da forti asimmetrie informative¹⁴⁶, da potenziali conflitti di interesse¹⁴⁷ e da un'incapacità fisiologica del cliente di individuare con precisione il contenuto dell'investimento e la sua adeguatezza al proprio profilo di rischio¹⁴⁸, nonché di valutare efficacemente ed in tempo utile la qualità del servizio che utilizza¹⁴⁹.

Il secondo livello di indagine è quello che concerne le regole speciali previste dal diritto dei mercati finanziari che, in base alla già menzionata peculiare disciplina applicabile, annovera oggi la consulenza tra i "servizi e attività di investimento", in un'ottica essenzialmente giuspubblicistica: può pertanto parlarsi di piano del "servizio" in quanto questo termine, oltre a richiamare le parole dell'ultimo legislatore¹⁵⁰, è dotato di un significato intimamente legato alla tutela ed alla promozione dell'interesse altrui. Esso non solo identifica il novero delle attività riservate ai soggetti abilitati, ma prescrive anche requisiti organizzativi e di condotta che inevitabilmente influiscono sulle modalità di prestazione della consulenza. Questo aspetto costituisce, per importanza, la prima componente normativa dell'istituto, in quanto tiene in considerazione le particolari esigenze che sorgono nel rapporto tra cliente ed intermediario.

Il terzo livello di indagine è quello del contratto, ossia della disciplina codicistica applicabile ai negozi giuridici in genere, e quella speciale dedicata in particolare al contratto di consulenza. Tale disciplina contempera perciò le norme del codice civile applicabili ai singoli rapporti con quelle speciali previste dal t.u.f. Si può già intuire come queste ultime possano essere utilizzate dal legislatore per soddisfare gli interessi e le esigenze di tutela tipiche del contraente "debole", ossia in posizione di asimmetria informativa.

2. *I moventi della disciplina speciale: prima della legge 1/1991.*

Per analizzare l'evoluzione della disciplina specificamente dedicata alla consulenza in materia di investimenti non è necessario risalire al periodo

¹⁴⁶ Concernenti i prodotti oggetto di investimento e gli incentivi ai quali l'intermediario è sottoposto.

¹⁴⁷ Che differiscono a seconda delle caratteristiche strutturali del prodotto offerto e dell'intermediario che eroga il servizio nonché delle modalità di remunerazione del medesimo.

¹⁴⁸ Che costituisce la ragione stessa del ricorso al servizio e che è proporzionale al grado di esperienza e competenza del cliente.

¹⁴⁹ Rischiando di rendere inoperanti i meccanismi di mercato a salvaguardia della qualità del servizio.

¹⁵⁰ Come si vedrà (paragrafo 3) il legislatore, riferendosi alla consulenza, non ha abbandonato l'uso del termine "servizio" sin dall'introduzione della sua prima disciplina speciale, nonostante la locuzione che contraddistingue le attività svolte dagli intermediari sia stata oggetto di frequenti modifiche (cfr. nt. 3).

anteriore al 4 gennaio 1991¹⁵¹. In quella data, infatti, fu promulgata la legge n. 1¹⁵², contenente la prima normativa organica riferibile all'attività di intermediazione mobiliare, che attribuiva un'inedita esplicita rilevanza al servizio di consulenza. Al fine di comprendere a pieno le ragioni e gli indirizzi di tali sviluppi, tuttavia, è opportuno non ignorare quanto avvenuto prima. Ciò, come si vedrà, è importante per quanto riguarda la corretta ricostruzione del rapporto e delle esigenze di tutela ad esso sottostanti. Quali sono le ragioni prime che hanno reso necessaria una disciplina specifica del servizio di consulenza?

Bisogna premettere che il regime giuridico proprio del nostro mercato mobiliare dall'unità d'Italia alla fine degli anni settanta del secolo scorso fu limitato alla disciplina della borsa¹⁵³, e l'agente di cambio fu il protagonista egemone delle negoziazioni che ivi avevano luogo¹⁵⁴. Essendo questa

¹⁵¹ Questa è infatti la scelta operata dagli autori dei principali e più recenti studi in materia, tra cui si ricordano F. PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e E. Lener, Torino, Utet, 2011, 1021; ID., *Consulenza in materia di investimenti*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, 183; M. DE MARI, *La "nuova" consulenza*, cit. (nt. 18), 159; SCIARRONE ALIBRANDI, *La "consulenza in materia di investimenti"*, cit. (nt. 18), 74; D. BUONOMO, *L'attività personalizzata di consulenza in strumenti finanziari quale attività riservata*, in *Studi per Franco Di Sabato. Diritto dell'economia*, I, ESI, Napoli, 2009, 113.

¹⁵² L. 2 gennaio 1991, n. 1, recante la disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari. Per un'analisi delle disposizioni relative alla consulenza in materia di investimenti (*rectius*, valori mobiliari) ivi contenute si rimanda al paragrafo 3.

¹⁵³ La dottrina aveva già notato come, prima della l. 1/1991, fosse la stessa nozione di mercato finanziario ad essere incerta: A. NIGRO, *Intermediari finanziari: problemi e prospettive di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, I, 489 s., mentre per una valutazione dell'autonomia del medesimo rispetto al mercato bancario R. COSTI, *Mercato finanziario e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1989, 321 ss. Sul valore della locuzione "intermediazione finanziaria" si rimanda a M. CERA, *Le società di intermediazione mobiliare*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G. B. Portale, Torino, Utet, 1993, 10*, 3 ss.

¹⁵⁴ Osservando la regolamentazione del mercato mobiliare dall'unità d'Italia al 1913, si nota come essa non abbia conosciuto uno sviluppo lineare. Non è questa, ovviamente, la sede per un'analisi approfondita dei molteplici aspetti di tale evoluzione, ma è tuttavia utile un conciso riepilogo delle sue fasi principali. Il codice di commercio del 1865, nel recepire il modello francese di borsa valori, stabiliva che gli agenti di cambio fossero "pubblici mediatori" (art. 33) nominati per decreto reale (art. 37, comma 3) in quanto dediti ad una specie particolarmente "delicata" di mediazione (cfr. *Relazione sul Codice di Commercio del Ministro di Grazia e Giustizia*, in *Il Codice di Commercio del Regno d'Italia*, Milano, Borroni, 1865, 9) e, quanto qui più rileva, che essi non potessero né operare in proprio (ai sensi dell'art. 53, comma 1), né "interessarsi [...] in alcuna impresa commerciale" (artt. 53, comma 2). Di particolare interesse il disposto dell'art. 46, comma 2, che obbligava l'agente di cambio a "dare alle parti, su loro richiesta, una copia del contratto da essi firmata, nei termini medesimi in cui fu posto a registro", stabilendo così il primo antecedente storico dei

l'unica categoria di soggetti ammessa al recinto delle grida, la disciplina speciale che vi si applicava era sostanzialmente insensibile alle attività che non avessero un riflesso diretto sulla negoziazione di titoli ammessi ai listini¹⁵⁵, e trascurava l'attività di consiglio e suggerimento che si accompagnava alla ricezione degli ordini¹⁵⁶. Pur non disconoscendosene l'esistenza, essa era percepita come fisiologicamente parte del vincolo

moderni obblighi di trasparenza. Il regime fortemente restrittivo a cui gli agenti di cambio erano sottoposti portò presto ad un "facile compromesso" tra questi ultimi ed i banchieri (sono le parole di COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., (nt. 3)): non essendo previsto alcun obbligo di concentrazione delle negoziazioni in borsa, la negoziazione delle operazioni più rilevanti avveniva al di fuori di essa (ed era fatto noto: si veda l'istruttiva relazione della commissione Villapernice nei lavori preparatori al codice di commercio del 1882, in *Lavori preparatori del Codice di Commercio del Regno d'Italia*, I, 2, Roma, Ripamonti, 1883, 15, ove si legge che "anche in Italia, la maggior parte dei contratti [...] avvengono al di fuori della borsa. Siamo quindi pienamente convinti che i corsi dei prezzi di questi negozi non possano riescir veritieri ed esatti, qualora si determinino dalle sole operazioni concluse in borsa"), per poi essere solo formalmente conclusa in borsa. Un netto mutamento di prospettiva ebbe luogo con l'emanazione del codice di commercio del 1882, ed in particolare del suo regolamento attuativo, il r.d. 27 dicembre 1882, n. 1139. Quest'ultimo, nelle disposizioni dedicate alla borsa (artt. 13-50) applicava agli agenti di cambio la disciplina dell'imprenditore commerciale, perdendo così gran parte della connotazione pubblicistica che li caratterizzava. Tali disposizioni, unitamente alle diverse discipline locali previste per le singole borse, consentirono un incremento degli investimenti in borsa trovando un apice nei primi anni del novecento. A seguito della crisi finanziaria del 1907 (su cui si veda F. BONELLI, *La crisi del 1907: una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, Einaudi, 1971) fu promulgata la l. 30 marzo 1913, che costituì la rigida reazione dell'ordinamento a tali vicende (il cui art. 47 qualificava come atti di commercio le operazioni di borsa) ma conservò la condizione di privilegio degli agenti di cambio quanto alle negoziazioni in borsa. Tale condizione fu accentuata ulteriormente con il r.d.l. 7 marzo 1925, n. 222 (che "chiudeva" il ruolo degli agenti di cambio): su queste vicende si vedano, in particolare, L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il rapporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di A. Cicu e F. Messineo, XXXV, 2, Milano, Giuffrè, 1969, A. SERRA, *Voce "Agenti di cambio"*, in *Enciclopedia Giuridica*, 1988, 1 ss. Questo primo periodo è pertanto caratterizzato da un andamento non lineare della regolamentazione, che è iniziata all'insegna di un regime rigido e di una competenza esclusiva degli agenti di cambio limitata alle operazioni di borsa, per aprirsi gradualmente ad un'ottica più marcatamente commerciale con l'aumento delle competenze degli intermediari ed una relativa liberalizzazione della loro attività e, ciò che è più rilevante, l'esclusivo interesse della disciplina per le operazioni di borsa e l'assenza di una regolamentazione formale del servizio di consulenza. A seguito della crisi del 1907, la l. 20 marzo 1913, n. 272 portava la borsa nuovamente verso un modello pubblicistico, il cui impianto resisterà per più di settant'anni, ma il cui atteggiamento nei confronti della consulenza finanziaria non sarebbe mutato sostanzialmente.

¹⁵⁵ Secondo quanto già osservato nel capitolo I, paragrafo 1.

¹⁵⁶ Del rapporto di strumentalità tra attività di consulenza ed attività di investimento si è già detto (cfr. capitolo I, paragrafo 1) e si dirà più oltre in questo paragrafo.

fiduciario che legava il cliente al proprio agente¹⁵⁷ in tutte le attività relative all'esecuzione degli ordini di borsa¹⁵⁸. Sotto il profilo della disciplina, pertanto, l'eventuale consiglio prestato al cliente era lasciato al diritto comune dei contratti, e non suscitò – almeno in questo primo periodo – l'attenzione della dottrina¹⁵⁹: essa si era concentrata, piuttosto, sulla riconducibilità dell'operato dell'agente allo schema della mediazione o della commissione¹⁶⁰, nonché sulla possibilità di qualificarlo come professionista intellettuale o come imprenditore¹⁶¹. Ciò che emerge chiaramente, comunque, è che l'attività dell'agente di cambio avesse una struttura relativamente semplice, dalla quale deriva la conseguente scarsa enfasi,

¹⁵⁷ Per cenni sulla relazione fiduciaria che avvince cliente ed agente di cambio si veda, tra i tanti, M. CASANOVA, *Voce "Agente di cambio"*, in *Enc. dir.*, Milano, Giuffrè, 1958, 850 ss. In particolare "un intenso rapporto fiduciario lega il cliente, sovente abituale, al suo agente di cambio; rapporto che si alimenta dall'opinione che egli ha dei requisiti morali ed intellettuali del professionista, al quale si rivolge, come a proprio, fedele ed esperto consigliere ed ausiliario finanziario ed economico. Nell'agente di cambio, il cliente ricerca la guida retta e sapiente per la speculazione oculata e vantaggiosa, fatta al momento giusto, o per l'investimento, saggio ed accorto, dei propri capitali": queste digressioni, strumentali alla soluzione del problema dell'individuazione delle forme negoziali alla stregua delle quali qualificare l'attività degli agenti di cambio (su cui *infra* nt. 160), sono utili perché testimoniano che alla carenza di disciplina non si accompagnava l'ignoranza del legame fiduciario che legava cliente ed intermediario, più semplicemente, non era percepita una corrispondente esigenza di tutela diffusa che, come si vedrà *infra* nel testo, non emergerà che dopo qualche tempo.

¹⁵⁸ L'ordine di borsa era disciplinato principalmente dalle raccolte degli usi di borsa, e si vedano C.E. BALOSSINI-C. COLTRO CAMPI, *Gli usi di banca, di borsa e di leasing*², Milano, Giuffrè, 1980.

¹⁵⁹ Cfr. A. POMELLI, *Sub art. 201*, in *Commentario TUF*, a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, II, 1913 ss.

¹⁶⁰ Nel senso della mediazione era l'opinione tradizionale della dottrina maggioritaria e, per tutti, A. SERRA, *cit.* (nt. 154), 8 ss.; la giurisprudenza della Suprema Corte, poi, ne escludeva la natura di commissione, di mediazione e di mandato, preferendo qualificarlo come contratto atipico, disciplinata dagli usi di borsa che costituiscono, all'occasione, usi giuridici *praeter legem*: Cass. 23 dicembre 1977, n. 5724, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1978, II, 129 ss., con nota critica di C. COLTRO CAMPI.

¹⁶¹ Due sul tema erano le posizioni della dottrina: la prima, minoritaria, qualificava l'agente di cambio come professionista intellettuale, valorizzando elementi quali l'incompatibilità della qualità di pubblico ufficiale con quella di imprenditore (G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*⁴, Torino, Utet, 1974, 494), in ragione del contenuto della prestazione che eroga (M. ROTONDI, *La borsa valori e i suoi organi*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, 424). La dottrina maggioritaria, tuttavia, preferiva attribuire all'agente di cambio la qualità di imprenditore, in particolare negando che la qualità di pubblico ufficiale incidesse in alcun modo sul contenuto dell'attività (T. ASCARELLI, *Qualifica di imprenditore e fallimento dell'agente di cambio; legge sulle locazioni*, in *Problemi giuridici*, II, Milano, Giuffrè, 1959, 728) e sottolineando la compatibilità del contenuto intellettuale dell'attività con l'organizzazione *ex art. 2082 c.c.* (M. CASANOVA, *cit.*, (nt. 157) 857 ss.). La rilevanza del problema è scemata con la disciplina introdotta dalla l. 1/1991, su cui *infra*.

normativa e fattuale, sul requisito dell'organizzazione¹⁶². All'attività di negoziazione degli agenti di cambio si affiancava quella delle banche, le quali, pur svolgendo un ruolo pratico importante nell'intermediazione¹⁶³, ancora dedicavano all'attività di consulenza un'attenzione non tale da manifestare specifiche esigenze di tutela¹⁶⁴: questa tendenza è confermata fino agli anni '60 dall'assenza di qualsivoglia riferimento all'attività di consulenza nel progetto di riforma delle borse valori del 1968¹⁶⁵.

Dagli anni settanta del novecento, tuttavia, l'assetto del mercato dell'intermediazione nel nostro paese mutò significativamente. La crisi energetica del 1973 innescò quelli che appaiono essere i due fattori che originarono la necessità di prevedere un regime giuridico speciale per i servizi di investimento non direttamente collegati alle operazioni borsistiche, nell'ottica della protezione dell'investitore.

Si tratta *in primis* del sempre più frequente ricorso all'appello diretto al pubblico dei risparmiatori, che diede l'impulso per la creazione dei moderni mercati di massa¹⁶⁶. Con la diffusione dell'investimento mobiliare, infatti, andavano differenziandosi i termini dell'offerta d'investimento, che intendeva soddisfare una domanda maggiormente variegata: in un momento di "torpore" del mercato mobiliare¹⁶⁷ si iniziarono a negoziare

¹⁶² L'organizzazione, come si vedrà nel paragrafo che segue, sarà invece una caratteristica essenziale per le SIM: per un confronto tra struttura organizzativa degli agenti di cambio e delle SIM cfr. F. ANNUNZIATA, *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, 634 ss.

¹⁶³ Sulla concorrenza tra banche ed agenti di cambio anche M. CERA, cit. (nt. 154), 11.

¹⁶⁴ La gran parte degli istituti di credito, infatti, svolgeva più che altro un'attività di "raccolta di ordini[,] mentre solo poche banche [offrivano] servizi di consulenza e gestione": S. GRILLO, *Il nuovo ordinamento della borsa valori*, Milano, Pirola, 1991, 20; ciò è confermato anche dall'indagine parlamentare del 1989: "fino agli anni più recenti, comunque, solo un numero ristrettissimo di banche era in grado di offrire servizi di consulenza o di gestione": CAMERA DEI DEPUTATI, *Indagine parlamentare e conoscitiva sull'evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario. Documento conclusivo pubblicato nella seduta del 29 luglio 1988*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1989, II, 51.

¹⁶⁵ Si tratta dello *Schema di disegno di legge sulla riforma delle Borse Valori*, in *Riv. soc.* 1968, 942 ss., nella versione definitiva redatta dalla commissione di studio istituita con decreto ministeriale 3 luglio 1965. Tale proposta pur essendo ancora fortemente incentrata sulla figura dell'agente di cambio, presenta un impianto sostanzioso (100 articoli) e costituisce l'unico tentativo sistematico di risistemazione della materia fino alla l. 1/1991.

¹⁶⁶ Una lucida descrizione dello scenario emerge dall'indagine conoscitiva della Camera dei Deputati: CAMERA DEI DEPUTATI, *Indagine parlamentare*, cit. (nt.164), 50 ss. La relazione sottolinea l'assenza, fino ad allora, di una disciplina che non fosse di "mera stabilità finanziaria", tralasciando le regole di comportamento (*ibidem*, 51).

¹⁶⁷ Sono le parole di G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, 10, **, Torino, Utet, 1993, 3 ss.

correntemente titoli atipici e contratti derivati¹⁶⁸. Tale differenziazione complicava la scelta di investimento¹⁶⁹ e stimolava, conseguentemente, la richiesta di servizi ulteriori rispetto alla semplice negoziazione di titoli ed, in particolare, all'esecuzione di ordini¹⁷⁰. Per far fronte a questa domanda, gli intermediari iniziarono ad organizzarsi in modo da svolgere più di una attività, tendendo ad assumere caratteristiche di polifunzionalità¹⁷¹; nacquero e si svilupparono nuovi soggetti che fornivano diversi servizi di investimento¹⁷², ed in particolare le società commissionarie di borsa che iniziarono ad assumere le caratteristiche tipiche di quelle che poi diventeranno le SIM¹⁷³.

A questi sviluppi deve essere ricondotto il sorgere dell'esigenza di protezione degli investitori che originerà la disciplina dei servizi di investimento, divenendo il movente principale dell'aumento della richiesta

¹⁶⁸ Sui quali B. BIANCHI-R. MARCELLI-V. MEZZACAPO, *Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria con emissione di titoli atipici: forme, dimensioni e disciplina*, 1982, in *Riv. soc.*, 1982, 1256 ss. e L. GUGLIELMUCCI-C. MAGNANI-P.M. JOVENITTI, *I certificati di partecipazione. Profili civilistici, tributari, negoziali*, Milano, Giuffrè, 1981.

¹⁶⁹ Nei commenti a margine della legge dell'83 non sono infrequenti cenni alla crescente diversificazione (e dunque, dal punto di vista dell'investitore, complicazione) dell'offerta (o della scelta) d'investimento, tanto da fare affermare che "ha un grosso futuro in Italia la professione di Consulente Finanziario": G. PALLADINO, *Fondi comuni mobiliari. Guida pratica per risparmiatori, banche, società di assicurazione e consulenti finanziari*⁴, Roma, Buffetti, 1986, 112.

¹⁷⁰ Infatti il pubblico "di fronte a prodotto e mercati sofisticati manifesta non solo una domanda di titoli, quanto di servizi di assistenza (consulenza e gestione), i quali a loro volta fanno nascere nuove esigenze di tutela dei risparmiatori": CAMERA DEI DEPUTATI, *Indagine parlamentare*, cit. (n. 166), 51.

¹⁷¹ La dottrina osservava infatti che "tutti [facevano] tutto ed anche «di tutto!»" F. CAVAZZUTI, *Conflitti di interessi e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca, impresa, società*, 1989, 361; accennava al problema in termini di "sovrapporsi disordinato di funzioni e ruoli" G. VISENTINI, *Relazione di sintesi per i profili giuridici*, in *Ricerca sulle trasformazioni del sistema finanziario italiano: innovazione e deregolamentazione*, Roma, Ceradi, 1989, I, 38.

¹⁷² Tra i quali si ricordano i c.d. intermediari finanziari non bancari, che potevano avere natura creditizia (come le società di *leasing* o di *factoring*) o prestare solo altri servizi finanziari. Per riferimenti si rimanda a A. FERRARI, *Gli intermediari finanziari non bancari*, Milano, Franco Angeli, 1978, R. COSTI, *Sulla intermediazione finanziaria non bancaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, 129 ss. e, recentemente, E. DIA, *Il credito e l'evoluzione degli intermediari bancari*, Pavia, Biblioteca delle scienze, 2010.

¹⁷³ Le società commissionarie di borsa erano disciplinate dal regolamento approvato con delibera Consob 23 febbraio 1988, n. 3267 (pubblicato in *Boll. Consob, ed. speciale*, 14 marzo 1988), che, in soli quindici articoli, disciplinava le caratteristiche e gli obblighi di comunicazione alla Consob delle commissionarie, senza alcun riferimento all'attività di consulenza. Per l'importanza delle società commissionarie di borsa nella transizione verso l'intermediario polifunzionale si veda F. CAVAZZUTI, *Conflitti di interessi*, cit. (nt. 171), 367.

di servizi diversi dalla negoziazione ed, in particolare, della consulenza¹⁷⁴. Aumentava infatti il numero di soggetti in posizione di asimmetria informativa, potenzialmente interessati al servizio di consulenza ma esposti e vulnerabili ai pericoli sottesi alle attività dei nuovi intermediari. A seguito del descritto incremento nella domanda dei servizi, iniziò a manifestarsi la sopravvenuta insufficienza del diritto comune alla regolamentazione di sì peculiari istanze, alla quale il legislatore rispose con la l. 216/1974¹⁷⁵ che istituiva la Consob e disciplinava le società quotate. Non si usciva, è vero, dal seminato della borsa¹⁷⁶, ma si iniziavano a delineare i tratti dell'ordinamento nuovo, nel quale il ruolo cardine era dato alla vigilanza e, soprattutto, alla trasparenza¹⁷⁷.

Il culmine di questo processo evolutivo fu raggiunto con l'emanazione della legge 23 marzo 1983, n. 77 sull'istituzione e disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare¹⁷⁸, ma questi interventi, per quanto a

¹⁷⁴ Vi era, inoltre, un terzo fattore non trascurabile che contribuì alla creazione di una consistente domanda di servizi extraborsistici, ossia il repentino progresso tecnologico. La diminuzione dei tempi necessari per trasmettere e registrare le informazioni relative agli ordini, infatti, non ha avuto solamente l'effetto di aumentare il ritmo delle negoziazioni e migliorare l'accuratezza dei prezzi, ma anche quello di coinvolgere più intensamente il pubblico dei risparmiatori e, con essi, la necessità di un consiglio d'esperto. Tracce degli effetti del consistente progresso tecnologico di quegli anni si rinvengono anche nei toni con cui la Consob, nella sua proposta di riforma, trattava il tema: CONSOB, *Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*, 30 aprile 1987, in *Quadrimestre*, 1987, 779.

¹⁷⁵ Che convertiva in legge, modificandolo, il d.l. 8 aprile 1974, n. 95, recante disposizioni relative al mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari. L'istituzione della Consob “segna il momento di superamento di un'impostazione fondata sull'autotutela dell'azionista e su una contrattazione libera da vincoli nella quale i risparmiatori venivano lasciati privi di difesa di fronte al pericolo di speculatori senza scrupoli”: F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, 45.

¹⁷⁶ P. MARCHETTI, *La costruzione di una disciplina organica del mercato mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1985, I, 242, che continuò ad “identificare il mercato mobiliare con un suo segmento, vale a dire con la borsa”.

¹⁷⁷ Per un'analisi puntuale degli obblighi informativi imposti dalla legge 216 si veda G. SENA, *La legge 7 giugno 1971 n. 216 e gli obblighi delle società quotate in borsa: l'obbligo di informazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1975, 15 ss. Il riferimento dell'autore alla “cosiddetta informazione o, come pure si dice, [a]i cosiddetti obblighi di informativa” (in corsivo nell'originale) denota la poca familiarità di allora con una categoria oggi entrata nel lessico corrente del giurista. Una prima discussione delle norme introdotte con la riforma si trova in AA.VV., *La riforma-stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori: atti del seminario promosso dalla facoltà di economia e commercio dell'Università Cattolica del Sacro Cuore e dall'Associazione per lo sviluppo degli studi di Banca e Borsa. Milano, 11-13 novembre 1974*, Milano, Vita e pensiero, 1975.

¹⁷⁸ Tramite la legge 77 il nostro legislatore dava finalmente riconoscimento giuridico a questo tipo di investitore istituzionale, avventurandosi in maniera più decisa al di fuori del perimetro borsistico e per i quali, in generale, si rimanda a R. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1984, I, 273 ss. ed ID.,

lungo attesi e salutati con favore¹⁷⁹, rimanevano settoriali. Si iniziò pertanto a considerare l'introduzione di una disciplina organica finalizzata, da un lato, a proteggere gli investitori dal pregiudizio che poteva discendere dalla complessità dei prodotti ai quali ora potevano accedere, e, dall'altro, a riorganizzare il funzionamento dei mercati¹⁸⁰.

Negli anni ottanta la dottrina manifestò chiaramente la necessità di completare la regolamentazione, fino ad allora frammentaria, del mercato mobiliare, suggerendo una più compiuta disciplina degli intermediari. Rilevava, in particolare, la mancanza di una disciplina del rapporto cliente-intermediario indipendente dal collocamento¹⁸¹, e si riconosceva una particolare sensibilità ai temi legati all'informazione¹⁸² ed alle qualità del soggetto che doveva riceverle¹⁸³. I problemi posti da queste tematiche venivano poi risolti *de jure condito* impiegando gli strumenti della responsabilità da inadempimento: in particolare si usavano le norme sulla mediazione (art. 1759, comma 1 c.c.) o sul mandato (il combinato disposto degli artt. 1710, comma 2 e 1711, comma 2 c.c.)¹⁸⁴ a seconda di come si qualificasse il rapporto tra intermediario e cliente¹⁸⁵, nonché la disciplina della responsabilità precontrattuale. Già si sottolineava, comunque, l'importanza di imporre agli intermediari specifici obblighi di

Risparmio gestito e governo societario, in *Giur. Comm.*, 1998, I, 313 ss., e A. MAFFEI ALBERTI, *Nota introduttiva al commentario della l. 23 marzo 1983, n. 77 (istituzione della disciplina dei fondi comuni d'investimento)*, in *NLCC*, 1984, 380 ss.

¹⁷⁹ P. MARCHETTI, *La costruzione*, cit. (nt. 176), 242; individua chiaramente l'attenzione che la legge presta alle regole di trasparenza piuttosto che a quelle di stabilità G. VISENTINI, *La vigilanza sulle attività finanziarie. Appunti per un'ipotesi di disciplina organica dell'attività di intermediazione finanziaria*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1987, I, 30.

¹⁸⁰ E questa sarà la struttura della l. 1/1991, di cui al paragrafo seguente.

¹⁸¹ G.B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, 3, e F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica*, cit. (nt. 175), 24 ss., specialmente 25 (ribadendo la rilevanza della classica distinzione tra risparmio consapevole ed inconsapevole e la centralità della regolamentazione degli intermediari).

¹⁸² Tra i tanti, si vedano G.B. PORTALE, *Informazione societaria*, cit. (nt. 181), 3 ss. (che si poneva il problema dell'insufficienza della disciplina del comportamento e della responsabilità degli intermediari, che allora considerava solamente il collocamento, rimarcando il ruolo centrale dell'informazione); G. VISENTINI, *La vigilanza sulle attività finanziarie*, cit. (nt. 179), 24 ss. (che, sottolineando l'importanza della tutela del risparmiatore, evidenzia che questo "deve essere reso edotto, nei limiti del possibile, della natura del suo investimento": sembrava riconoscere – pur senza renderlo esplicito – che anche la strategia dell'informazione soffrisse di limiti).

¹⁸³ P. ABBADESSA, *Diffusione dell'informazione e doveri dell'intermediario finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, I, 308 (discutendo l'importanza delle modalità con cui l'informazione viene fornita e l'effetto che essa deve avere sul cliente, ossia essere comprensibile; rimarca inoltre la differenza intercorrente tra informazione pura e consiglio, in quanto la seconda richiede la conoscenza approfondita del cliente).

¹⁸⁴ Ancora P. ABBADESSA, *Diffusione dell'informazione*, cit. (nt. 183), 312.

¹⁸⁵ E, per il dibattito relativo, si rimanda *supra* nel testo ed, in particolare, a nota 161.

comportamento¹⁸⁶. Il processo di ammodernamento normativo si giovò di diverse indagini parlamentari¹⁸⁷, e risentì non poco della spinta verso l'innovazione e l'armonizzazione della disciplina dei servizi finanziari proveniente dalla Comunità europea. Sortirono effetti in questo senso innanzitutto il codice di condotta concernente le transazioni su valori mobiliari del 1977¹⁸⁸. Nell'ottica più generale della creazione del mercato

¹⁸⁶ Ai fini della tutela dell'investitore *uti singulus*: P. ABBADESSA, *Diffusione dell'informazione*, cit. (nt. 184), 304.

¹⁸⁷ Tra le indagini parlamentari che si occuparono della nostra borsa in quegli anni si ricordano l'indagine conoscitiva sul funzionamento delle borse valori in Italia degli anni 1976/1977, conclusasi con un documento di indirizzo politico che indicava gli obiettivi da perseguire, e l'indagine conoscitiva svolta dalla Commissione Finanze e Tesoro della Camera dei Deputati relativa all'"evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario" (c.d. indagine sulla intermediazione finanziaria non bancaria), decisa nella seduta del 12 giugno 1986 (schema di documento conclusivo approvato dalla Commissione nella seduta plenaria del 28 luglio 1988), alle quali si devono aggiungere le due indagini conoscitive del Senato sul mercato mobiliare negli Stati Uniti, nell'aprile 1986 e nel gennaio 1988. L'opzione per una riforma organica della disciplina del mercato mobiliare, tuttavia, faceva fatica ad affermarsi: E. BERLANDA, *Commento alla legge sull'intermediazione mobiliare*, in D. Viani, E. Zanelli, *Sim. Società di intermediazione mobiliare (Legge 2 gennaio 1991, n. 1)*, Trieste, Ergon, 1991, XVI.

¹⁸⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione del 25 luglio 1977 di un codice di condotta europeo concernente le transazioni sui valori mobiliari*, 77/534/CEE, pubblicata in *G.U.C.E.* n. L 212, 20 agosto 1977, 37 ss. E su questo documento pare opportuno spendere qualche parola. I suoi obiettivi, innanzitutto, possono oggi parere quasi ingenui: creare "un'etica comune" (punto n. 4 della relazione di accompagnamento) e stimolare "comportamenti leali" nei mercati europei ("obiettivo fondamentale" specificato in apertura del codice, considerato un pre-requisito per il successo della futura armonizzazione). Quanto ai contenuti, poi, il codice prevedeva innanzitutto un principio di prevalenza della sostanza sulla forma, espresso nei termini di "rispetto non soltanto della lettera, ma anche dello spirito delle disposizioni" (principio generale n. 1, secondo periodo); questo principio, è difficile da attuare, specialmente a livello europeo, dove manca un meccanismo di *enforcement* comune a tutti gli stati membri. In secondo luogo il principio di parità di trattamento (principio generale n. 3), e poi l'obbligo per gli intermediari di tenere un "comportamento leale [...] anche se ciò può privarli, in taluni casi, di vantaggi finanziari immediati". Interessante, a quest'ultimo riguardo, l'uso del termine "lealtà", che figura nuovamente a livello macro nell'obiettivo di "rafforzare la fiducia degli investitori nella lealtà del mercato", ben più adatto a riferirsi al canone di comportamento che ci si attende da un intermediario persona fisica, specializzato ed imparziale, fidato consulente dell'investitore, piuttosto che a quello di una grande impresa di investimento polifunzionale. L'impressione che la Raccomandazione avesse a mente un rapporto cliente-intermediario essenzialmente fiduciario, quale quello tipico della professione intellettuale, piuttosto che un rapporto seriale e spersonalizzato con una grande istituzione che ispira diffidenza, è confermata dalla medesima disposizione più oltre, quando afferma che l'intermediario deve comportarsi con "grande [(sic)] correttezza commerciale e rispettando la deontologia professionale": il riferimento a criteri meta-giuridici (quali quelli deontologici) conferma quest'impressione. E così anche la disposizione complementare n. 3.2, che fa divieto di realizzare operazioni irregolari e "disoneste". Oltre all'enfasi sulla natura fiduciaria e professionale del rapporto di intermediazione, un ultimo elemento che

unico, poi, Libro Bianco del 1985¹⁸⁹ e dell'Atto Unico del 1986¹⁹⁰ oltre, ovviamente, alla seconda direttiva in materia bancaria¹⁹¹, che includeva tra le attività che beneficiavano del mutuo riconoscimento la “consulenza nella gestione di patrimoni”¹⁹². Il problema della consulenza era ben presente, inoltre, nelle linee di progetto della Consob che segnalavano con chiarezza, nel trattare il problema del conflitto di interessi degli intermediari, il ruolo che l'esercizio dell'attività di consulenza può giocare nell'effettuazione delle negoziazioni¹⁹³.

Due erano inoltre le istanze tipiche della pratica: da un lato quelle della categoria di soggetti che sarà denominata dal legislatore come “promotori finanziari”, i quali erano correntemente denominati “consulenti finanziari”

colpisce il lettore di oggi è sicuramente il continuo riferimento all'informazione, che non solo doveva essere “leale, corretta, chiara, sufficiente e diffusa”, ma anche “presentata in modo da poterne facilmente comprendere il significato e la portata” (è il principio generale n. 2): ruolo centrale, da un lato, ma modalità particolari di presentazione dall'altro, il che costituisce indubbiamente un richiamo al paradigma dell'investitore razionale ed informato, ma anche, tra le righe, ai suoi limiti cognitivi (in questo senso la “presentazione”): si pensi ad esempio al *framing effect* (sul quale *supra* capitolo 1, nt. 121 e testo relativo).

¹⁸⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Completing the internal market*, Com(85) 310 final, Bruxelles, giugno 1985, disponibile su www.europa.eu, e, con particolare riferimento all'adozione della tecnica della c.d. armonizzazione minima si veda *ibidem*, 19 ss.; più recentemente K. LENAERTS-P. VAN NUFFEL, *European Union Law*, London, 2011, 296 (che specificano come, in carenza di riferimenti espliciti, il regime di armonizzazione minima deve essere dedotto dalla formulazione letterale, dalla finalità e dalla struttura della direttiva). Sugli effetti dei diversi tipi di armonizzazione si veda C. GERNER-BEUERLE, *United in diversity: maximum versus minimum harmonization in EU securities regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, 317 ss.

¹⁹⁰ L'Atto Unico Europeo, trattato entrato in vigore il 1° luglio 1987, che basava la nuova politica europea in tema di mercato di capitali sull'armonizzazione minima e sul principio del mutuo riconoscimento: per un commento T. SESSA-A. SCAGLIONE, *Il mercato finanziario unico nella CEE: l'atto unico, la libera circolazione dei capitali, la costituzione e la fusione delle società, la banca centrale e la borsa unica europea*, Milano, Pirola, 1988, 11 ss.

¹⁹¹ Direttiva 89/646/CEE del Consiglio del 15 dicembre 1989, relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio e recante modifiche alla direttiva 77/780/CEE, pubblicata in *G.U.C.E.* n. L 386, 30 dicembre 1989, 1 ss

¹⁹² Si segnala in particolare la difficoltà che negli anni a seguire si riscontravano nel coordinare la disciplina comunitaria delle banche con quella degli intermediari del mercato mobiliare: cfr. S. RIOLO, *La disciplina bancaria CEE e le SIM*, in *Riv. soc.*, 1991, 263 ss. Sul ruolo della direttiva nel delineare i tratti della nuova “banca universale” si veda F. CAVAZZUTI, *Conflitti di interessi*, cit. (nt. 171), 362 s.

¹⁹³ CONSOB, *Linee di progetto*, cit., (nt. 174), 751 ss. L'indagine dava conto delle esigenze di tutela dell'investitore e, con particolare riferimento alla consulenza, riconosceva che “la consulenza per l'effettuazione di investimenti può dar luogo a trattamenti differenziati e di favore nell'ambito della clientela” (*ibidem*, 775).

ed operavano di fatto come tali¹⁹⁴, che desideravano fortemente una regolamentazione formale della propria professione; dall'altro vi era la Banca d'Italia, che regolamentava attività bancarie che erano finite alla consulenza, quale quella della c.d. "gestione con preventivo assenso"¹⁹⁵, che disciplinava una fattispecie combinata che si componeva di un momento consulenziale da parte dell'intermediario e, di seguito, dell'esecuzione di operazioni previo consenso del cliente: questa attività era pertanto considerata consulenza.

A seguito di queste iniziative si arrivò quindi alla redazione dei progetti di legge che condurranno alla l. 1/1991. In particolare il primo disegno di legge¹⁹⁶ prevedeva ancora come fulcro della regolamentazione non già le attività di investimento, bensì i soggetti che potevano svolgerla, nell'alveo di quello che si definiva "ordinamento sezionale"¹⁹⁷: ciò è comprensibile se si considera che ancora non si contemplava esplicitamente la polifunzionalità dei medesimi¹⁹⁸. Il ruolo della consulenza in questo primo

¹⁹⁴ Questi soggetti avevano sempre operato al di fuori di specifiche previsioni normative fino all'emanazione del Regolamento Consob approvato con delibera 10 luglio 1985, n. 1793, concernente il regolamento sulle sollecitazioni del pubblico risparmio effettuate mediante attività, anche di carattere promozionale, svolte in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento, in attuazione delle disposizioni relative contenute nella l. 216/1974. Il regolamento costituisce la prima embrionale disciplina di quelli che diverranno promotori, ed ai quali, paradossalmente, l'attività di consulenza resterà poi per lungo tempo preclusa. Tra le disposizioni in questione figurano non solamente obblighi di autorizzazione (artt. 1 ss.), ma anche regole di comportamento (art. 4) che prevedono obblighi di identificazione ed informazione che troveranno continuità nella disciplina successivamente emanata; e si vedano anche E. ROPPO, *L'accesso degli operatori all'attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *La vendita porta a porta di valori mobiliari*, a cura di M. Bessone e F.D. Busnelli, Milano, Giuffrè, 1992, 64 e M. SMARGIASSI, *Le innovazioni del «Decreto Eurosim» in materia di offerta fuori sede ed il ruolo dei promotori finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, 708 s.

¹⁹⁵ La fattispecie trovava una disciplina nella circolare Banca d'Italia n. 15523 del 14 agosto 1985, che riconosceva sussistere il mandato "con preventivo accordo" quando "ogni singola operazione da effettuare deve ricevere il preventivo assenso del cliente. In tal caso l'intervento della banca è sostanzialmente riconducibile ad una prestazione di mera consulenza", distinguendo questa fattispecie dal mandato "senza preventivo accordo", dove l'assenso del cliente si riteneva "espresso in via generale nel mandato conferito".

¹⁹⁶ Il disegno di legge n. 953 fu presentato il 23 marzo 1988 dall'allora Ministero del Tesoro Giuliano Amato e, nella sua prima versione, non modificava alla radice il sistema previgente e rimaneva fortemente incentrato sugli intermediari. Tali caratteristiche si evincevano direttamente dal titolo della proposta (costituzione di società abilitate alla intermediazione in borsa).

¹⁹⁷ Per tutti si veda M.S. GIANNINI, *Gli ordinamenti sezionali rivisitati (traendo spunto dall'ordinamento creditizio)*, in *La ristrutturazione delle banche pubbliche. L'attuazione della l. 218/1990*, a cura di S. Amoroso, Milano, Giuffrè, 1991, 9 ss.

¹⁹⁸ Il progetto di legge n. 953/B presentato l'8 marzo del 1989 dal Senatore Triglia introduceva il principio di polifunzionalità. Veniva così introdotta per la prima volta una

progetto, però, è già chiaro. Innanzitutto essa veniva considerata attività “strettamente strumentale” a quelle fino ad allora esercitate dagli agenti di cambio¹⁹⁹ traducendo un atteggiamento importante e fondamentale condiviso da pratici e studiosi nel corso di tutto il periodo antecedente alla l. 1/1991²⁰⁰. Si prevedeva inoltre il rispetto, da parte degli intermediari che l’esercitavano, di specifiche – seppur embrionali – norme di comportamento relative ai rapporti intercorrenti tra l’emittente ed il consulente²⁰¹.

L’influsso delle discussioni allora in corso sulla direttiva in materia di servizi di investimento, tuttavia, portò ben presto ad un mutamento di prospettiva, che fece del catalogo delle attività riservate il centro logico e normativo delle nuove disposizioni²⁰².

Il percorso che condusse alla prima disciplina specificamente riservata alla consulenza in materia di investimenti fu pertanto tutt’altro che lineare e, soprattutto, ignorava completamente il piano del servizio, rimettendo la disciplina del contratto alle norme di diritto comune, la rilevanza di questa essendo, di fatto, attratta ed assorbita dalle discipline delle operazioni di borsa. Sotto il profilo del rapporto, però, emergono tre caratteristiche che della consulenza già in questo primo periodo potevano predicarsi.

lista di attività riservate che potevano essere esercitate dal medesimo soggetto: per un’analisi di dettaglio si rimanda a D. VIANI-E. ZANELLI, *Sim*, cit. (nt. 187), 76 ss.

¹⁹⁹ Come si legge nella relazione al disegno di legge n. 953 (nt. 196), ma è anche la formale qualificazione attribuita dall’art. 2, comma 2, lett. a).

²⁰⁰ Per l’agente di cambio era in un certo senso fisiologico dare consulenza: si vedano T. BIANCHI, *Mercato finanziario e borsa valori*, Milano, Giuffrè, 1958, 9 ss., in arrivo dal malvezzi E. GINELLA, *Trattato di borsa*³, Milano, La stampa commerciale, 1955, 27 ss. non si trova il riferimento a pagina 27 ss. Nel senso dell’ “inevitabilità” della consulenza anche L. BIANCHI D’ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, (nt. 154), 120.

²⁰¹ L’art. 4 del disegno di legge n. 953 (nt. 196) prevedeva che “nell’esercizio dell’attività di consulenza le società iscritte all’Albo non possono consigliare operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari emessi da enti o società ad esse collegati patrimonialmente da rapporti di controllo o di collegamento societario ovvero investimenti rispetto ai quali non si trovino in una situazione di indipendenza, né consigliare di avvalersi dei servizi di un soggetto parimenti collegato, a meno che non abbiano preventivamente reso nota tale situazione”. Nonostante la grezza fattura della disposizione, essa include già elementi che dimostrano una chiara consapevolezza del problema dei conflitti di interesse. Problema risolto in maniera poco efficace, poiché si faceva capo a concetti astratti e di difficile applicabilità (quali le “situazione di indipendenza”) che non venivano in alcun modo definiti. Il seguente disegno di legge n. 953/B (nt. 198), per converso, replicava già con una certa fedeltà il testo della l. 1/1991, del quale si dirà nel prossimo paragrafo.

²⁰² La proposta in questione risale al gennaio 1989: *Proposta di direttiva del consiglio relativa ai servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari*, COM(88) 778 def., pubblicata in *G.U.C.E.* n. C 43, 22 febbraio 1989, 7 ss., e diverrà la direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, pubblicata in *G.U.C.E.* n. L 141, 11 giugno 1993, 27 ss. Non va trascurato, in questo senso, anche l’influsso della proposta della Consob, che prevedeva già l’introduzione di un intermediario polifunzionale: cfr. CONSOB, *Linee di progetto*, cit. (nt. 174), 780 ss.

Innanzitutto essa poteva essere prestata da chiunque: la domanda per questo tipo di servizio era relativamente bassa, e non aveva portato né ad una sua diffusione capillare (per la ridotta diffusione del mercato e per il ruolo “di copertura” svolto dagli agenti di cambio), né ad una specializzazione istituzionale (non vi erano, in altre parole soggetti che prestavano esclusivamente questo tipo di servizio).

In secondo luogo il servizio di consulenza non era percepito come, di fatto, nettamente distinguibile da quelli tradizionalmente offerti dall’agente di cambio: già emergeva, in altre parole, la difficoltà di isolare tale servizio nel contesto delle altre attività di intermediazione²⁰³. Anche la Consob aveva presente questa caratteristica, seppure ancora non l’avesse considerata come un problema in grado di incidere sulla stessa effettività della disciplina²⁰⁴.

In terzo luogo iniziava ad emergere il ruolo determinante che gioca l’informazione nei servizi di investimento in genere, che presupponeva un investitore pronto a ricevere e a elaborare correttamente i dati dei quali veniva a conoscenza²⁰⁵, che già era stato notato nella vigenza della disciplina dell’agente di cambio. Tale modello, pertanto, era ricevuto dalla scienza economica, era coevo della nascita dell’esigenza di protezione, e non era discusso: il consulente era, in altre parole un “intermediario che trasferisce informazioni da un operatore all’altro”²⁰⁶ e che pertanto non

²⁰³ Per riferimenti di veda nota 200 e S. GRILLO, *Il nuovo ordinamento*, cit. (nt. 164), 27 (secondo il quale non era possibile attuare “una separazione netta fra l’attività di negoziazione e le attività di consulenza e gestione”). Tale aspetto, come si vedrà nei prossimi paragrafi, è colto dal legislatore del 1991, che aveva previsto una certa graduazione della disciplina della consulenza secondo le sue caratteristiche di fatto.

²⁰⁴ La consulenza era considerata un’“attività degli intermediari, normalmente connessa allo svolgimento della funzione di negoziazione [...] strutturalmente connaturata ad altre funzioni di intermediazione in ragione del carattere integrato della domanda di investimento della clientela [che] non sembra dare luogo a problemi né richiedere impedimenti particolari”: CONSOB, *Linee di progetto*, cit. (nt. 174), 782, che poneva soprattutto l’accento soprattutto sulla dichiarazione dei conflitti di interesse e sulla comunicazione alla Consob del materiale informativo (*ibidem*, 788).

²⁰⁵ Si veda ad esempio la direttiva 80/390/CEE del Consiglio del 17 marzo 1980, per il coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l’ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori, in *G.U.C.E.* n. L 100 del 17 aprile 1980, 1 ss., il cui art. 4 specifica che il prospetto debba contenere “le informazioni che [...] sono necessarie affinché gli investitori ed i loro consiglieri finanziari possano giudicare con fondatezza” le qualità dei valori offerti, e le relative note a margine alla *philosophy of disclosure* che si leggono in G. ROSSI, *Trasparenze e vergogna*, Milano, Il saggiatore, 1982, 140 s. e 174 ss. Sul ruolo dell’informazione e sulla relazione tra diritto ed informazione scriveva in quegli anni anche F. CAVAZZUTI, *Conflitti di interessi*, cit. (nt. 171), 357 ss.

²⁰⁶ S. GRILLO, *Il nuovo ordinamento della borsa valori*, Milano, Pirola, 1991, 38.

faceva che fornire ad un cliente pienamente “autoresponsabile”²⁰⁷ gli strumenti per assumere le decisioni di investimento. Coerente con questa impostazione era dunque l’inapplicabilità, in capo a chi prestava consulenza, di regole di comportamento che non fossero desumibili dalle norme del codice civile. L’insufficienza di tale disciplina per soddisfare le esigenze di tutela che scaturivano da questa situazione apriva le porte alla prima disciplina specifica dell’istituto.

3. *La consulenza in materia di valori mobiliari nella l. 1/1991.*

La l. 2 gennaio 1991, n. 1²⁰⁸ introduceva una serie importante di innovazioni²⁰⁹, spostando il fulcro della regolamentazione dai soggetti²¹⁰ alle attività da questi esercitate: per la prima volta, inoltre, l’art. 1, comma 1, lett. e) prendeva in considerazione la “consulenza in materia di valori mobiliari” quale “attività di intermediazione mobiliare”²¹¹. Si dava speciale rilevanza²¹² al piano del “servizio”, e si iniziava a regolare con norme divergenti da quelle civilistiche il livello del “contratto”. Le disposizioni rilevanti, oltre che nella legge, si ritrovavano anche nei regolamenti emanati dalle autorità di vigilanza²¹³, ed in particolare il regolamento Consob che disciplinava l’esercizio delle attività di intermediazione mobiliare, adottato

²⁰⁷ Usa questo termine R. COSTI, *Sulla intermediazione finanziaria non bancaria*, (nt. 172), 130, discutendo della “filosofia della trasparenza” di cui *supra* capitolo I, paragrafo 5.

²⁰⁸ Le disposizioni citate in questo paragrafo si intendono riferite, ove non altrimenti specificato, a questa legge.

²⁰⁹ Ed in particolare la prima regolamentazione sistematica di intermediari e mercato, su cui, in generale, si vedano C. CONTI, *La legge sulle SIM. Aspetti di disciplina degli intermediari e di regole del mercato*, in *Riv. soc.*, 1991, 1423 ss. (che enfatizza la rottura rispetto alla situazione preesistente), G. MINERVINI, *SIM e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, in *Corr. giur.*, 1991, 129 ss. (che ne rileva, a tratti contestandolo, l’approccio della “tutela dell’esistente”, osservando che “le borse sono ancora siti iniziatici, che non è agevole visitare”); per un commento sistematico, si vedano ASSONIME, *Circolare n. 5/1991*, in *Riv. soc.*, 1991, 314 ss. e C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell’intermediazione finanziaria e dei mercati mobiliari. Commento alla l. 2 gennaio 1991, n. 1*, Torino, Utet, 1991.

²¹⁰ Come già era avvenuto con le società quotate con la legge 216/1974 (cfr. nt. 175 e testo relativo) e con i fondi comuni di investimento mobiliare con il decreto 77/1983 (cfr. nt. 178).

²¹¹ Si parla dunque qui di attività, non di servizio. Le reazioni della dottrina alla tipizzazione delle attività di cui all’art. 1 non sono state univoche: vi era chi parlava di “guazzabuglio inestricabile” (P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni di patrimoni*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 53).

²¹² Secondo la nomenclatura adottata *supra*, paragrafo 1.

²¹³ Per alcuni spunti si veda A. PREDIERI, *I regolamenti di intesa nella Consob e nella Banca d’Italia del 2 luglio 1991 sulle società di intermediazione mobiliare*, in *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di A. Predieri, Milano, Giuffrè, 1993, 1 ss.

con delibera del 2 luglio 1991, n. 5387 (Regolamento 5387)²¹⁴ ed il regolamento della Banca d'Italia del 2 luglio 1991 (Regolamento Banca d'Italia)²¹⁵.

Per ricostruire i tratti salienti dell'istituto si procederà individuando il contenuto della nozione di consulenza ed i problemi relativi all'identificazione della fattispecie (nel paragrafo 3.1), la riserva di attività a favore di determinati soggetti (nel paragrafo 3.2), l'assoggettamento a regole di organizzazione (nel paragrafo 3.3) e di comportamento (nel paragrafo 4.4).

3.1. La fattispecie di consulenza.

Individuare la fattispecie di “consulenza in materia di valori mobiliari” non è facile²¹⁶. Questo problema fu prontamente identificato nei primi commenti²¹⁷, che stabilirono innanzitutto – secondo un criterio puramente letterale ed indubbiamente condivisibile – che esso non dovesse necessariamente avere ad oggetto valori trattati nei mercati regolamentati, e poi che non fosse necessariamente finalizzata all'acquisto od alla vendita dei medesimi²¹⁸. Questi due indici costituiscono già una prima linea di discontinuità rispetto al regime previgente, poiché, da un lato, l'orizzonte normativo si espandeva oltre la borsa²¹⁹ e, dall'altro, l'attività di consulenza

²¹⁴ Il Regolamento 5387 disciplinava l'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare e specificava le regole di comportamento degli intermediari secondo quanto previsto dell'art. 9, comma 2. Delle regole specificamente dettate per la consulenza, dagli artt. 36 ss., si dirà più oltre nel testo. Il Regolamento 5387 è stato abrogato dal regolamento adottato con delibera del 9 dicembre 1994, n. 8850 (“Regolamento 8850”).

²¹⁵ Il Regolamento Banca d'Italia riguardava in particolare, per quanto qui interessa, i “criteri contabili ed organizzativi che [assicurassero] la separazione delle varie attività esercitate e delle connesse responsabilità di gestione” (art. 9, comma 5, lett. c)).

²¹⁶ La si ricostruirà muovendo dalle norme (ossia dal servizio) piuttosto che dalla pratica (ossia dal rapporto). La ragione di questa scelta risiede nella “confusione a livello fenomenologico” che regnava al tempo sulla prestazione del servizio di consulenza (in questi termini P. VALENTINO, *Decreto Eurosim: focus sul big bang del mercato finanziario italiano*, in *Società*, 1996, 1002), della quale si può venire a capo solamente considerando il riflesso giuridico che le concrete modalità di svolgimento del rapporto producevano di volta in volta (e cioè nelle diverse ri-regolamentazioni della materia che in quel torno di anni si erano susseguite: si vedano i paragrafi che seguono).

²¹⁷ Tra i tanti si segnala ASSOGESTIONI, *Legge 2 gennaio 1991, n. 1 «disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari»*. *Un commento preliminare*, Roma, Bancaria, 1991, 25 (che nota l'incertezza della nozione che, pericolosamente, “non consente una agevole individuazione dell'attività riservata e disciplinata”).

²¹⁸ M. CERA, cit. (nt. 153), 25.

²¹⁹ Cfr. nt. 153 e testo relativo.

assumeva specifica ed autonoma rilevanza²²⁰. Null'altro, tuttavia, si ricavava dal testo della legge²²¹, e bisogna pertanto prendere in considerazione la normativa secondaria e le comunicazioni della Consob.

Innanzitutto la consulenza *ex art. 1, lett. e)* doveva necessariamente avere ad oggetto valori mobiliari²²²: erano di conseguenza escluse *ratione materiae* attività quali la consulenza in materia economica generale, la consulenza in materia monetaria e valutaria, e la consulenza in materia di finanza d'impresa²²³.

La Consob stabiliva poi che l'attività di consulenza "consiste nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso"²²⁴: da un lato, dunque, era necessaria la comunicazione di "indicazioni utili" ai fini della decisione di investimento, e, dall'altro, il consiglio delle operazioni più "adeguate" in funzione delle caratteristiche del cliente. Se i termini "indicazione" e "consiglio" possano

²²⁰ Cfr. nt. 203 e testo relativo.

²²¹ Si nota, infatti, che il termine "consulenza" compare solamente due volte nel testo della legge: oltre che nel già citato art. 1, comma 1, lett. e), anche nell'art. 5, comma 3, ultimo periodo, che vieta l'esercizio porta a porta dell'attività di consulenza, sul quale più oltre nel testo. La poca frequenza con la quale il termine ricorre è indice della scarsa attenzione che al tema si era dato in sede di lavori preparatori, in linea con la marginalità che il tema della consulenza aveva avuto negli anni precedenti (cfr. paragrafo 2).

²²² Si veda la comunicazione n. SGE/RM/91006781 del 29 novembre 1991. Sulla nozione di valore mobiliare si era discusso dall'entrata in vigore della l. 216/1974, e per tutti si vedano prima G. FERRARINI, *I nuovi confini del valore mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1989, 741 ss. e, più recentemente, V. CHIONNA, *Le origini della nozione di valore mobiliare*, in *Riv. Soc.*, 1999, 831 ss.

²²³ Sempre con la comunicazione n. SGE/RM/91006781 del 29 novembre 1991 la Consob aveva infatti distinto la consulenza in materia di valori mobiliari da quello di consulenza in materia di finanza d'impresa (attività connessa al collocamento ai sensi dell'art. 5, comma 2 del Regolamento Banca d'Italia, che non era soggetta a riserva, come poteva ritenersi dall'ampia formulazione di cui all'art. 1 lett. e); tale impostazione fu confermata anni dopo dalla Consob nella *Newsletter Consob informa*, anno IV, n. 2 del 12 gennaio 1998, qualora tale attività non si estenda fino a fornire consigli personalizzati in materia di strumenti finanziari e servizi di investimento. Del resto, che la consulenza in materia di finanza d'impresa costituisca una macro-categoria nella quale può ben rientrare anche la consulenza in materia di valori mobiliari emerge chiaramente dalla lettura dell'art. 5, comma 2 del Regolamento Banca d'Italia (quando specifica che questa costituisce attività accessoria solo qualora sia "diversa" dalla consulenza riservata). La distinzione dalla consulenza in materia economica generale, monetaria e valutaria, invece, era tracciata dalle comunicazioni n. 91004730 dell'11 settembre 1991 e n. 91006445 del 22 novembre 1991 (chiarendo, ad esempio, che le valute non rientrano nella categoria dei valori mobiliari, ma che ad opposta conclusione si doveva giungere sui contratti a termine su strumenti finanziari collegati a tassi di cambio). Tra le tante comunicazioni su questi temi si ricordano anche le seguenti: SGE/RM/9100/6781 del 29 novembre 1991 e, più recentemente, BOR/RM/94004725 del 9 maggio 1994.

²²⁴ Comunicazione n. SGE/RM/91006781 del 29 novembre 1991.

essere considerati sinonimi²²⁵, da questa definizione possono ricavarsi quattro elementi essenziali: il consiglio (o l'indicazione), che si può distinguere dalla semplice informazione perché accompagnato da una valutazione effettuata dall'intermediario; le operazioni come oggetto del consiglio, termine ampio che ha un contenuto verosimilmente equivalente a quello di "scelte di investimento" impiegato nel periodo precedente, indipendentemente dal fatto che queste si tramutino in una specifica attività di intermediazione mobiliare, ma a patto – ovviamente – che abbiano ad oggetto valori mobiliari, come appena visto; la personalizzazione, ossia la prestazione di un consiglio che sia parametrata alle condizioni patrimoniali ed agli obiettivi del cliente, e che sia, cioè, per lui adeguata²²⁶. Nel copioso susseguirsi di comunicazioni sul tema²²⁷, al posto dei vocaboli "adeguato" ed "utile" viene usato il ben più chiaro sintagma "rapporto bilaterale personalizzato"²²⁸, che con "bilaterale" vale ad escludere i consigli validi *erga omnes* quali l'attività pubblicitaria, e con "personalizzato" evidenzia l'importanza della conoscenza del cliente da parte dell'intermediario²²⁹. Nonostante questa definizione non fosse contenuta nella legge, essa risulta così interessante per il prosieguo dell'analisi e, per certi versi, anticipatoria, da meritare alcune parole.

Stando a questa definizione si sarebbe forse potuto concludere che solo qualora non ricorrerono i requisiti visti l'attività non fosse sottoposta a riserva. Ma la situazione era più complessa, in particolare perché, come si è detto²³⁰, era opinione diffusa che un momento consulenziale fosse essenziale nella prestazione di ogni servizio di investimento, e questa opinione aveva lasciato alcune tracce normative. Se si guarda infatti al

²²⁵ È inoltre esplicito l'uso che del termine fa il Regolamento 5387 che, all'art. 36, fa proprio riferimento alle "indicazioni" nel trattare la consulenza. Questo aspetto rileverà anche quando si cercherà di identificare la natura dell'attività di "indicazioni sulle singole operazioni", su cui *infra* nel testo.

²²⁶ Ma valutare la reale portata dei termini "adeguatezza" e "personalizzazione" sarà possibile solo al momento dell'analisi della normativa oggi vigente, di cui al capitolo III.

²²⁷ Stimolate, come è comprensibile, dal timore degli operatori del mercato di ricadere nella fattispecie riservata e di essere soggetti alle relative sanzioni penali (cfr. *infra*, nt. 261 e testo relativo): cfr. anche R. DELLA VECCHIA, *Il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari: profili interpretativi ed applicativi*, in *Banche, promotori e internet nell'offerta di prodotti finanziari*, a cura di F. Parrella e M. Toffanelli, Milano, Il Sole 24 Ore, 2000, 32 (particolare preoccupazione era destata dall'incertezza sul requisito della personalizzazione).

²²⁸ Fanno riferimento al "rapporto bilaterale personalizzato", tra le tante, le comunicazioni Consob SG/RM/92004032 dell'8 giugno 1992 e SGE/RM/92006700 del 29 settembre 1992.

²²⁹ E sulla *know your customer rule* si rimanda al prosieguo della trattazione.

²³⁰ Si veda il paragrafo 2.

Regolamento 5387²³¹ ed al Regolamento Banca d'Italia²³² si trovano due disposizioni che fanno riferimento alle “indicazioni sulle singole operazioni” che l'intermediario può fornire al cliente contestualmente ad altre attività di intermediazione mobiliare (art. 24, comma 3 Regolamento 5387²³³ ed art. 11, comma 6, secondo periodo del regolamento Banca d'Italia). Tali norme, pur non esplicitando il contenuto di tale attività, escludono che si tratti di consulenza riservata²³⁴, la esentano totalmente dalle regole di separazione nella prestazione dei servizi previste dal Regolamento Banca d'Italia, e la esentano parzialmente dalle regole di comportamento relative alla consulenza²³⁵.

Vi è inoltre una terza disposizione, segnatamente l'art. 5, comma 2 del Regolamento Banca d'Italia, che fa riferimento alla “consulenza strumentale” al collocamento: anche questa norma non sembrerebbe

²³¹ Che disciplina alquanto dettagliatamente la consulenza agli artt. 36 ss., così come il seguente Regolamento 8850 all'art. 33 (su cui *infra* nel paragrafo).

²³² Il regolamento prende in considerazione a più riprese l'attività di consulenza, come è naturale che avvenga nell'attuazione del principio di separazione organizzativa delle diverse attività che le SIM possono esercitare in base a quanto previsto dall'art. 9, comma 5, lett. b) (e sulle quali si veda più oltre nel testo, a (iii)).

²³³ Poi divenuto l'art. 18, comma 3 del Regolamento 8850. La nuova versione della disposizione modificava sostanzialmente la disciplina, prevedendo che “la struttura organizzativa competente all'esercizio delle attività di cui all'art. 1, comma 1, lettera a) della l. n. 1/1991 può fornire ai clienti su richiesta degli stessi indicazioni circa singole operazioni”.

²³⁴ E l'art. 11, comma 6 del Regolamento Banca d'Italia è chiaro nel disporre che “non rientrano nell'attività di consulenza in valori mobiliari”.

²³⁵ L'art. 24, comma 3 del Regolamento 5387 specificava che, in caso di indicazioni sulle singole operazioni la disciplina della consulenza non si applicava (e quindi non era necessaria la specifica autorizzazione) a chi era già abilitato a fornire il servizio di negoziazione o di raccolta di ordini, fatto salvo quanto previsto dall'art. 36, comma 2 (il vaglio di adeguatezza del consiglio) e 5 (obbligo di redigere e conservare le schede cliente), e l'applicazione dell'art. 4, comma 2 (ossia della disciplina sul conflitto di interesse). Similmente avveniva per l'art. 11, comma 6, secondo periodo del regolamento Banca d'Italia che, nel delineare le regole di separazione organizzativa e contabile che il nuovo intermediario polifunzionale doveva rispettare nella prestazione dei servizi (e che imponeva la separazione organizzativa nell'esercizio della consulenza, da un lato, e della negoziazione, collocamento, raccolta di ordini e sollecitazione dall'altro), disapplicava le norme di separazione alle “indicazioni su singole operazioni” inerenti ai servizi forniti nel contesto delle attività di negoziazione, collocamento, gestione e raccolta di ordini. In altre parole, l'abilitazione alla negoziazione o alla raccolta di ordini erano sufficienti a consentire la prestazione di queste “indicazioni sulle singole operazioni” senza non solo una specifica autorizzazione, ma anche giovandosi di un'esenzione da talune regole di comportamento, mentre, oltre a questi soggetti, anche chi esercitava il collocamento e la gestione era esentato (questa volta *tout court*) dall'applicazione della regola di separazione.

richiedere una specifica autorizzazione, ma ad essa la Banca d'Italia dedica ancora meno attenzione che alle precedenti²³⁶.

Del quarto elemento determinante, poi, si dirà quando ci si occuperà della ricostruzione della disciplina della consulenza: si tratta dell'obbligo di vagliare l'adeguatezza delle operazioni consigliate od effettuate. Qui basta osservare che, se l'intermediario è obbligato ad effettuare una valutazione circa l'adeguatezza di un'operazione e di avvertire il cliente del suo risultato, non è forse obbligato a consigliarlo?

Queste eccezioni suggeriscono che per gli intermediari fosse possibile, in alcune condizioni particolari, dispensare "consigli" ai clienti senza rientrare nella fattispecie tipica di consulenza in materia di valori mobiliari. La normativa, tuttavia, non fornisce elementi determinanti per comprendere se di un'autonoma fattispecie si tratti, o se le "indicazioni sulle singole operazioni" e la "consulenza strumentale" debbano addirittura essere considerate due distinte ed ulteriori fattispecie; ciò a maggior ragione se si considera che tali fattispecie vengono giustapposte ad un novero di servizi diversi a seconda della norma che si considera²³⁷.

Un'indicazione per risolvere questo problema giunge dalle comunicazioni Consob di quel periodo ²³⁸ le quali, annotando incidentalmente le prime due disposizioni citate, osservano come la "fattispecie" (*sic*) considerata deve caratterizzarsi per la non genericità delle indicazioni fornite, e per la sua natura episodica, in modo tale che, qualora queste caratteristiche non sussistessero, quei comportamenti ricadrebbero nella fattispecie della consulenza riservata²³⁹. Da ciò consegue che quelle che abbiamo indicato come "indicazioni sulle singole operazioni" costituiscono in effetti una fattispecie autonoma, seppure innominata; inoltre tale fattispecie si distingue dalla consulenza riservata in quanto è

²³⁶ L'art. 5, secondo comma del Regolamento Banca d'Italia dispone che "le SIM autorizzate all'esercizio delle attività di cui all'art. 1, lettera b) della Legge[, ossia al collocamento ed alla distribuzione,] possono svolgere, oltre alla consulenza strumentale al collocamento, altre attività connesse". Da qui sembra, tra l'altro, che la consulenza strumentale rientri nella categoria delle attività connesse, alla quale è dedicata anche la rubrica del medesimo articolo 5, ma che non risulta inclusa nella lista di cui al comma 1.

²³⁷ L'art. 24, comma 3, del Regolamento 5387 fa infatti riferimento ai servizi di negoziazione e raccolta ordini (e poi, nella versione modificata che si ritrova all'art. 18, comma 3 del Regolamento 8850, esclusivamente al servizio di negoziazione); l'art. 11, comma 6 del Regolamento Banca d'Italia richiama tutti i servizi (e dunque negoziazione, collocamento, gestione e raccolta di ordini; esclusa, ovviamente, la sollecitazione al pubblico risparmio), mentre l'art. 5, comma 2 del Regolamento Banca d'Italia si riferisce al solo collocamento.

²³⁸ Sulla scorta delle medesime considerazioni sopra svolte (cfr. nt. 227) si comprende come la vaghezza del dato normativo secondario avesse chiaramente attirato numerose le preoccupate interrogazioni degli operatori del mercato.

²³⁹ Comunicazione Consob n. BOR/RM/91007638 del 27 dicembre 1991.

episodica e non è generica²⁴⁰; da qui, e da altre comunicazioni²⁴¹, si poteva dedurre l'inclusione nel novero della consulenza riservata delle raccomandazioni su strumenti finanziari non specificamente identificati, ossia il c.d. *finacial planning*. Altre comunicazione, inoltre, fanno riferimento al requisito della richiesta del servizio da parte del cliente²⁴².

Sempre secondo la Consob, ulteriori caratteristiche della consulenza riservata sono l'onnicomprendività²⁴³, la tendenziale neutralità dell'intermediario che la presta²⁴⁴ e mentre, riferendosi alla fattispecie di cui all'art. 24 sopra citato, viene riconosciuta, per converso, la rilevanza di "prestazioni consulenziali potenzialmente insite in ogni attività di intermediazione mobiliare"²⁴⁵, al fine di evitare la confusione tra attività di negoziazione e gestione²⁴⁶. Ed è proprio a queste prestazioni che le autorità di vigilanza facevano riferimento: tra prestazioni "insite" e prestazioni

²⁴⁰ Altro tratto comune tra "indicazioni su singole operazioni" e consulenza riservata è indubbiamente l'uso di "indicazioni", termine impiegato non solamente nel *nomen iuris* (se così può definirsi) della prima, ma anche nella definizione che della seconda ha dato la Consob (cfr. la definizione contenuta nella comunicazione Consob n. SGE/RM/91006781 del 29 novembre 1991, *supra* nel testo) e nella regolamentazione dell'attività stessa di consulenza ad opera dell'art. 36, comma 1 del Regolamento 5387 (come già osservato *supra*, nt. 225).

²⁴¹ Cfr. comunicazione Consob n. BOR/RM/91007638 del 27 dicembre 1991.

²⁴² Tra di esse si veda la comunicazione Consob BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994, che afferma che l'indicazione deve essere prestata "dall'intermediario negoziatore o raccogliatore di ordini in stretta connessione con una specifica domanda in tal senso formulata, di volta in volta da parte della clientela". La sollecitazione da parte del cliente potrebbe dunque essere una caratteristica ulteriore di questa fattispecie; essa, tuttavia, non ricorre frequentemente nelle comunicazioni in argomento, sembra male attagliarsi alla nozione di "prestazioni consulenziali insite in ogni attività di intermediazione" (che è alquanto più ampia).

²⁴³ E si veda, sul punto, la comunicazione Consob n. BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994, che si esprime nel senso di "esen[zione] di limitazioni quanto alla tipologia dei valori mobiliari oggetto dei consigli di investimento" e che "le [...] indicazioni [fornite dall'intermediario] incontrano un limite obiettivo nelle caratteristiche delle operazioni richieste in via principale (o meglio, dei valori mobiliari oggetto di tali operazioni) alle quali quelle suggerite in alternativa devono essere legate da un rapporto di similarità".

²⁴⁴ *Ibidem*. La dottrina aveva notato, tuttavia, che la sostanziale neutralità dell'intermediario polifunzionale fosse di fatto poco probabile (cfr. nt. 282).

²⁴⁵ comunicazione Consob BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994. La comunicazione in parola prende posizione abbastanza netta anche sul fatto che il servizio dovrebbe essere prestata "in stretta connessione con una specifica domanda in tal senso formulata, di volta in volta, da parte della clientela": non potrebbe, in altro modo, essere fornito spontaneamente dall'intermediario. Non si vede, per la verità, come questo possa costituire un elemento discretivo utile per tracciare il confine tra la consulenza riservata e quella non riservata. Si veda sul tema F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, Giuffrè, 1992, 120.

²⁴⁶ In questo senso F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, cit. (nt. 259), 120 s.

“strumentali” il passo è breve, anche perché sembra che facciano riferimento a due aspetti diversi del medesimo fenomeno: non c’è spazio, insomma, per isolare un *tertium genus* tra consulenza riservata ed indicazioni sulle singole operazioni/consulenza strumentale²⁴⁷. Quest’ultima costituirà pertanto una fattispecie unica ed autonoma rispetto alla consulenza riservata, sottoposta ad una disciplina parziale, e verrà indicata nel prosieguo come “consulenza incidentale”²⁴⁸, che può essere prestata in abbinamento a qualunque attività di intermediazione²⁴⁹.

Le considerazioni che precedono consentono inoltre di caratterizzare con maggiore precisione la fattispecie tipica di consulenza, ossia come servizio avente ad oggetto un consiglio personalizzato ed anche generico, riguardante valori mobiliari, tendenzialmente onnicomprensivo e fornito da un intermediario neutrale su base continuativa.

Quanto detto era opportuno in un’ottica di studio della fattispecie, ed in particolare di più fattispecie che organiche e nette non sono. Ma le ragioni pratiche di queste anomalie giuridiche si ritroveranno ora nella disciplina, ed in particolare nell’osservazione dei soggetti che ponevano in essere l’attività di consulenza.

3.2. *La gestione con preventivo assenso.*

Come si è detto²⁵⁰, la consulenza e la gestione con preventivo assenso, già disciplinata dalla Banca d’Italia²⁵¹, presentavano caratteristiche tali da rendere quest’ultima limitrofa alla consulenza riservata ai sensi della l. 1/1991: il rischio di confusione era evidente.

La legge, tuttavia, rendeva oggetto di riserva anche la “gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari”²⁵²,

²⁴⁷ Tale conclusione è perfettamente compatibile anche con la scarsissima disciplina posta dalle norme sopra richiamate (*supra* nel testo e a nt. 235), poiché le norme che regolano l’istituto “minore” (la consulenza strumentale) non sono che una selezione, effettuata con la tecnica del rinvio, di quelle che regolano l’istituto “maggiore” (la consulenza riservata).

²⁴⁸ Da questo punto di vista non mi sembra che la dottrina abbia mai dedicato particolare attenzione a questo tipo problema, pur riconoscendo l’esistenza di un’attività non riservata e lecita. Si trattava, infatti, di un problema essenzialmente pratico: gli intermediari che fornivano indicazioni ai clienti durante la prestazione di servizi rischiavano di esercitare un’attività riservata, e chiedevano delucidazioni all’autorità di vigilanza.

²⁴⁹ Fa propendere per questa conclusione l’incertezza dei riferimenti normativi contenuti nelle norme relative a questo tipo di consulenza che si sono sopra richiamate: cfr. nt. 235 e testo relativo.

²⁵⁰ Cfr. nt. 195 e testo relativo.

²⁵¹ Ma la disciplina della Banca d’Italia fu abrogata dalla l. 1/1991

²⁵² La regolamentazione del servizio di gestione fu uno dei temi di dibattito centrali nella vigenza della l. 1/1991: si vedano R. CLARIZIA-A. MAGNONI, *La gestione personalizzata di*

dotandola di regole specifiche. La Consob, almeno in un primo periodo, caratterizzava l'attività di gestione per la discrezionalità conferita in capo all'intermediario quanto all'esecuzione delle operazioni di investimento²⁵³: da qui si poteva fare ricadere la gestione di patrimoni mobiliari con preventivo assenso sotto l'attività di consulenza²⁵⁴, mentre il momento dispositivo (che rimaneva in capo al cliente) sotto quello della negoziazione o dell'esecuzione di ordini.

In un secondo momento, tuttavia, l'autorità di vigilanza cambiò opinione per quanto riguarda l'elemento essenziale della gestione, identificandolo "non tanto nell'esistenza di poteri discrezionali rispetto alla movimentazione delle consistenze patrimoniali del cliente, quanto piuttosto nella finalità di valorizzazione di un determinato patrimonio"²⁵⁵, giustificando così anche opinioni dottrinali contrarie al precedente indirizzo²⁵⁶.

Gli elementi utili che si ricavano dal quadro appena analizzato sono due: da un lato si percepisce come il confine tra consulenza e gestione, nella pratica, possa essere molto labile, specialmente nel caso in cui la gestione avvenga *sostanzialmente* ad opera dell'intermediario, ma sia solo *formalmente* approvata e fatta propria dall'investitore. E questa differenza tra sostanza e forma costituisce l'elemento di sfuggevolezza che può rendere la consulenza in materia di investimenti un istituto difficile da individuare sotto il profilo della fattispecie.

D'altro canto, mi sembra che l'attenzione riservata in questo periodo dal legislatore al problema fosse decisamente insufficiente, e particolarmente gravosa fosse l'assenza di qualsivoglia definizione normativa delle diverse

patrimoni mobiliari, Milano, Giuffrè, 1993 e P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, cit. (nt. 211), 44 ss.

²⁵³ Cfr., tra le tante, comunicazione Consob n. BOR/RM/9200273 del 16 aprile 1992 e n. BOR/RM/93001670 del 4 marzo 1993; ed anche R. CLARIZIA-A. MAGNONI, *La gestione personalizzata*, cit. (nt. 252), 7.

²⁵⁴ Si veda ad esempio R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, Giappichelli, 1997, 136.

²⁵⁵ È la comunicazione Consob n. BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994. La comunicazione citata a nt. 255 è abbastanza esplicita in questo senso, affermando che "la concreta insussistenza della facoltà di scelta [da parte del cliente] circa il soggetto cui impartire gli ordini di acquisto, in realtà coincidente, in modo sistematico, con lo stesso intermediario consulente [...] potrebbe dare luogo all'effettivo esercizio di un'attività di gestione c.d. «con preventivo assenso»", e la conseguente applicazione delle sanzioni previste dall'art. 14 l. 1/1991 (sul quale a nt. 261). Gli elementi che la Consob considerava per valutare in concreto la differenza tra gestione e consulenza erano sia soggettivi (ossia l'identità dell'intermediario che eseguiva gli ordini: qualora fosse sempre il medesimo, era più difficile avere a che fare con una vera e propria consulenza) che oggettivi (ed in particolare se le tempistiche di esecuzione degli stessi fossero effettivamente compatibili con un consenso validamente prestato dal cliente).

²⁵⁶ In questo senso R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento: profili generali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 343 ss.

attività. Infine anche l'approccio della Consob non è rimasto coerente in questi primi tempi, per ragioni anch'esse, come si vedrà in seguito²⁵⁷, eminentemente pratiche.

3.3. Soggetti.

La riserva generale di attività di cui all'art. 2, comma 1 costituisce senz'altro un importante segno di rottura con il passato: la consulenza riservata, come sopra identificata, da attività che può essere svolta liberamente diveniva, qualora fosse prestata in modo "professionale"²⁵⁸ e "nei confronti del pubblico"²⁵⁹, riservata ad alcune categorie di soggetti.

In particolare, secondo quanto previsto dall'art. 2, comma 1, la consulenza in materia di investimenti poteva essere prestata solamente dalle nuove società di intermediazione mobiliare (sim)²⁶⁰, e l'esercizio abusivo dell'attività, ossia privo della richiesta autorizzazione, era corredato di

²⁵⁷ Si rimanda, per l'analisi della disciplina sul punto successiva alla l. 1/1991, al paragrafo 4.2.

²⁵⁸ Sul contenuto del requisito della professionalità si è molto discusso: particolarmente chiara risulta essere la Consob, che nella comunicazione Consob BOR/RM/94004725 del 9 maggio 1994 affermava che l'esercizio professionale implica un'attività stabile e non occasionale, ma che non deve necessariamente essere l'unica attività dell'intermediario. Essa, inoltre non si esaurisce nella sistematicità dell'attività esercitata, ma è anche richiesto lo scopo di lucro. Il carattere particolarmente elaborato della prestazione, inoltre, è idoneo ad attribuire il carattere di professionalità. D'altra parte la dottrina aveva già rilevato che i consigli "occasionalmente e gratuiti, non possono neppure costituire fonte di responsabilità sotto l'aspetto civilistico [ma rilevano solo] quelli dati a titolo professionale, a pagamento, nei confronti di chiunque li chieda": C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 209), 4; rimaneva esclusa, quindi, la consulenza sporadica, non professionale e gratuita in materia di valori mobiliari "tra amici, o parenti, o tra un professionista (avvocato, commercialista o ingegnere, più esperto per la sua preparazione ed attività) e un suo cliente ad altro titolo": C. COLTRO CAMPI, *Voce "SIM"*, cit. (nt. 260), 495.

²⁵⁹ E la dottrina, in particolare, escludeva dall'esercizio "nei confronti del pubblico" l'esercizio di attività a favore di "persone ben determinate, non solo, ma esperte in materia": C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 258), 2. Esclusi dalle tutele proprie delle attività riservate, dunque, erano i clienti professionali.

²⁶⁰ Sulla disciplina delle SIM in genere si vedano: M. CERA, cit. (nt. 154), 3 ss., e B. QUATRARO, *Le società di intermediazione mobiliare (SIM)*, in *Riv. dott. comm.*, 1989, 831 ss. Ma era prevista un'articolata disciplina transitoria che teneva in considerazione il regime di tendenziale libertà di prestazione delle attività prima della legge in esame (art. 18). In particolare, oltre alle SIM, potevano essere autorizzate le aziende e gli istituti di credito (art. 16), e gli agenti di cambio (art. 19), ma non le società fiduciarie (in base al ristretto richiamo di cui all'art. 17, sul quale C. COLTRO CAMPI, *Voce "SIM"*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, Torino, Utet, 1996, 501). L'attività di promozione dei servizi offerti dalle SIM avveniva poi a mezzo di promotori finanziari, sui quali più oltre nel testo.

sanzione penale²⁶¹. Le sim divenivano i primi intermediari polifunzionali²⁶², che potevano essere autorizzati a svolgere più di una delle attività di cui all'art. 1, sotto la vigilanza della Consob e della Banca d'Italia²⁶³. Veniva meno, dunque, il preesistente dualismo agenti di cambio/banche, e le nuove sim erano destinate a prendere il posto dei primi. Era inoltre consentito alle sim di ottenere l'autorizzazione per il solo servizio di consulenza²⁶⁴, il che costituiva una rottura rispetto al passato, considerata la discussa compatibilità di un'attività di natura prevalentemente intellettuale quale la consulenza con la forma societaria²⁶⁵.

Ma le sim non erano gli unici soggetti che potevano svolgere l'attività di consulenza: essa poteva essere prestata anche dalle banche (art. 16), che risultavano sottoposte agli obblighi gravanti sulle sim²⁶⁶ ma alle quali era imposta una regola aggiuntiva di separazione dell'organizzazione e della contabilità tra attività bancarie ed attività di intermediazione mobiliare²⁶⁷. Potevano inoltre essere abilitate alla prestazione del servizio le società fiduciarie (art. 17), gli agenti di cambio e le società commissionarie di borsa (art. 19), salve le regole di diritto transitorio²⁶⁸.

²⁶¹ E l'obbligo di autorizzazione era sanzionato penalmente (art. 14). L'art. 13, comma 1, invece, prevedeva anche la possibilità per il presidente della Consob di disporre la sospensione cautelare dell'esercizio delle attività di un soggetto se "sussistono elementi che facciano presumere l'esistenza di irregolarità ovvero di violazioni di legge, di regolamento o di disposizioni impartite dalle autorità di vigilanza", irrogando sanzioni amministrative (comma 3) arrivando sino alla sospensione (comma 4) ed alla cancellazione (comma 5). Si imponeva, inoltre, l'onere della prova di avere agito con la diligenza del mandatario nei giudizi di risarcimento dei danni derivanti dallo svolgimento delle attività di cui all'art. 1, comma 1, in violazione della legge, dei regolamenti, e delle disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza.

²⁶² E "la possibilità per la S.I.M. di [...] svolgere contemporaneamente l'esecuzione di ordini di acquisto o di vendita insieme alla gestione e alla consulenza fa tramontare definitivamente l'illusione o il mito di un intermediario neutrale: la SIM ora «fa» il mercato, può essere controparte sostanziale e può avere interessi propri": M. CERA, cit. (nt. 153), 22. Si veda anche C. GANDINI, *La nozione di intermediazione mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1992, 143.

²⁶³ Art. 9, sul quale si veda C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 209).

²⁶⁴ Si veda, in dottrina, M. CERA, cit. (nt. 154), 59; tale possibilità mal si conciliava con la diffusa opinione che la consulenza fosse essenzialmente un fenomeno incidentale e strumentale ad altri servizi, ed a questa forma di pregiudizio accenna D. GALLETTI, *I servizi accessori delle SIM nel Testo Unico della finanza*, in *Banca, Impresa, Società*, 1999, 139.

²⁶⁵ E sul tema si rimanda al classico C. IBBA, *Professione intellettuale e impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, II, 370.

²⁶⁶ Ed in particolare alle regole di comportamento di cui all'art. 6.

²⁶⁷ Art. 16, comma 2, secondo periodo.

²⁶⁸ Volte, principalmente, a conservare lo *status quo ante* in relazione ai soggetti che già esercitavano tale attività: cfr. art. 18. Le società commissionarie di borsa (sulle quali si veda già a nt. 173) non sono più ammesse nel nostro ordinamento dal 1992: cfr. C. COLTRO CAMPI, *Voce "SIM"*, cit. (nt. 260), 497.

Inoltre, se le sim e gli altri soggetti autorizzati prestavano il servizio di sollecitazione all'investimento o altri servizi fuori dalla propria sede sociale o dalle sedi secondarie²⁶⁹, dovevano necessariamente avvalersi di persone fisiche all'uopo abilitate, i c.d. promotori finanziari (art. 5, comma 1)²⁷⁰ che operavano necessariamente per conto di un'unica sim (c.d. monomandato)²⁷¹ che rispondeva in solido con essi per i danni arrecati a terzi²⁷²: questa nuova figura attribuiva una veste istituzionale precisa agli agenti delle reti di distribuzione o, come si diceva allora, i "consulenti finanziari"²⁷³. L'attività dei promotori trovava la propria disciplina speciale nel dedicato regolamento Consob (Regolamento Promotori)²⁷⁴, che disponeva alcuni obblighi di comportamento²⁷⁵ assistiti da una sanzione pecuniaria in caso di inadempimento²⁷⁶.

²⁶⁹ L'attività "porta a porta" o, secondo la dizione adottata nel nostro ordinamento dal Decreto Eurosim in poi, l'"offerta fuori sede", costituisce un fulcro attorno al quale si svolgono molte delle problematiche in tema di consulenza che si considereranno: per una trattazione generale del tema cfr. M. BESSONE-F. BUSNELLI, *La vendita "porta a porta" di valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1992.

²⁷⁰ Era definito promotore "chi, in qualità di dipendente, agente o mandatario, esercita professionalmente l'attività di [offerta al pubblico di servizi effettuata in luogo diverso dalla sede sociale della SIM], e comunque nell'esercizio dell'attività di sollecitazione all'investimento". L'esplicito riconoscimento normativo della professione e l'obbligo di iscrizione all'apposito albo istituito presso la Consob (art. 5, comma 5) costituiva l'esito di quella che è stata definita "la battaglia per l'albo", portata avanti sia dai promotori medesimi (tramite l'ANASF, associazione di categoria) che dalle autorità per regolamentare puntualmente la professione: cfr. V. ROPPO, *Promotori finanziari e mercato del risparmio: un mercato che cambia, una professione che cresce*, in *Econ. dir. terz.*, 2009, 205. La SIM rispondeva dei danni "arrecati a terzi nell'esercizio delle incombenze [a loro] affidate [...] anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale" (art. 5, comma 5), e si veda C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 258), 27 ss. La violazione dell'obbligo era sanzionata da un'aspra sanzione pecuniaria (art. 5, comma 2).

²⁷¹ Secondo quanto previsto dall'art. 5, comma 3; si trattava delle c.d. sim reti, che erano abilitate alla sollecitazione del pubblico risparmio fuori sede.

²⁷² Indipendentemente dall'accertamento in sede penale della responsabilità dell'intermediario: art. 5, comma 4.

²⁷³ Lo si legge nella relazione del Sen. Riccardo Triglia al disegno di legge n. 953/B recante "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari", Roma, 13 dicembre 1990, paragrafo 2, pubblicata in D. VIANI-E. ZANELLI, *Sim.*, cit. (nt. 187), 42. Per il ruolo dei "consulenti finanziari" ante l. 1/1991 si veda nt. 194 e testo relativo.

²⁷⁴ Regolamento in materia di promotori finanziari, adottato con deliberazione del 2 luglio 1991, n. 5388 secondo quanto previsto dall'art. 5 della legge 1/1991.

²⁷⁵ Due erano gli obblighi che qui particolarmente rilevano: innanzitutto l'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità (art. 14, comma 1), che corrispondono ai rispettivi doveri imposti agli intermediari di cui si dirà *infra* (al paragrafo 3.4); erano poi previsti obblighi di informazione, anch'essi già presenti nel regime generalmente applicabile agli intermediari (nt. 302 e testo corrispondente), ma più

Il legislatore – e qui si arriva al centro della questione – tramite l'unica norma di legge espressamente riservata alla disciplina della consulenza, vietava proprio ai promotori di effettuare la consulenza secondo la modalità “porta a porta” (art. 5, comma 3, ultimo periodo): mi sembra che questa disposizione costituisca una delle principali incongruenze del sistema delineato dalla l. 1/1991. I motivi di questo divieto possono essere ricondotti alla delicatezza dell'attività, che mal si presta ad essere esercitata in una simile situazione, nonché al rischio che questa venisse combinata al collocamento dei prodotti, realizzando, di fatto, una gestione di portafoglio mascherata, come si è già detto nel paragrafo che precede²⁷⁷, o piuttosto rientrando semplicemente nell'ambito della consulenza strumentale al collocamento di cui all'art. 1, lett. f) della l. 1/1991. Con riferimento a quest'ultimo caso, il divieto destò non poche critiche da parte della dottrina, che ancora percepiva, secondo quanto visto per le opinioni diffuse nel periodo antecedente al 1991, il momento consulenziale come determinante ai fini della prestazione di altri servizi, quali, ad esempio, la raccolta di ordini²⁷⁸: in altre parole, non ci sarebbe stata alcuna “promozione” senza una qualche forma di “consulenza”. Sicuramente era quindi vietata la prestazione di consulenza riservata; diverso il discorso della consulenza incidentale, connaturata all'attività svolta dal promotore che era addirittura caldeggiata dalla disciplina degli obblighi di comportamento specificamente previsti per quest'ultimo, che doveva “fornire al cliente le informazioni necessarie per fargli compiere le scelte più aderenti ai suoi interessi ed alla sua situazione finanziaria”²⁷⁹.

dettagliati per quanto riguarda le modalità di verifica dell'informazione necessaria (e si veda l'art. 4, comma 6, la nota 279 ed il testo relativo). Nonostante, come si vedrà, il promotore non potesse svolgere la consulenza riservata, parte della dottrina giungeva ad escludere anche l'esercizio da parte loro della consulenza che si è definita incidentale: in questo senso C. COLTRO CAMPI, *Voce “Promotori di servizi finanziari”*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, Torino, Utet, 1995, 409. Gli obblighi che si sono ricordati, avendo natura generale, costituiscono una sintesi ed un adattamento di quelli previsti dalle regole applicabili a tutti gli intermediari. Per le altre regole di dettaglio applicabili al promotore si veda sempre C. COLTRO CAMPI, *ibidem*.

²⁷⁶ Si tratta di quella prevista dall'art. 8, lett. g) della l. 1/1991 secondo le modalità di cui all'art 17 del Regolamento Promotori.

²⁷⁷ Di “estrema labilità dei confini” tra consulenza e gestione parlava la Consob nella fondamentale comunicazione n. BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994.

²⁷⁸ C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 258), 29 ss.

²⁷⁹ Art. 4, comma 6 del Regolamento Promotori. Pur nella consapevolezza della differenza terminologica che intercorre tra informazione da un lato ed istruzione, consiglio e consulenza dall'altro, ritengo che un obbligo informativo con queste caratteristiche attribuisse al promotore lo spazio necessario per fornire un consiglio, specialmente se si considera l'obbligatoria personalizzazione dell'informazione fornita (si parla infatti delle “scelte più aderenti” alla sua situazione finanziaria). Questa interpretazione mi sembra inoltre confermata dalla comunicazione Consob BOR/RM/94005134, che stabilisce che i promotori non possono “mancare di “consigliare” [e non già dare indicazioni!] i clienti

Si ritrova pertanto, anche in queste regole, una forte tensione tra consulenza riservata e consulenza incidentale: una tensione di fatto, simile a quella già vista con l'altra fattispecie finitima di gestione con preventivo assenso, che però non aveva trovato espresso riconoscimento legislativo, ma che già era percepita, in qualche modo, come potenzialmente pericolosa; indici della percezione dell'importanza del problema traspaiono dalle regole di organizzazione all'epoca vigenti, di cui è opportuno dare conto.

3.4. Regole di organizzazione.

La prestazione congiunta di diversi servizi di investimento, esecutivi e non²⁸⁰, cagiona necessariamente un problema di disallineamento degli incentivi tra intermediario e cliente²⁸¹, che venivano arginati tramite regole che miravano non solo a garantire la stabilità patrimoniale degli intermediari²⁸², ma soprattutto, per quanto riguarda i conflitti di interessi²⁸³, a separare le varie funzioni dei soggetti, ora complessi²⁸⁴, che esercitavano più di una attività di intermediazione mobiliare. L'organizzazione veniva ad

circa i valori mobiliari ai quali si riferisca la sollecitazione". Nello stesso senso la dottrina maggioritaria dell'epoca, ed in particolare E. ROPPO, *Sim di distribuzione e promotori finanziari nel regime dell'attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Contr. impr.*, 1992, 61 ss. e sembra anche P. GAGGERO, *La natura del promotore finanziario (note a margine del convegno di Genova del 19/12/1992)*, in *Econ. dir. terz.*, 1993, 262; *contra* C. COLTRO CAMPI, *Voce "promotori di servizi finanziari"*, cit. (nt. 276); non considera la differenza tra informazione e consiglio, invece, C. TABELLINI, *Una prima lettura delle nuove norme sul «promotore di servizi finanziari»*, in *Dir. fall.*, 1992, 285. La disposizione in parola fa inoltre trasparire, che l'idea di investitore fatta propria da queste norme è indubbiamente quella dell'*homo economicus* di matrice neoclassica (cfr. capitolo I, paragrafo 4 e, di seguito, il paragrafo 6).

²⁸⁰ Secondo la distinzione vista nel capitolo I, paragrafo 1.

²⁸¹ Cfr. Capitolo I, paragrafo 3.

²⁸² L'art. 2 del Regolamento Banca d'Italia prevedeva per le SIM che esercitavano l'attività di consulenza un capitale minimo versato sensibilmente inferiore di quello previsto in caso di esercizio di attività diverse, ossia pari a 600 milioni di lire, contro i 3 miliardi richiesti per le SIM che svolgevano attività di negoziazione in proprio. La maggiore preoccupazione per l'integrità patrimoniale della società in quest'ultimo caso è perfettamente comprensibile, ma una così sensibile differenza consente anche di dedurre che l'attività svolta dalle SIM di consulenza non veniva percepita come potenzialmente foriera di responsabilità particolarmente gravose.

²⁸³ Il dibattito dottrinale sul tema era già molto ampio prima della riforma, ed in particolare si rimanda a F. CAVAZZUTI, *Conflitti di interessi*, cit. (nt. 171), *passim* e, in un'ottica comparata, R. ALESSI, *La disciplina dell'intermediazione mobiliare in una prospettiva comparatistica: in particolare il conflitto di interessi*, in *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di A. Predieri, Milano, Giuffrè, 1993, 176 ss.

²⁸⁴ L'agente di cambio, infatti, era un soggetto tipicamente non organizzato, diversamente dalla SIM: F. ANNUNZIATA, *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato*, cit. (nt. 162), 634 s.

assumere, con le parole anglicizzanti della dottrina dell'epoca, un ruolo "centrale e mandatorio"²⁸⁵.

L'art. 11 del Regolamento Banca d'Italia²⁸⁶ imponeva la separazione organizzativa e contabile delle attività relative alla consulenza da tutte le attività di intermediazione, salva la gestione di patrimoni²⁸⁷ ed il *caveat* visto sopra con riferimento all'attività di consulenza incidentale²⁸⁸. Veniva percepito, insomma, il potenziale conflitto di interessi derivante dalla prestazione della consulenza congiuntamente a tutti gli altri servizi, ma la reazione al problema – che pare decisa, almeno stando al tono perentorio delle regole di separazione – veniva stemperata dalla previsione, per quanto sottotraccia, di una disciplina speciale della consulenza incidentale; quest'ultima risultava così, nonostante gli sforzi interpretativi della Consob sopra visti, sufficientemente sfumata da rendere difficile una netta distinzione concettuale²⁸⁹ e da prestarsi a comportamenti da parte degli intermediari che ben avrebbero potuto, in pratica, annullare la sofisticata disciplina del servizio²⁹⁰.

È opportuno chiedersi quale sia la *ratio* giuridica dell'esclusione della consulenza incidentale dall'applicazione delle norme organizzative: le differenze sussistenti tra le due fattispecie giustificano una così pesante discrepanza di regolamentazione?

Vi è da dire, per vero, che le differenze in tema di regole organizzative tra consulenza strumentale e consulenza riservata è netta sulla carta, ma non molto netta di fatto.

Dal punto di vista della stabilità, infatti, se l'intermediario si poneva il problema di svolgere un'attività di consulenza incidentale, significa che già aveva ottenuto un'autorizzazione ai fini dell'esercizio di un'altra attività che, come si è visto, prevedeva requisiti di consistenza patrimoniale più sostanziosi di quelli a cui erano sottoposte le SIM di sola consulenza²⁹¹.

²⁸⁵ F. ANNUNZIATA, *Intermediazione mobiliare*, cit. (nt. 162), 634.

²⁸⁶ Emanato secondo quanto previsto dall'art. 9, comma 5, lett. c).

²⁸⁷ Esclusione chiaramente comprensibile se si considera che la gestione assorbe la consulenza: sulla gestione in particolare si veda R. CLARIZIA-A. MAGNONI, *La gestione personalizzata di patrimoni mobiliari: la l. 1/1991 e i regolamenti della Consob*, Milano, Giuffrè, 1993; R. COSTI, *La gestione di patrimoni e la legge sulle SIM*, in *La banca e i nuovi contratti*, a cura di G. De Nova, Milano, Edibank, 1993, 11 ss. e, in un'ottica comparata, F. CAPRIGLIONE, *Le gestioni di patrimoni mobiliari: un'analisi comparata*, Milano, Giuffrè, 1991.

²⁸⁸ Cfr. paragrafo 3.1.

²⁸⁹ E si veda, per tentare di chiarire queste differenze, la tabella al paragrafo che precede.

²⁹⁰ E quindi condurre, alternativamente, ad una prestazione di consulenza *tout court* priva di autorizzazione oppure, in caso di esercizio combinato di consulenza e negoziazione, una gestione di portafoglio abusiva. Questi due profili di rischio non mi pare fossero affrontati in maniera sufficientemente netta dalla disciplina in esame.

²⁹¹ Cfr. nt. 282.

Rimaneva il problema della separazione: non nascondo, tuttavia, una certa perplessità sulla possibilità che simili misure avessero per arginare in maniera effettiva i conflitti di interesse nel contesto della consulenza incidentale²⁹². Se così fosse, la realtà pratica della differenza *in action* che deriva dall'esistenza di diverse fattispecie potrebbe non essere particolarmente accentuata. Bisogna però verificare come le regole di comportamento si atteggiino in questo senso, ossia se le differenze, che sopra si sono viste esistere tra consulenza riservata ed incidentale, derivanti dal rinvio selettivo per la disciplina della prima alla seconda, siano insufficienti a delineare una disciplina efficacemente distinta degli istituti.

3.5. Regole di comportamento

Nel regime della legge 1/1991 erano previste regole di comportamento applicabili alla generalità dei servizi e regole specifiche per l'attività di consulenza riservata ed incidentale: se ne tratterà separatamente.

Chi intendeva prestare consulenza doveva innanzitutto rispettare i "principi generali" e le "regole di comportamento" previsti dalla legge, ai quali era intitolato l'art. 6²⁹³, che doveva essere applicato, secondo quanto previsto dall'*incipit* dell'unico comma, alle SIM "nello svolgimento delle loro attività", consulenza inclusa²⁹⁴.

Vi erano, innanzitutto, i principi generali di diligenza, correttezza e professionalità di cui all'art. 6, lett. a): nonostante si trattasse chiaramente della ripetizione di obblighi già presenti nella disciplina del codice²⁹⁵, la dottrina civilistica discuteva animatamente della portata di tale richiamo²⁹⁶,

²⁹² Piuttosto che insistere sulla separazione organizzativa, come si vedrà, sarebbe più opportuno analizzare a fondo i fattori idonei a disallineare gli incentivi, ovvero, in termini giuridici, a creare situazioni di conflitto di interessi, nella relazione tra intermediario e cliente, come si è visto nel capitolo I.

²⁹³ Queste regole, in certa misura, rendevano vincolanti i principi di cui al visto codice di condotta europeo (cfr. nt. 188): in questo senso C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 209), 39, e E. BERLANDA, *Commento alla legge sull'intermediazione mobiliare*, in D. VIANI-E. ZANELLI, *Sim*, cit. (nt. 187), XXIII.

²⁹⁴ Sembra ovvio che queste regole si applichino alla consulenza, ma la dottrina del tempo teneva a specificarlo, proprio perché percepiva l'attività di consulenza come, lo si è detto, non di intermediazione *tout court* ed ancillare agli altri servizi: C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 209), 39 ("l'articolo considerato si riferisce [...] anche [alla] semplice consulenza (semplice per modo di dire, essendo in realtà, forse la attività più delicata e difficile)").

²⁹⁵ Segnatamente agli artt. 1175 e 1176 c.c., e nonostante nella legge speciale norme così distinte per funzione e contenuto fossero poste sullo stesso piano: cfr. nt. 297.

²⁹⁶ E si vedano, ad esempio, le parole di un'autorevole dottrina che, dopo un'approfondita analisi di questi principi in relazione alle disposizioni codicistiche, osservava che "con larga probabilità l'art. 6 poteva restare nella *penna* del legislatore giacché presumibilmente

a tratti apertamente criticando questa formulazione²⁹⁷, e giungendo a conclusioni significativamente divergenti per quanto riguarda la possibilità e la portata del ricorso alle altre regole del diritto comune (ed in particolare del mandato) ai fini di integrare la disciplina speciale²⁹⁸. La disposizione andava oltre, specificando che l'attività dell'intermediario doveva essere svolta "nella cura dell'interesse del cliente"²⁹⁹, statuizione importante in principio, ma che è senza dubbio difficile da rendere cogente.

Alle lettere seguenti si ritrovavano gli specifici obblighi di comportamento, connotati da una forte componente informativa, e prevedevano: la consegna di un documento informativo³⁰⁰; l'obbligo di forma scritta³⁰¹; un duplice obbligo informativo da³⁰² e per³⁰³ il cliente; il

l'art. 1337 c.c., ove rettamente (se non coraggiosamente) interpretato, avrebbe potuto autonomamente offrire tutela al consumatore – investitore": F. REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, 617 ss.

²⁹⁷ Ad esempio C. CASTRONOVO, *Diritto civile e legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, a cura di S. Mazzamuto e G. Terranova, Napoli, Jovene, 1993, 42 ss., parlando di "cattiva ripetizione degli artt. 1175 e 1176 c.c."

²⁹⁸ Alcuni, infatti, argomentavano in favore della valorizzazione dei riferimenti alla disciplina codicistica attraverso l'interpretazione estensiva degli obblighi civilistici: V. SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1994, 794. Dovevano invece essere interpretati in senso restrittivo secondo F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari: l'esperienza francese, inglese e italiana*, Milano, Egea, 1993, 344 ss., che enucleava principi di interpretazione speciali ed autonomi rispetto alla legge (*ibidem*, 271 ss.).

²⁹⁹ Non già nell'interesse "esclusivo" del cliente, come in una formulazione precedente del testo riportata da C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 209), 36. È vero infatti che l'attività di consulenza è svolta dall'intermediario per un interesse proprio (che è costituito dalla percezione del corrispettivo), e non sarebbe pertanto corretto imporgli di svolgere l'attività nell'esclusivo interesse altrui. È anche vero, per converso, che l'interesse dell'intermediario alla remunerazione è compatibile con quello del cliente, e tale divergenza trova composizione nelle cause tipiche della vendita e del mandato; ciò da cui si deve tutelare qui l'interesse del cliente sono le ripercussioni negative che su di esso possono avere incentivi ulteriori ed *estranei al rapporto di consulenza*. A queste problematiche sono dedicate le norme sul conflitto di interessi, sulle quali più oltre nel testo.

³⁰⁰ Il documento doveva contenere l'indicazione e la descrizione delle attività svolte nonché l'elenco dei soggetti appartenenti al gruppo dell'intermediario (art. 6, comma 1, lett. b) del Regolamento 5387. Questa disposizione riprendeva la Raccomandazione della Commissione (*supra* nt. 188).

³⁰¹ Nel "contratto scritto" (formula certamente poco elegante, se non "rozza" secondo C. CASTRONOVO, *Diritto civile e legislazione nuova*, cit. (nt. 299), 43) previsto dall'art. 6, lett. c) dovevano essere indicate la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi e l'entità e i criteri di calcolo della loro remunerazione, nonché le altre condizioni particolari convenute con il cliente; copia del contratto doveva essere consegnata al cliente (art. 6, comma 1, lett. c) del Regolamento 5387). La conclusione per iscritto del contratto c.d. quadro, tuttavia, non pareva precludere la conclusione delle

divieto del c.d. *churning*³⁰⁴, unito ad un (seppure embrionale ma generalizzato) vaglio di adeguatezza delle operazioni, che mi sembra applicabile espressamente alla consulenza³⁰⁵ in virtù del richiamo al “consiglio” formulato dall’intermediario e pertanto – alla luce dell’asserita generalità di questi principi –, sia (direttamente) alla consulenza riservata, sia (indirettamente) alla consulenza incidentale³⁰⁶, rispecchiando la terminologia usata dalla Consob³⁰⁷. Il punto dell’adeguatezza è assai rilevante: era infatti uno dei tratti della disciplina dai quali si evinceva che il legislatore fosse convinto che un momento consulenziale fosse inevitabile nella prestazione dei servizi di investimento³⁰⁸, e che costituiva la

singole pattuizioni operative in altra forma: tra i tanti in questo senso, C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 209), 37 s. L’argomento principalmente utilizzato in questo senso faceva leva sulla specifica previsione della forma scritta a pena di nullità da parte di altre, più specifiche disposizioni della l. 1/1991, ed in particolare l’art. 8, comma 4 in tema di contratto di gestione. Mi sembra, peraltro. L’unico modo di giustificare il passo della relazione finale alla l. 1/1991, dove si legge che “la consulenza è anche un’attività che non incontra le limitazioni e gli obblighi delle altre [...]: nessun contratto scritto”.

³⁰² Ossia l’acquisizione preventiva delle informazioni sulla situazione finanziaria del cliente rilevanti ai fini dello svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare (art. 6, comma 1, lett. *d*) del Regolamento 5387. Questa disposizione riprendeva la Raccomandazione della Commissione (*supra* nt. 188).

³⁰³ Si trattava dell’obbligo di operare in modo che il cliente fosse sempre adeguatamente informato sulla natura e sui rischi delle operazioni (c.d. informazione continua), sulle loro implicazioni e su qualsiasi atto, fatto o circostanza che fossero “necessari per prendere consapevoli scelte di investimento o di disinvestimento” (art. 6, comma 1, lett. *e*) del Regolamento 5387. Questa disposizione riprendeva la Raccomandazione della Commissione (*supra* nt. 188), e faceva particolare affidamento sulle capacità cognitive del cliente.

³⁰⁴ Cioè di “consigliare o effettuare operazioni con frequenza non necessaria” al solo fine di lucrare provvigioni (art. 6, comma 1, lett. *g*), primo periodo). Questa disposizione riprendeva la Raccomandazione della Commissione (*supra* nt. 188).

³⁰⁵ Non si fa riferimento solo al divieto di “consigliare o effettuare operazioni di dimensioni eccessive in rapporto alla situazione finanziaria del cliente” (corsivo mio; è sempre l’art. 6, comma 1, lett. *g*), primo periodo). Diversamente, la disposizione del Regolamento 5387 espressamente dedicata all’adeguatezza delle operazioni (l’art. 8) si riferisce, appunto, alla “rice[zione] da un cliente [di] disposizioni relative ad operazioni che [...] non appaiono adeguate per il cliente stesso”, e gli obblighi di informazione relativi non risultavano pertanto direttamente applicabili alla consulenza, che non è un servizio di intermediazione *tout court* (come già visto al capitolo I, paragrafo 1).

³⁰⁶ Mentre non sembrano compatibili con la natura della consulenza incidentale il requisito della forma scritta del contratto, dovevano ritenersi non applicabili anche le regole di comportamento previste specificamente per la consulenza non espressamente richiamate dall’art. 24, comma 3 del Regolamento 5387.

³⁰⁷ Si rimanda al paragrafo 3.1.

³⁰⁸ E tra i tanti si veda F. BOCHICCHIO, *Intermediazione mobiliare*, cit. (nt. 41).

giustificazione della consulenza incidentale come sopra descritta³⁰⁹. L'intermediario non doveva infatti solamente fornire informazioni, bensì valutarle alla luce degli interessi e delle propensioni del cliente, passandosi dunque da un sistema dove il consiglio prima dell'operazione veniva fornito su base volontaria, ad uno nel quale esso era oggetto di uno specifico obbligo³¹⁰.

Era infine prevista una già piuttosto elaborata³¹¹ disciplina del conflitto di interesse³¹²: divieto di *effettuare* operazioni in conflitto (non già di consigliarle, come invece visto sopra per le operazioni di dimensioni eccessive³¹³) salvo comunicazione al cliente per iscritto che ne specifichi la natura e l'estensione ed approvazione, sempre per iscritto da parte del cliente. Innanzitutto questa disposizione non era stata scritta con in mente la consulenza, proprio perché fa riferimento ad operazioni "effettuate". Essa era inoltre imperniata sul principio di *disclosure* e, in definitiva, di autonomia del cliente – che ben poteva, una volta informato, accettare la situazione di conflitto –. In terzo luogo, la disciplina era, a suo modo, interventista, se si considera che imponeva un perentorio divieto, seppur disattivabile previa informazione e consenso secondo il modello del *disclose or abstain*.

L'alto livello di dettaglio di questa normativa, tuttavia, impediva una razionale ripartizione dell'onere regolamentare tra legislatore e Consob, privando la disciplina della flessibilità che le norme secondarie avrebbero

³⁰⁹ Rilevava chiaramente l'interconnessione tra vaglio di adeguatezza e consulenza strumentale C. IANNUZZI, *La consulenza sulle operazioni relative a valori mobiliari: il suo duplice profilo nel nuovo sistema di tutela del risparmio*, in *Bancaria*, 1993, 3, 28 s.

³¹⁰ C. IANNUZZI, *La consulenza*, cit. (nt. 309), 29.

³¹¹ Ovviamente, con riferimento al periodo del quale si discorre. Si deve considerare che questa disciplina era piuttosto avanzata considerato il trattamento che il problema riceveva, per esempio, nel contesto dell'amministrazione delle società per azioni: più di una decade dovrà attendersi perché il legislatore ponga un rimedio, quantomeno formale, a quella situazione. Su questa problematica si veda, per la disciplina in vigore nel periodo antecedente alla riforma del 2003, L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interesse degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000, nonché, più recentemente, L. ENRIQUES, A. POMELLI, *sub art. 2391*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2005, 758 ss. e M. VENTORUZZO, *sub art. 2391*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P.G. Marchetti *et al.*, Milano, Egea, 2005, 462 ss.

³¹² Si trattava in particolare del divieto di effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se l'intermediario avesse avuto direttamente o indirettamente un interesse conflittuale nell'operazione, a meno che non avesse comunicato per iscritto al cliente la natura e l'estensione del suo interesse nell'operazione, e il cliente non abbia preventivamente ed espressamente acconsentito per iscritto alla effettuazione dell'operazione (art. 6, comma 1, lett. *f*), secondo periodo). Questa disposizione riprendeva la Raccomandazione della Commissione (*supra* nt. 188).

³¹³ Cfr. nt. 305

potuto garantirle³¹⁴. Bisogna pertanto riconoscere che le disposizioni esaminate contenevano già *in nuce* tutti gli elementi cardine di una moderna ed organica disciplina dei servizi, ma, fatta eccezione per il menzionato riferimento al “consiglio”, erano state scritte con in mente le operazioni di intermediazione finanziaria vere e proprie, trascurando (o, più correttamente, sottovalutando) la consulenza³¹⁵. Si può inoltre osservare che questo assetto di regole generali abbracciava pienamente il paradigma dell’investitore informato e, nonostante non dettasse una disciplina dei conflitti di interesse specificamente orientata alla consulenza, denotava la sensibilità del legislatore al problema.

Confermano quanto ricavato dalle viste disposizioni quelle, ancora una volta generali, previste dal Regolamento 5387, che puntualizzava l’applicabilità di una disciplina del conflitto di interesse sostanzialmente identica a quella prevista dalla legge per i servizi “esecutivi”³¹⁶. Inoltre, ribadiva e specificava alcune regole già presenti nella disciplina primaria³¹⁷, sanciva la parità di trattamento dei clienti³¹⁸ ed una forma di *know your merchandise rule*³¹⁹.

Di particolarissimo interesse ai nostri fini è il lapidario divieto di retrocessione delle commissioni che si trova all’art. 5, comma 2 ultimo periodo del Regolamento 5387. Il problema della retrocessione, e della remunerazione in generale, che è già stato affrontato nel capitolo I³²⁰, è di

³¹⁴ Questa impostazione sarà criticata dalla dottrina degli anni successivi (F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento degli intermediari*, in *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, Bancaria, 1998, 109), e verrà modificata dalle disposizioni del Decreto Eurosim: si veda nt. 428 e testo relativo.

³¹⁵ Questa impressione si ricava anche dalla lettura del complesso della legge dove, come si è detto, il termine “consulenza” appare due sole volte e, diversamente da quanto avvenuto in precedenti progetti di legge (si veda il paragrafo 2), non si era ad essa dedicato che un comma di disciplina (in particolare, quello sul divieto di prestazione “porta a porta” del servizio). Diversamente avveniva per la gestione (art. 8) e per la negoziazione (artt. 11 e 12), attività percepite come più pericolose (e si veda anche quanto detto sul tema riguardo ai requisiti prudenziali stabiliti dal Regolamento Banca d’Italia).

³¹⁶ L’art. 4 del Regolamento 5387, oltre a ribadire sostanzialmente quanto affermato dalla legge sul punto (cfr. nt. 312), specificava che l’informativa relativa al conflitto che fosse fornita tramite formulari prestampati dovesse recare un’“intestazione graficamente evidenziata”.

³¹⁷ Si fa innanzitutto riferimento al duplice scambio di informazioni con il cliente (artt. 6 e 7): in particolare l’art. 6, comma 3 specificava che la conseguenza del rifiuto da parte del cliente di fornire informazioni dovesse risultare per iscritto ma non fosse una condizione essenziale per la prestazione del servizio.

³¹⁸ Art. 3, comma 1, lett. b) Questa disposizione riprendeva la Raccomandazione della Commissione (*supra* nt. 188).

³¹⁹ All’art. 3, comma 2 del Regolamento 5387, che non è stato riprodotto nel Regolamento 8850.

³²⁰ Ed in particolare al paragrafo 3.

primaria importanza, specialmente se si considera con quale efficacia l'importo di tali commissioni può "indirizzare" l'intermediario (e di conseguenza il cliente) verso un valore mobiliare rispetto ad un altro. In particolare questo divieto rappresenta la prima delle due notabili eccezioni alla strategia della *disclosure* che si possono rinvenire nel regime applicabile alla consulenza nel vigore della l. 1/1991: la seconda, lo si vedrà a breve, concerne il divieto di cumulare consulenza e *dealing*. Come quest'ultimo, anche il divieto di retrocessione cadrà con l'approvazione del Regolamento 8850.

Vi era infine una disciplina minuziosa del contenuto dei contratti³²¹, anch'essa chiaramente ispirata da esigenze diverse da quelle della consulenza³²². Quanto al contratto, pertanto, le regole di contenuto, congiuntamente a quelle di forma³²³, delineavano un modello che la dottrina riconduceva senza troppa esitazione a quello dell'appalto di servizi³²⁴.

Notevole, inoltre, è la previsione di un regime di minor tutela per i c.d. operatori qualificati, di cui all'art. 13, del quale non si trova alcuna traccia nel testo della legge, che fa sempre generico riferimento al "cliente"³²⁵.

La specifica attenzione alla consulenza, nel contesto di queste regole di comportamento generali, era dunque minima: difatti solamente l'art. 8,

³²¹ Art. 9, assistito, al comma 2, da una clausola di compatibilità con il servizio di volta in volta prestato.

³²² L'elenco, infatti, fa spesso riferimento all'"esecuzione di ordini", alla "vendita allo scoperto", agli "obblighi di deposito titoli" ed i "valori inizialmente conferiti". Non pare esservi, per converso, alcuna regola prevista espressamente per il servizio di consulenza: ciò, ancora una volta, è in linea con ciò che si è detto sulla bassa pericolosità percepita di questo servizio.

³²³ Già vista *supra*, n. 301 e testo relativo.

³²⁴ In questo senso F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, cit. (nt. 259), 119, nt. 117; logicamente da escludere pare invece la figura del contratto d'opera (art. 2222 c.c.) se non per gli agenti di cambio, uniche persone fisiche allora abilitate alla prestazione del servizio (similmente R. DELLA VECCHIA, *Il servizio di consulenza*, cit. (nt. 227), 31).

³²⁵ La dottrina, nel dibattito per il recepimento della ISD (di cui ai paragrafi 4 ss.), segnalava lo scarso rilievo che il legislatore aveva riservato alle distinzioni tra clienti in ragione delle qualità personali, ed auspicava che anche il regime dei contratti fosse differenziato, e per legge: R. LENER, *Attuazione della direttiva sui servizi di investimento: alcuni errori da evitare*, in *Società*, 1996, 387. Sotto il profilo dell'identificazione dei soggetti che ricevevano una minore tutela, l'art. 11, comma 2 del Regolamento 8850 includeva un elenco di soggetti istituzionalmente presunti professionali (sim, banche, società fiduciarie ed agenti di cambio) oltre ad una clausola generale, che comprendeva "ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante". Questa norma, per quanto criticabile (e si veda R. LENER, *Decreto Eurosim: il sistema di vigilanza*, in *Società*, 1996, 1031), costituisce un altro tassello rilevante per caratterizzare la modalità di tutela dell'investitore debole nel vigore della l.1/1991.

ribadendo quanto già stabilito dalla legge³²⁶, vietava di “consigliare” operazioni non adeguate”, accennando implicitamente ai rapporti di consulenza e gestione. Ma ciò può essere giustificato in relazione all’attenzione che gli artt. 36 ss. dedicavano alla consulenza in maniera esclusiva.

Le modalità di prestazione del servizio di consulenza, ed in particolare delle “indicazioni” che, come si è detto³²⁷, ne costituiscono l’oggetto, erano definite in maniera minuziosa dagli artt. 36 ss. del Regolamento 5387³²⁸, e possono essere classificate in tre principali categorie: norme sulle caratteristiche delle indicazioni da fornire, norme sul merito delle indicazioni medesime, e norme sul conflitto di interesse.

Le indicazioni da fornire, secondo quanto previsto dall’art. 36 del Regolamento 5387, dovevano essere chiare, facilmente accessibili “sia per quanto attiene al contenuto che alle modalità di rappresentazione”³²⁹; non dovevano indurre in errore il cliente, e ciò veniva garantito dal divieto di fornire elementi di supporto fuorvianti³³⁰ e dall’obbligo di previo vaglio delle indicazioni “secondo le procedure aziendali”³³¹; dovevano “chiaramente descrivere la natura, le caratteristiche ed i rischi specifici dell’operazione o del servizio di intermediazione consigliato”³³², e non dovevano “includere informazioni o dati circa l’andamento precedente delle quotazioni di un valore mobiliare o il risultato precedente di un servizio di intermediazione”³³³. Non sembra, per la verità, che gran parte di queste regole aggiungano alcunché all’obbligo generale di buona fede e correttezza: esse hanno un taglio molto operativo, e sono formulate più come un manuale per gli addetti ai lavori che norme giuridiche di portata generale ed astratta. Ciò, tuttavia, non mi pare possa dirsi per l’ultimo dei requisiti visti; infatti l’obbligo di non fare riferimento alla *performance* passata di un valore o di un servizio può costituire qualche cosa di più sofisticato e specifico.

Quest’ultima esclusione, infatti, potrebbe tradire la consapevolezza da parte della Consob non solo del dato economico noto dell’impossibilità delle prestazioni precedenti di fornire una previsione attendibile sulle prestazioni future, ma soprattutto dell’*hindsight bias*³³⁴, ossia dell’influenza

³²⁶ Cfr. nt. 305.

³²⁷ Per la valenza del termine nella definizione data dalla Consob si rimanda al paragrafo 3.1

³²⁸ E qui è opportuno, nonostante la mole della disposizione, riprodurla interamente: “”

³²⁹ Art. 36, lett. a) del Regolamento 5387.

³³⁰ Art. 36, lett. b) del Regolamento 5387.

³³¹ Art. 36, lett. c) del Regolamento 5387.

³³² Art. 36, lett. d) del Regolamento 5387.

³³³ Art. 36, lett. e) del Regolamento 5387; questa disposizione, tuttavia, disapplicava il divieto in alcuni casi specifici, per i quali si veda più oltre nel testo.

³³⁴ Visto al capitolo 1, paragrafo 6.

sproporzionata che i dati acquisiti dalla memoria possono esercitare sulle previsioni del futuro. Così, tuttavia, non è: continuando a leggere la disposizione si nota infatti non solo che essa è assistita da temperamenti talmente pesanti da eroderne significativamente la portata³³⁵, ma anche che taluni di essi escludono la percezione di questo problema³³⁶.

Nel merito, poi, le indicazioni dovevano essere “adeguate in relazione agli altri suoi investimenti ed alla sua situazione finanziaria”: qui ritorna, pertanto, il requisito dell’adeguatezza, con due *caveat*: si applica solo al consiglio di “operazioni di acquisto o di vendita di valori mobiliari” – non già al consiglio di servizi –, e deve essere parametrata ai due menzionati indici, che venivano ricavati dalle informazioni ottenute dal cliente. Quest’ultimo, come visto, poteva anche rifiutarsi di prestarle, e dunque, questo requisito dell’adeguatezza non era assolutamente irrinunciabile³³⁷. La regola non fu replicata nel Regolamento 8850 specificamente per la consulenza³³⁸, ma risultava applicabile al servizio ad opera della prescrizione generale contenuta nel suo art. 6, comma 1, lett. c)³³⁹.

³³⁵ Informazioni e dati circa l’andamento precedente dei valori o dei servizi potevano infatti essere inclusi al ricorrere di determinate condizioni: dovevano essere “strettamente necessarie per la valutazione” (art. 36, comma 1, lett. e), n. 1) – requisito venuto meno nella versione dell’art. 33, comma 1, lett. e) del Regolamento 8850, che così ampliava ulteriormente le possibilità di esenzione –, doveva esservi indicata la fonte (art. 36, comma 1, lett. e), n. 2), le informazioni dovevano essere riportate in modo “completo e corretto” (art. 36, comma 1, lett. e), n. 3), salvo l’avvertimento che “le indicazioni o i dati non costituiscono necessariamente un utile indicatore delle future prospettive di investimento” (art. 36, comma 1, lett. e), n. 4). Considerata l’ampia portata di queste esclusioni, pertanto, può dirsi che la portata del divieto in parola risultava considerevolmente erosa.

³³⁶ Tra le esclusioni, infatti, figura l’indicazione chiara della fonte dei dati (lett. e), n. 2), che in nessun modo può influenzare la percezione dei dati medesimi da parte del cliente, che comunque li memorizzerà e potrà utilizzarli, e l’avvertimento che “le indicazioni [*rectius*, informazioni] o i dati non costituiscono necessariamente un utile indicatore delle future prospettive dell’investimento” (lett. e), n. 4). Quest’ultima costituisce indubbiamente una tecnica di *de-biasing* di scarso valore.

³³⁷ Va inoltre detto che il requisito dell’adeguatezza compariva anche all’art. 39 del Regolamento 5387, che estendeva il requisito dell’adeguatezza (senza alcuna necessità e *ad abundantiam*) anche alla consulenza svolta mediante “pubblicazioni, documentazione informativa, ricerche”.

³³⁸ Cfr. art. 33 del Regolamento 8850.

³³⁹ Disposizione che riprende l’art. 8 del Regolamento 5387, aggiungendo e generalizzando il riferimento all’adeguatezza. Si trattava, in pratica, di una variazione finalizzata alla razionalizzazione lessicale del regolamento che non si traduce in una modifica della sua portata precettiva ai fini della consulenza. Altre regole specificamente previste per la consulenza, non furono ribadite nell’art. 33 del Regolamento 8850, e su di esse si veda nt. 340. Alla riduzione quantitativa non sembra pertanto potersi accostare un sostanziale “ammorbidente” della regolamentazione del servizio di consulenza da parte di quest’ultimo regolamento rispetto a quanto previsto dal Regolamento 5387; mi sembra in linea con quest’idea C. COLTRO CAMPI, *Voce “SIM”*, cit. (nt. 260), 501; in senso contrario, invece, D. GALLETTI, *I servizi accessori*, cit. (nt. 339), 142.

Il Regolamento 5387 prevedeva inoltre l'osservanza di alcune altre regole procedurali inerenti le modalità pratiche di svolgimento dell'attività di consulenza³⁴⁰, delle quali non si trova traccia nel Regolamento 8850: questo "allentamento" della disciplina applicabile era parte di un processo di familiarizzazione dell'autorità di vigilanza nei confronti dell'attività di consulenza³⁴¹, secondo una tendenza conforme a quella inaugurata in quegli anni dal legislatore comunitario.

Rimangono solamente le regole in materia di conflitto di interesse, che sono significative. In presenza del conflitto, era innanzitutto fatto divieto di consigliare le operazioni interessate³⁴² a meno che non si "rileva[ss]e" al cliente la natura e l'estensione" dell'interesse dell'intermediario nell'operazione³⁴³: si ripete in gran parte quanto già stabilito dal legislatore³⁴⁴ ma senza il requisito della consenso avente forma scritta poiché il consiglio, se prestato indipendentemente da altri servizi, non si traduce direttamente in un'operazione di investimento. Si intravede pertanto il limite di questa disciplina, poiché, applicata alla consulenza, è zoppa: non potendosi pretendere il consenso per la formulazione di un consiglio in conflitto di interesse, il consiglio può esplicitare la sua capacità persuasiva indipendentemente dalla situazione dell'intermediario e dal *disclaimer* eventualmente prestato (questa volta in forma orale). L'unico obbligo è infatti quello della *disclosure* della natura e dell'estensione dell'interesse. La trasparenza, in altri termini, è sempre il criterio guida idoneo a derogare la clausola generale dell'interesse del cliente sopra vista, ma, nel caso della consulenza, il conflitto non si inserisce all'interno di una transazione commerciale, dove intermediario e cliente possono addirittura risultare controparti dirette, ma piuttosto nel rapporto fiduciario di chi si affida ad un soggetto qualificato per richiedere un consiglio nel proprio interesse.

La tutela dell'investitore, tuttavia, veniva rafforzata dall'art. 37, comma 2 qualora l'intermediario svolgesse, oltre all'attività di consulenza, quella di negoziazione per conto proprio o per conto terzi, nel qual caso egli era addirittura tenuto ad astenersi da "ogni comportamento che [potesse]

³⁴⁰ Tra le quali la tenuta di un'apposita scheda cliente (art. 36, comma 5 del Regolamento 5387) e di un registro dei dipendenti abilitati alla prestazione della consulenza (art. 36, comma 4 del Regolamento 5387): anche queste regole furono espunte dalla disciplina specifica della consulenza dal Regolamento 8850 (e si veda il suo art. 33).

³⁴¹ Parla di "originale involuzione" della disciplina P. VALENTINO, *Decreto Eurosim*, cit. (nt. 216), 1002; questo autore fa riferimento ad una disciplina che diviene "incompleta", ma si veda quanto osservato a nt. 339.

³⁴² L'art. 37, comma 1 del Regolamento 5387 identifica come in conflitto di interessi le operazioni su strumenti emessi o collocati dalla società consulente o da altre società del gruppo, oppure nelle quali la società consulente abbia comunque un interesse.

³⁴³ Art. 37, comma 1 del Regolamento 5387.

³⁴⁴ Cfr. nt. 312.

indurre i clienti ad effettuare operazioni sui titoli trattati ovvero detenuti in posizione dall'intermediario". Questo divieto tradiva la percezione del servizio menzionato come maggiormente pericoloso se abbinato alla consulenza, forse perché, vigente il divieto assoluto di retrocessione delle commissioni che si è descritto, sarebbe stato più difficile una distorsione dell'attività di consiglio dell'intermediario tale da pregiudicarne la validità. Nonostante si possa discutere dell'opportunità di includere nel divieto tassativo solo un determinato servizio di investimento, la norma mi sembra tradire un discostamento dell'autorità di vigilanza dalla logica della mera trasparenza per contrastare gli effetti negativi dei conflitti di interesse: tale nuova prospettiva, decisamente più protezionistica, mi sembra, andasse accolta con favore, almeno nella prospettiva di tutela del cliente. Questa regola, tuttavia, come già capitato a quella sulla retrocessione delle commissioni, non ebbe una lunga vita, e già il Regolamento 8850 non ne reca traccia³⁴⁵.

Si arriva dunque a considerare il problema principale del sistema esposto, ossia la compresenza di *standard* e *rule*, di regole generali che forniscono flessibili ma incerti canoni di comportamento³⁴⁶, e prescrizioni precise, rigide ma il cui significato è chiaramente comprensibile *ex ante*³⁴⁷: non che le due tecniche normative siano in sé incompatibili, ma piuttosto l'uso combinato che di esse si fa che rende necessario un coordinamento al quale, in quel periodo, non era stata data grande attenzione³⁴⁸.

Ciò è giustificabile, da un lato, perché l'ordinamento speciale del mercato finanziario è inserito comunque nel tronco del diritto civile, e delle categorie ad esso proprie non può che risentire; dall'altro, invece, le caratteristiche di specialità tipiche dei servizi di investimento, unitamente ad un certo timore per l'imprevedibilità delle conseguenze dell'introduzione degli intermediari polifunzionali, avevano portato alla nota "alluvione" normativa³⁴⁹, sotto il profilo della qualità e del coordinamento tra le diverse regole, indubbiamente controproducente.

³⁴⁵ Cfr. art. 33, comma 2 del Regolamento 8850, che riprende solamente il comma 1 dell'art. 37 del Regolamento 5387, omettendo ogni riferimento al comma 2.

³⁴⁶ Quali quelli visti sopra (nt. 295 e testo relativo), previsti dall'art. 6, lett. a) della legge.

³⁴⁷ In generale si veda il classico L. KAPLOW, *Rules Versus Standards: an Economic Analysis*, in *Duke Law Review*, 1992, 557 ss.

³⁴⁸ Il problema del coordinamento delle diverse disposizioni era stato affrontato da F. ANNUNZIATA, *Modelli di regolamentazione e di controllo degli intermediari in un documento del Securities and Investment Board*, in *Riv. soc.* 1993, 707, il quale riscontrava in più di un paese l'oggettiva difficoltà di coordinamento tra principi generali e regole specifiche.

³⁴⁹ L'uso di metafore meteorologiche era al tempo alquanto popolare: si segnalano, tra i tanti, G. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992, 5 ss., concludendo che "al giurista occorrerà tempo e lavoro per cominciare a vederci chiaro".

Rimane ora da chiedersi quali di questi obblighi si applicassero alla consulenza incidentale: ferma l'applicabilità dei principi generali, le norme ad essa specificamente dedicate³⁵⁰ esentavano quest'ultima fattispecie, oltre che, ovviamente, dalla specifica autorizzazione e dai vincoli organizzativi previsti per l'attività di consulenza, anche dalla lunga serie di obblighi informativi ai sensi dell'art. 36, comma 1 del Regolamento 5387³⁵¹. Vietata, viceversa, era da considerarsi la consulenza strumentale al servizio di negoziazione per conto proprio o per conto terzi, mentre difficilmente avrebbe potuto trovare applicazione quella specialmente prevista per il conflitto di interessi nell'ambito della consulenza³⁵².

Ne risultava, pertanto, un regime alquanto snello, che rendeva la consulenza strumentale soggetta all'applicabilità delle norme generali per il solo tramite del servizio riservato al quale accedeva.

3.6. Sintesi sulla legge 1/1991.

La l. 1/1991 ed i regolamenti attuativi hanno rivoluzionato la realtà del servizio di consulenza: sul piano del rapporto, infatti, la legittimazione normativa degli intermediari polifunzionali ha moltiplicato le esigenze di tutela dell'investitore in ragione delle nuove capacità operative dell'intermediario e dei suoi conflitti di interesse, intensificati dalla possibilità di prestare più servizi di investimento contemporaneamente.

Sul piano del servizio, all'attività riservata si applicavano regole organizzative ed obblighi di comportamento, spesso formulati come combinazione di *rule* e *standard*: particolarmente forti, specialmente se paragonate al regime oggi vigente³⁵³, erano le regole sulla remunerazione dei servizi e sul conflitto di interesse, ed è forse per questo che la loro intensità fu fortemente ridotta nel passaggio dal Regolamento 5387 al regolamento 8850, ridimensionando così la relativa regolamentazione.

Vi era poi il requisito dell'adeguatezza del consiglio – e dunque un suo vincolo nel merito – ma l'aggettivo si risolveva in una clausola generale senza ulteriore specificazione e, da quel che risulta, privo della rigidità e pervasività determinante che assumerà in seguito³⁵⁴. Tale requisito era,

³⁵⁰ In particolare gli artt. 24, comma 3 Regolamento 5387 ed art. 11, comma 6, secondo periodo del Regolamento Banca d'Italia, oltre all'art. 5, comma 2 del Regolamento 5387: si sono viste sopra quando si è discusso della fattispecie, a nt. 233 e testo relativo.

³⁵¹ Una parte della dottrina, tuttavia, riteneva applicabile alla consulenza incidentale anche la disciplina regolamentare in tema di consulenza riservata: si veda C. IANNUZZI, *La consulenza*, cit. (nt. 309), 32.

³⁵² Si sarebbe trattato infatti di applicare sistematicamente l'obbligo di astensione o di *disclosure* di cui all'art. 37, comma 1 del Regolamento 5387.

³⁵³ Sul quale si veda il capitolo III, paragrafo 5.6.

³⁵⁴ Si veda il capitolo III.

peraltro, menzionato incidentalmente nell'unica definizione di "consulenza" fornita dalla Consob³⁵⁵.

Con particolare riferimento ai conflitti di interesse, che l'organizzazione polifunzionale rendeva frequenti, bisogna distinguere i diversi riflessi teorici delle problematiche pratiche dalla risposta dell'ordinamento.

Per quanto concerne il primo aspetto si è visto come la contiguità fattuale di consulenza vera e propria, consulenza strumentale al collocamento e gestione con preventivo assenso crei problemi difficili da risolvere, legati a doppio filo sia alle caratteristiche di rapporti in essere tra cliente ed intermediario, che alle qualità di determinati soggetti, quali i consulenti. Di qui mi sembra che la consulenza fosse, *on books*, un'attività riservata e sottoposta alle minuziose regole viste, ma avesse, *in action*, una serie di complesse manifestazioni tali da renderla particolarmente pericolosa per il cliente dal punto di vista della qualità del consiglio, il che in parte si rifletteva sulla disciplina specialmente prevista per la consulenza strumentale.

Il problema fu affrontato dal nostro legislatore e dalla Consob tramite la tecnica della trasparenza, senza dunque imporre divieti assoluti di fornire i consigli salvo nel caso del *dealing*. Due le conseguenze di questo approccio: si confidava innanzitutto nelle capacità di discernimento del cliente il quale poteva relazionarsi con un intermediario in conflitto a patto che quest'ultimo si dichiarasse tale. Eccezione a questo principio, e dunque derive protezionistiche a vantaggio dell'investitore incapace di misurare correttamente la qualità del servizio, vi era il divieto assoluto di retrocessione delle commissioni, oltre all'obbligo di astenersi dal consigliare, anche indirettamente, operazioni di *dealing* ad opera dell'intermediario che prestava la consulenza. Derive presto eliminate nella successiva versione del regolamento.

Se si considera, in aggiunta, il deciso intervento sul piano del contratto, l'ipotesi del forte e quasi esclusivo affidamento del legislatore nell'informazione del cliente consigliato è confermata: in questo senso l'obbligo di forma scritta, di consegna della copia al cliente, di predeterminazione del contenuto (che emerge chiaramente anche dall'esame dei formulari dell'epoca³⁵⁶). Considerato anche il poco spazio lasciato

³⁵⁵ E vista nel paragrafo 3.1.

³⁵⁶ Nei modello di contratto predisposto dal Comitato Direttivo degli agenti di cambio di Milano, pubblicato in F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, cit. (nt. 259), 183 ss., era evidente la trasfusione nell'articolato di intere parti del Regolamento Consob 5387. Si osserva, inoltre, che gli obiettivi di investimento erano tipizzati nel modulo, e potevano essere selezionati con una crocetta dal cliente; questo poteva scegliere tra i seguenti: rendimento con minimo rischio; gestione della liquidità; accantonamento previdenziale; impiego dinamico del risparmio; rendimento elevato; altro. Sembra chiaro che l'icasticità delle formule previste non avesse tanto la funzione di informare il cliente, bensì di segnalarne all'intermediario la riconducibilità nei tipi previsti. Mi sembra, tuttavia,

all'autonomia privata, vi è da chiedersi se queste prescrizioni avessero, a livello del rapporto di fiducia – e dunque, di nuovo, *in action* – un reale influsso nel senso di promuovere l'interesse del cliente innanzitutto.

Considerate le linee descritte, pertanto, ne emerge un'idea di investitore indubbiamente bisognoso di tutela, ma della tutela strumentale che si accorda all'*homo economicus*, che viene formalmente protetto dalle tante norme sull'informazione che permeano la disciplina della consulenza riservata, ma che possono essere agilmente aggirate da un intermediario dotato del diritto (e forse anche del dovere) di dare consigli strumentali congiuntamente e senza alcuna separazione rispetto ad attività di intermediazione tout court.

Data la mole delle disposizioni viste è altresì evidente che, dal punto di vista degli intermediari, i costi ricollegati alla prestazione del servizio di consulenza sono sostanzialmente aumentati.

4. *La direttiva 93/22/CEE ed il Decreto Eurosim.*

L'approvazione della direttiva 93/22/CE (ISD)³⁵⁷ ed il suo recepimento nella disciplina italiana, avvenuta ad opera del d.lgs. 27 luglio 1996, n. 415 (c.d. Decreto Eurosim)³⁵⁸, segnano una forte inversione di rotta rispetto all'equilibrio raggiunto con la l. 1/1991. Tra le innovazioni che il Decreto Eurosim apporta alla disciplina vigente³⁵⁹ spicca l'esclusione della

che la categorizzazione del tipo di investitore fosse alquanto riduttiva e consentisse a chi prestava il servizio un margine di operatività molto ampio.

³⁵⁷ Direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, pubblicata in *G.U.C.E.* n. L. 141 dell'11 giugno 1993, 27 ss., in questo paragrafo più semplicemente "ISD". La prima proposta di direttiva, tuttavia, includeva la consulenza tra i servizi riservati: cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Consiglio relativa ai servizi nel campo degli investimenti in valori mobiliari*, COM (88) 778 def., presentata alla commissione il 3 gennaio 1989, 89/C 43/10 e pubblicata in *G.U.C.E.* n. C. 47, del 22 febbraio 1989, 7 ss. Era di questa proposta che il legislatore della l. 1/1991 aveva tenuto conto nel formulare il catalogo delle attività riservate. Il Decreto Eurosim recepisce anche la Direttiva 93/6/CEE del Consiglio del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, pubblicata in *G.U.C.E.* n. L 141 dell'11 giugno 1993, 1 ss.

³⁵⁸ Che abroga la l. 1/1991, e ne prende il posto apportando significative novità: per un commento organico si veda G. FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento: temi e problemi*, in *Riv. soc.*, 1995, 623 ss.; per un'introduzione ai regolamenti attuativi, si rimanda ad F. ANNUNZIATA, *I primi regolamenti di attuazione del decreto «Eurosim»*, in *Riv. soc.*, 1997, 450 ss.

³⁵⁹ Tra le quali si segna innanzitutto l'allineamento terminologico della disciplina nazionale a quella comunitaria, che sostituisce il termine "valore mobiliare" con quello di "strumento finanziario", senza tuttavia apportare modifiche di sostanza alla nozione, sulla quale L. SALAMONE, *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milano,

consulenza dal novero dei “servizi di investimento”³⁶⁰, che viene degradata al rango di “servizio accessorio”³⁶¹ sotto il nome, alquanto più moderno, di “consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari”³⁶².

Tre le conseguenze di questa novità: la consulenza viene liberalizzata, e chiunque può esercitarla³⁶³, “le sim di pura consulenza non sono più sim³⁶⁴”, e viene abolito il divieto di consulenza porta a porta³⁶⁵, seppur con alcuni *caveat*³⁶⁶. Per individuare le modifiche intervenute su fattispecie e disciplina si dovranno analizzare le norme rilevanti secondo lo schema già tracciato nei paragrafi precedenti³⁶⁷; esse sono contenute, oltre che nel Decreto Eurosim, anche nel Regolamento Consob approvato con delibera del 27 dicembre 1996, n. 10418³⁶⁸ (Regolamento 10418) e nel Regolamento Consob approvato con delibera dell’8 aprile 1997 n. 10629 (Regolamento Promotori 10629)³⁶⁹.

Giuffrè, 1995, e poi il recepimento delle regole sul mutuo riconoscimento, che consentivano anche alle imprese di investimento comunitarie di prestare servizi in Italia secondo quanto previsto dall’art. 14 del Decreto Eurosim, rompendo con il previgente regime protezionista di cui all’art. 3 della l. 1/1991, sul quale si veda C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina*, cit. (nt. 209), 14 ss.

³⁶⁰ È questa la nuova terminologia adottata dal legislatore comunitario: cfr. art. 1, n. 1 della ISD, che richiama la sezione A dell’allegato, che include un elenco di servizi tra i quali non figurano né la consulenza né la sollecitazione a domicilio. Tale disciplina si è riflessa nell’art. 1 del decreto si veda G.F. CAMPOBASSO, *Sub art. 1*, in *L’Eurosim. D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Commentario*, a cura di G. F. Campobasso, Giuffrè, Milano, 1994, 9.

³⁶¹ Secondo l’elencazione di cui all’art. 1, comma 4 del Decreto Eurosim.

³⁶² Abbandonando il generico riferimento che la l. 1/1991 faceva ai valori mobiliari si escludeva il potenziale riferimento alla consulenza prestata nei confronti delle imprese riguardo l’emissione di valori mobiliari: cfr. nt. 223 ed anche D. GALLETTI, *I servizi accessori*, cit. (nt. 339), 139.

³⁶³ Non è infatti un’attività sottoposta al nuovo regime di riserva di cui all’art. 2, comma 1 del Decreto Eurosim, e si veda sempre G. FERRARINI, *Novità e problemi*, cit. (nt. 364), 884, ma anche, con particolare riferimento al ruolo delle banche che ora compaiono espressamente quali soggetti autorizzati, G. PALMIERI, *sub art. 2*, in *L’Eurosim. D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Giuffrè, Milano, 1994, 12 ss.

³⁶⁴ Così G. FERRARINI, *Novità e problemi del Decreto Eurosim*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, 884, e si rimanda anche a nt. 264, e testo relativo; e l’art. 40 del Decreto Eurosim puniva proprio l’“abuso di denominazione”, proteggendo l’affidamento che il pubblico riponeva nel processo di autorizzazione, condensato nell’uso della sigla.

³⁶⁵ Già previsto dall’art. 5 della l. 1/1991, sul quale *supra* al paragrafo 3.2.

³⁶⁶ Si veda *infra*, paragrafo 4.3.

³⁶⁷ Cfr. paragrafo 3.

³⁶⁸ Recante il regolamento di esecuzione di alcune norme del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415, concernenti le SIM e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie.

³⁶⁹ Regolamento concernente l’albo e l’attività dei promotori finanziari.

Si avverte, tuttavia, che già l'art. 21 della legge aveva delegato per il recepimento della Direttiva Eurosim³⁷⁰ al legislatore oltre al potere di attuare la direttiva in materia di intermediari e mercati, anche quello di modificare le norme relative alle società quotate³⁷¹: tale ultimo potere sarà esercitato due anni più tardi, in sede di redazione del testo unico della finanza³⁷². Ciò non significa che le regole contenute nel Decreto Eurosim abbiano avuto vita breve, ma piuttosto, come si vedrà più oltre, che il regime giuridico della consulenza non subirà particolari sconvolgimenti dal Decreto Eurosim all'approvazione del testo unico.

4.1. La derubricazione della consulenza a servizio accessorio.

La ISD, al punto 6 della sezione C del suo allegato, menzionava la “consulenza in materia di investimenti in merito ad uno o più strumenti [finanziari]³⁷³” nel novero dei c.d. “servizi accessori”³⁷⁴, non già in quello dei “servizi” esercitabili solo previa autorizzazione³⁷⁵. Gli Stati membri, inoltre, non avevano la possibilità di autorizzare un soggetto esclusivamente per l'esercizio di un servizio accessorio³⁷⁶, ma potevano rendere l'esercizio dei servizi accessori oggetto di una specifica autorizzazione³⁷⁷.

³⁷⁰ Si tratta della legge comunitaria per il 1994, del 6 febbraio 1996, n. 52, recante disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee – legge comunitaria 1994.

³⁷¹ L'art. 21 della l. 52/1996 prevedeva che “in sede di riordinamento normativo delle materie concernenti gli intermediari, i mercati finanziari e mobiliari e gli altri aspetti comunque connessi potrà essere altresì modificata la disciplina relativa alle società emittenti titoli sui mercati regolamentati, con particolare riferimento al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza”.

³⁷² Si veda il paragrafo 5.

³⁷³ La disposizione fa riferimento agli strumenti “elencati nella sezione B”, ossia quelli che il nostro legislatore indicherà come “strumenti finanziari”, di cui all'art. 1, comma 1 del Decreto Eurosim, per un commento al quale si veda G. FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento: temi e problemi*, cit. (nt. 358), 626 ss., e G.F. CAMPOBASSO, *Sub Art. 1*, cit. (nt. 360), Giuffrè, 1997, 5 ss.

³⁷⁴ Unitamente a quei servizi, quali la “consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria”, che già la Consob aveva, nel vigore della l. 1/1991, nettamente distinto dalla consulenza riservata: si veda *supra* nt. 223.

³⁷⁵ L'elenco, contenuto nella sezione A dell'allegato all'ISD, includeva una lista simile a quella prevista dalla l. 1/1991: su somiglianze e differenze nella versione attuata dal legislatore italiano si veda G.F. CAMPOBASSO, *Sub Art. 1*, cit. (nt. 360), 9 ss.

³⁷⁶ Secondo quanto previsto dall'art. 3, comma 1 dell'ISD.

³⁷⁷ È quanto si ricava dalla lettura dell'art. 3, comma 1, quarto periodo, nonché dell'art. 14, comma 1 dell'ISD, che fa riferimento ai servizi di cui all'All. C.

Il legislatore italiano recepì quanto previsto dall'ISD³⁷⁸, e nonostante il regime di armonizzazione minima proprio di quella direttiva non lo obbligasse, scelse di non rendere necessario il rilascio di un'autorizzazione per l'esercizio del solo servizio di consulenza – diversamente da quanto avveniva nel vigore della precedente disciplina –, né ne definì in alcun modo il contenuto – similmente, invece, a quanto previsto dalla l. 1/1991³⁷⁹.

In questo nuovo contesto, l'importanza della nozione di consulenza poteva a prima vista diminuire, perché chi la poneva in essere non temeva più l'applicazione delle forti sanzioni penali collegate all'esercizio abusivo di attività riservata³⁸⁰, e l'esercizio di servizi accessori non era soggetto ad un'autorizzazione puntuale³⁸¹. Di conseguenza la Consob, poco dopo l'entrata in vigore della nuova normativa, affermava categoricamente che “la prestazione del servizio di consulenza in materia di servizi di investimento è [...] libera e può esplicarsi sia in forma individuale che in forma societaria; essa non è disciplinata dal decreto n. 415/1996 né dai regolamenti attuativi previsti dal medesimo decreto”³⁸².

Stando alle parole della Consob, pertanto, può non sembrare opportuno dilungarsi su questo regime: tuttavia la situazione era chiara solo in apparenza, e dava luogo a tre ordini di problemi, che riguardavano rispettivamente l'oggetto della prestazione (di cui si darà conto in questo paragrafo e nel seguente), i soggetti che potevano erogarla (che si descriveranno nel paragrafo 4.2) e le regole che presiedevano alla loro prestazione (considerate nel paragrafo 4.3).

Iniziando dall'oggetto della prestazione di consulenza, il primo problema era comprendere il contenuto dell'attività accessoria: la consulenza elencata tra i servizi “accessori” faceva riferimento al rapporto descritto come consulenza “riservata” (seguendo la logica della derubricazione e la Consob) o piuttosto a quella “strumentale”?

Il legislatore, infatti, non specificava che cosa dovesse intendersi per consulenza-servizio accessorio, limitandosi a non richiedere

³⁷⁸ All'art. 1, comma 4, lett. *f*) si includeva la consulenza tra i servizi accessori, sulla base di quanto previsto dall'art. 21, comma 1, lett. *a*) della l. 6 febbraio 1956, n. 52, la legge delega per l'attuazione della ISD.

³⁷⁹ Per un'analisi del problema dell'assenza di una definizione di consulenza si veda il paragrafo 3.1.

³⁸⁰ Che pure erano replicate per l'esercizio abusivo dei nuovi “servizi di investimento” all'art. 37 del Decreto Eurosim, ma che non si applicavano, ovviamente, alla consulenza.

³⁸¹ Così sembrava infatti sia leggendo la norma sull'autorizzazione da parte della Consob (art. 6, comma 1 del Decreto Eurosim), che faceva riferimento ai soli servizi di investimento, ed inoltre dal disposto dell'art. 6, comma 3, lett. *b*) del Regolamento 10418, che non prevedeva, nel contenuto della domanda di autorizzazione all'esercizio dei servizi di investimento, l'indicazione dei servizi accessori. Lo stesso varrà a seguito dell'approvazione del testo unico del '98, così come osservato da D. GALLETTI, *I servizi accessori*, cit. (nt. 339), 132.

³⁸² Comunicazione Consob n. DI/97013284 del 19 dicembre 1997.

un'autorizzazione per il suo svolgimento, ed obbligava l'interprete a rifarsi alla nozione elaborata dall'autorità di vigilanza.

Quest'ultima, a sua volta continuava a fare riferimento alla struttura concettuale elaborata nel vigore della l. 1/1991 per la qualificazione delle attività oggetto di quesito da parte degli operatori, distinguendo anche nelle comunicazioni che seguono il Decreto Eurosim³⁸³ tra consulenza *tout court* (ex-consulenza riservata) e consulenza incidentale³⁸⁴.

Parte della dottrina³⁸⁵, tuttavia, riteneva – e per anni ha ritenuto – che tra attività accessorie ed attività autorizzata dovesse intercorrere necessariamente un “nesso di interdipendenza funzionale”³⁸⁶: se tale nesso non fosse sussistito, i soggetti autorizzati non avrebbero potuto comunque svolgere le attività accessorie. Questo riferimento all'interdipendenza, richiesto per tutte le attività strumentali, avrebbe ristretto il novero dell'attività esercitabile dai soggetti abilitati – tenendo ferma la distinzione Consob – alla sola consulenza incidentale, pervenendo all'improbabile risultato di vietare loro quella precedentemente considerata riservata; divieto che invece non vigeva per i soggetti che abilitati non fossero. Per una smentita ufficiale di questa impostazione si dovrà attendere la presa di posizioni ufficiale della Consob sulla legittimazione dei soggetti abilitati allo svolgimento di attività accessorie, che avrà luogo solamente dopo l'adozione del testo unico³⁸⁷.

Per quanto riguarda le sorti della consulenza strumentale, infine, la posizione della Consob fu chiara, sottolineando come questa³⁸⁸ continuasse a costituire una fattispecie distinta dalla consulenza che ora era divenuta servizio accessorio; la consulenza incidentale, inoltre, era talmente connaturata alla prestazione del servizio al quale accedeva, che la sua disciplina ne sarebbe risultata assorbita³⁸⁹.

³⁸³ E si veda la comunicazione n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997, che, con riferimento alla distinzione tra consulenza *tout court* e consulenza incidentale richiama la comunicazione n. BOR/RM/94005134, sulla quale *supra* nt. 242, 243 e 279.

³⁸⁴ Sulla quale si veda in particolare il paragrafo 3.1.

³⁸⁵ E si trattava di una dottrina dichiaratamente minoritaria: in senso contrario a quanto esposto R. COSTI, *Il mercato mobiliare. I servizi e le imprese di investimento*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Torino, Giappichelli, 1997, 825; P. SODA, *Definizioni – Soggetti abilitati*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commentario al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di F. Capriglione, Padova, Cedam, 1997, 12.

³⁸⁶ Questa la tesi articolatamente sostenuta da D. GALLETTI, *I servizi accessori*, cit. (nt. 339), *passim*.

³⁸⁷ Si fa riferimento alla comunicazione n. DI/99038880 del 14 maggio 1999.

³⁸⁸ Si ricorda che con il termine “consulenza incidentale” ci si riferisce alle già note “prestazioni consulenziali potenzialmente insite in ogni servizio di investimento”

³⁸⁹ Questo orientamento, costante fino all'introduzione del regime MiFID del quale al capitolo 3, è chiaramente riassunto nell'allegato al documento di consultazione per la revisione del regolamento intermediari che tratta della consulenza in materia di

La regolamentazione dei servizi accessori, pertanto, era fortemente incerta, ed emergeva chiaramente la poca attenzione dedicata specificamente alla consulenza, e generalmente alla prestazione dei servizi accessori, da parte del legislatore: giustificato pertanto il generale malcontento causato in dottrina dalla derubricazione³⁹⁰.

4.2. La gestione con preventivo assenso.

Un secondo problema, invece, era causato dal rischio che la consulenza venisse in concreto prestata da soggetti non autorizzati secondo le modalità tipiche della gestione di patrimoni, e tale rischio sarebbe aumentato con la maggiore diffusione del servizio di consulenza. In particolare, il confine tra consulenza e gestione doveva essere verificato con cura³⁹¹.

Tornando sul tema della gestione con preventivo assenso, pertanto, si deve osservare che il legislatore italiano non recepì la definizione di gestione di portafogli in maniera letterale³⁹², omettendo di specificare che essa era “discrezionale”³⁹³. Se ciò non bastava, per la dottrina, a dedurre dal mancato recepimento del vocabolo la volontà del legislatore di includere la gestione con preventivo assenso nella gestione piuttosto che nella consulenza³⁹⁴, era sufficiente ad impedire alla Consob – mossa da comprensibili intenti antielusivi – di usare questa fattispecie per sanzionare i soggetti che, di fatto, ponevano in essere simili comportamenti senza essere

investimenti: CONSOB, *Schede di approfondimento. I servizi e le attività di investimento. Alcune nozioni*, ottobre 2007, 5 ss., disponibile su www.consob.it.

³⁹⁰ In senso critico molti, tra i quali G.F. CAMPOBASSO, *Sub art. 1*, cit. (nt. 360), 9 ss., G. FERRARINI, *Novità e problemi*, cit. (nt. 364), 884 e L. ZITIELLO, *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Società*, 1996, 1015.

³⁹¹ Sussisteva infatti un pericolo di confusione tra consulenza e gestione: L. ZITIELLO, *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Società*, 1996, 1015.

³⁹² Tale era infatti, e pacificamente, la sua facoltà: si veda L. ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, cit. (nt. 3), 1020.

³⁹³ Come invece faceva la Sezione A, punto 3 dell'allegato all'ISD.

³⁹⁴ Attribuiscono questo significato al mancato recepimento dell'elemento della discrezionalità F. CHIAPPETTA, *Le gestioni patrimoniali: dalla legge 1/91 al D. Lgs. 415/96*, in *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, Bancaria, 1998, 138 s., ed E. PAGNONI-L. PIATTI, *Gestione di patrimoni e tutela degli investitori*, in *Consob. Quaderni di finanza*, n. 19, 1997, 95. La dottrina maggioritaria, tuttavia, preferiva concludere che la gestione con preventivo assenso non costituisse gestione, bensì consulenza ed esecuzione di ordini o negoziazione prestate contestualmente: si vedano L. ENRIQUES-F. VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di A. Banfi e M.L. Di Battista, Bologna, Il Mulino, 1998, 345 s. (ed in particolare nt. 10), ove altri riferimenti.

autorizzati alla prestazione del servizio di gestione³⁹⁵. In particolare, le sanzioni³⁹⁶ venivano comminate anche in presenza di ordini impartiti per iscritto dagli investitori, senza che fosse stato conferito alcun incarico di gestire con discrezionalità i valori mobiliari del cliente, ed attribuendo grande peso alle modalità concrete secondo le quali si era dato corso agli ordini³⁹⁷. Tali modalità, considerate rilevanti ancora oggi, tenevano in particolare considerazione la qualità e la frequenza delle operazioni, che in caso di gestione risulterebbero non compatibili con la normale operatività di un investitore che si avvale di un promotore finanziario, portando a concludere che l'operazione sia stata in concreto posta in essere da quest'ultimo.

Questa stagione di pesanti sanzioni si protrasse anche successivamente all'entrata in vigore del testo unico, e prese di mira i promotori finanziari, dei quali si dirà nel prossimo paragrafo.

4.3. Soggetti.

Come anticipato, non era chiarissimo da chi ed a che condizioni potessero essere prestati i servizi accessori³⁹⁸: sicuramente dalle sim e dalle banche secondo quanto previsto dall'art. 2 del Decreto Eurosim, ma anche, seppure con alcune limitazioni, dai soggetti abilitati ai sensi dell'art. 107 t.u.b.³⁹⁹, dalle società fiduciarie⁴⁰⁰ e dagli agenti di cambio⁴⁰¹; oltre ad essi, anche dalle imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie. Potevano inoltre esercitare la consulenza anche chi non fosse autorizzato a svolgere un servizio di investimento, in virtù della già discussa esclusione della consulenza dal novero delle attività riservate⁴⁰². Questo nuovo assetto dei soggetti, unitamente all'avvenuta "derubricazione" del servizio di consulenza, realizzava pertanto un significativo ampliamento dell'ambito

³⁹⁵ Sulle quali si veda F. BOCHICCHIO, *Gestione impropria da parte dei promotori finanziari: la regolamentazione delle attività di investimento tra valutazioni di merito e lo statuto degli operatori economici professionali*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 336 ss.

³⁹⁶ E si fa qui riferimento alle sanzioni previste per l'esercizio abusivo di attività riservata previste dall'art. 37 del Decreto Eurosim.

³⁹⁷ Il rapporto fiduciario tra cliente ed intermediario, in questo caso, giungerebbe "ad annullare l'autonomia del primo, e l'esecuzione degli ordini di questo, anche se operata da un intermediario autorizzato, maschera in realtà una gestione effettiva posta in essere dal «consulente»": D. GALLETTI, *I servizi accessori*, cit. (nt. 339), 139.

³⁹⁸ Si rimanda, a questo riguardo, a quanto osservato nel paragrafo 4.1.

³⁹⁹ Art. 2, comma 4 del Decreto Eurosim.

⁴⁰⁰ Art. 60, comma 4 del Decreto Eurosim.

⁴⁰¹ Art. 61 del Decreto Eurosim; gli agenti di cambio erano peraltro esonerati dall'applicazione dell'ISD dall'art. 2, comma 2, lett. l).

⁴⁰² E si veda il paragrafo 4.1.

operativo della nozione: il servizio poteva, in altre parole, essere prestato più liberamente.

Ed in questo senso era anche l'atteggiamento del legislatore nei confronti dell'esercizio della consulenza da parte dei promotori finanziari: se da un lato rimanevano immutate le regole del monomandato⁴⁰³ e della responsabilità solidale⁴⁰⁴, dall'altro si abbandonava la nozione di offerta "porta a porta" per adottare quella, di origine comunitaria e più ampia, di "offerta fuori sede"⁴⁰⁵, e veniva rimosso il divieto di prestare il servizio di consulenza previsto dalla previgente disciplina⁴⁰⁶, il che poteva fare concludere che essi potessero prestare liberamente la consulenza.

Quest'ultima modifica sollevava tre distinti problemi: innanzitutto la consulenza ex-riservata – quale definita dalla Consob⁴⁰⁷ – si caratterizzava per onnicomprensività dell'oggetto del consiglio e neutralità dell'intermediario, che erano evidentemente incompatibili con la regola del monomandato⁴⁰⁸ indipendentemente dall'esistenza di un divieto legale: se si ha l'incarico di collocare esclusivamente determinati prodotti, sarà difficile fornire una consulenza del tipo descritto, non già, però, una incidentale⁴⁰⁹.

Il secondo problema, invece, era causato dal rischio che la consulenza si confondesse, di fatto, con la gestione, ed era affrontato tramite la fattispecie di gestione con preventivo assenso che si è vista al paragrafo precedente.

Il terzo problema, e forse il più grave, era il forte rischio di conflitto tra gli interessi dei promotori alla vendita di prodotti e quello dei clienti a ricevere una consulenza neutrale ed obiettiva⁴¹⁰. Per questo motivo, all'abrogazione del divieto legale seguiva l'introduzione di una causa di

⁴⁰³ Art. 23, comma 2, secondo periodo del Decreto Eurosim, in formulazione sostanzialmente immutata rispetto a quanto previsto dalla l. 1/1991.

⁴⁰⁴ Art. 23, comma 3, e cfr. nt. 272 e testo relativo.

⁴⁰⁵ La sollecitazione del pubblico risparmio a domicilio, che costituiva un'attività di intermediazione mobiliare ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. f) della l. 1/1991, veniva – unitamente alla consulenza in materia di valori mobiliari – esclusa dal novero dei servizi di investimento, ma – a differenza di quest'ultima – cessava di configurare un tipo autonomo di attività, divenendo piuttosto una modalità di svolgimento dei servizi di investimento. Per un commento all'art. 22 del Decreto Eurosim si veda A. CHIEPPA MAGGI, Sub art. 22, in *L'Eurosim. D.LGS. 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, Giuffrè, 1997, 172 ss., e C. RABITTI BEDOGNI, Sub art. 22, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, Cedam, 1997, 187 ss.

⁴⁰⁶ Questa soluzione poteva anche essere ritenuta sufficiente, essendo la possibilità da parte dei promotori finanziari di fornire senza limiti la consulenza in principio compatibile con l'intervenuta liberalizzazione della stessa: in questo senso F. ANNUNZIATA, *I primi regolamenti*, cit. (nt. 358), 464.

⁴⁰⁷ Cfr. paragrafo 3.1.

⁴⁰⁸ Così F. ANNUNZIATA, *I primi regolamenti*, cit. (nt. 358), 465.

⁴⁰⁹ E questo, come si è visto, era lecito anche nel vigore della l. 1/1991: cfr. nt. 279 e testo relativo.

⁴¹⁰ D. GALLETI, *I servizi accessori*, cit. (nt. 339), 147 e F. ANNUNZIATA, *I primi regolamenti*, cit. (nt. 358), 465.

incompatibilità di rango regolamentare: l'art. 21 lett. a) del regolamento Regolamento Promotori 10629⁴¹¹, che prevedeva che "l'attività di promotore e quella di praticante [promotore] fossero incompatibili [...] con l'esercizio dell'attività di consulenza di cui all'art. 1, comma 4, lettera f) del decreto [Eurosime], salvo il caso che l'attività sia svolta per conto del soggetto abilitato all'offerta fuori sede per conto del quale opera o di altro soggetto appartenente al medesimo gruppo". Da un lato, dunque, si restringeva la possibilità di collocare contratti di consulenza e fornirla alla sola attività prestata per conto dei soggetti specificati⁴¹², dall'altro, invece, la si allargava non soltanto al soggetto mandante⁴¹³ ma anche alle società appartenenti al medesimo gruppo⁴¹⁴.

Questa norma, come si vede, poteva ridurre ma non era certo in grado di eliminare il rischio di conflitto di interesse tra promotore e cliente, ma ciò poteva attendersi alla luce della formulazione delle regole di comportamento che ora si vedranno.

4.4. Regole di comportamento.

L'esclusione della consulenza dal novero delle attività riservate se da un lato diminuisce l'interesse per le specifiche previsioni organizzative contenute nel Regolamento Banca d'Italia⁴¹⁵, dall'altro intensifica quello per le regole di comportamento previste dal Decreto Eurosime e dalla Consob tramite il regolamento approvato con delibera n. 10943 del 30

⁴¹¹ Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 10629 dell'8 aprile 1997, concernente l'albo e l'attività dei promotori finanziari. L'art. 23, comma 6, lett. c) del Decreto Eurosime attribuiva infatti alla Consob il potere di determinare le attività incompatibili con quella di promotore finanziario, sulla quale si veda A. CHIEPPA MAGGI, *Sub art. 23*, cit. (nt. 405), 182.

⁴¹² Si veda D. GALLETTI, *I servizi accessori*, cit. (nt. 339), 144 s.; *contra* L. ZITIELLO, *Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel Reg. Consob n. 11522*, in *Società*, 1998, 1151.

⁴¹³ Ottenendo, di fatto, un regime simile a quello della l. 1/1991.

⁴¹⁴ E questa disposizione avrebbe addirittura, secondo una parte della dottrina, amplificato gli effetti negativi della derubricazione della consulenza a servizio accessorio: L. ZITIELLO, *Offerta fuori sede*, cit. (nt. 412), 1151. La Consob interpretava la nozione di gruppo in senso letterale (comunicazione Consob n. DAL/RM/97005841 del 3 luglio 1997), per cui il promotore doveva collocare solo i prodotti di una società, ben potendo però prestare consulenza per conto di altre società del gruppo.

⁴¹⁵ Già discusso *supra* al paragrafo 3.3, che peraltro rimaneva in vigore, secondo quanto previsto dall'art. 67, comma 1 del Decreto Eurosime. fino all'attuazione del nuovo regolamento previsto dall'art. 25, comma 1, lett. a) del Decreto Eurosime. Tale attuazione ebbe luogo solamente con il regolamento della Banca d'Italia del 30 settembre 1997.

settembre 1997⁴¹⁶ (Regolamento 10943). Esse si applicavano infatti esclusivamente ai soggetti abilitati.

Per capire a quale regime comportamentale dovessero uniformarsi i soggetti che erogavano la consulenza, bisogna tracciare una (ennesima) distinzione – se non in punto di fattispecie, certamente di disciplina – tra consulenza prestata da soggetti abilitati alla prestazione di un servizio di investimento e consulenza prestata da chiunque altro: si vedranno nell'ordine.

Gli intermediari abilitati alla prestazione di un servizio di investimento erano sottoposti alle regole di comportamento previste dal Decreto Eurosim⁴¹⁷, che si applicavano espressamente anche alla prestazione dei servizi accessori⁴¹⁸. I principi generali previsti dall'art. 6 della l. 1/1991 erano stati trasferiti agli artt. 17 ss. del Decreto Eurosim, e si devono esaminare le modifiche che qui più rilevano.

Trascurando il cambio di rubrica dell'art. 17⁴¹⁹, che non si era tradotto in una variazione sostanziale dell'impostazione del testo⁴²⁰ se non in una struttura più “semplice ed essenziale”⁴²¹, colpisce soprattutto⁴²² il mutato ruolo della trasparenza. Essa, infatti, non è più solamente uno strumento di tutela dell'investitore, ma assurge ad un obiettivo dell'agire dell'intermediario⁴²³, nonché a metro di valutazione del suo comportamento. La trasparenza compare infatti all'art. 17, comma 1, lett. a) al posto della “professionalità” già richiesta dall'art. 6, comma 1, lett. a) della l. 1/1991⁴²⁴, rivelando non poco riguardo la concezione di investitore che si profilava

⁴¹⁶ Concernente la prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori, adottato ai sensi degli articoli 18, comma 1, 33 commi 2 e 5 e 25, commi 2 e 3, del Decreto Eurosim. Come si può dedurre dall'oggetto della delibera, pertanto, le regole di comportamento – o quantomeno quelle di carattere generale – si applicano anche alla prestazione dei servizi accessori.

⁴¹⁷ L'intervento sulle regole di comportamento non era previsto nelle prime stesure dell'ISD: sul tema si veda diffusamente F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento*, cit. (nt. 314), 104 s. Ulteriore riferimento d'obbligo è quello ai principi emanati dallo IOSCO del 1991, che si leggono in M. BLAIR, *Financial services: the New Core Rules*, Londra, Blackstone Press, 1991.

⁴¹⁸ In questo senso gli artt. 17, 18 e 19 del Decreto Eurosim, che si applicavano a tutti i “servizi previsti dal presente decreto”.

⁴¹⁹ Che non distingue più tra principi e regole, ma parla, in maniera più blanda, di “criteri generali”.

⁴²⁰ Che sostanzialmente corrisponde a quello previsto dall'art. 6 della l. 1/1991

⁴²¹ M. MIOLA-P. PISCITELLO, *Sub art. 17*, in *L'Eurosim, D.LGS. 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di G.F. Campobasso, Giuffrè, Milano, 1997, 117.

⁴²² Delle modifiche non direttamente rilevanti ai fini dello studio, ovviamente, non si dirà; basti ricordare che nell'aggiunta dell'“integrità dei mercati” al termine dell'art. 17, comma 1, lett. a) del Decreto Eurosim inizia a scorgersi la percezione che il legislatore iniziava ad avere dei possibili effetti sistemici del corretto agire degli intermediari.

⁴²³ L. ENRIQUES-F. VELLA, *Le gestioni mobiliari*, cit. (nt. 394), 360 ss.

⁴²⁴ Su questa disposizione si veda quanto detto *supra* a nt. 258.

nella mente del legislatore dell'epoca. La trasparenza è poi assicurata, a livello regolamentare, da alcune norme di dettaglio⁴²⁵ che, però non impongono più l'obbligo di prestazione del documento informativo⁴²⁶. Indipendente dal valore lessicale del termine⁴²⁷, esso fa riferimento al potere in capo all'investitore di conoscere le caratteristiche degli strumenti nei quali investe e del suo intermediario e presuppone, pertanto, l'obbligo per l'intermediario di fornirle, come specificato dal Regolamento 10943.

Vi sono inoltre le nuove regole sul conflitto di interesse⁴²⁸, che cambiano in maniera sensibile. L'art. 6, comma 1, lett. g) della l. 1/1991 prevedeva un obbligo di vigilanza per l'individuazione dei conflitti ed un obbligo di astensione dall'operare in conflitto, che, secondo quanto previsto dal Regolamento 5387, era categorico nel caso di consulenza e *dealing*, mentre poteva invece essere disinnescato tramite completa *disclosure* e consenso del cliente negli altri casi. La nuova formulazione è invece più ampia⁴²⁹, e sembra riflettere la consapevolezza del legislatore dell'"inevitabilità" della situazione di conflitto, anticipando la reazione dell'ordinamento dal divieto, successivo alla manifestazione del conflitto, di compiere l'operazione, ad un obbligo di preventiva "gestione". In particolare l'art. prevede un obbligo di organizzazione non tanto per evitarli, ma piuttosto per "ridurli al minimo", congiuntamente al dovere di agire in modo da assicurare sempre la "trasparenza" (della quale si è già detto) e l'"equo trattamento" dei clienti.

⁴²⁵ Nel senso del doppio flusso informativo (sul quale già alle nt. 208 e 209 e testo relativo) si veda in particolare l'art. 5 del Regolamento 10943 (sulle "informazioni tra intermediari ed investitori"), che includeva, nell'ottica della c.d. informazione continua (sulla quale cfr. nt. 303) l'obbligo di comunicazione delle perdite potenziali superiori a determinati importi (art. 5, comma 3, del Regolamento 10943). Nel senso della trasparenza anche le norme sulla forma del contratto e sulla consegna di copia dello stesso (art. 7 del Regolamento 10943), sulla quale più oltre nel testo, con riferimento all'art. 18 del Decreto Eurosim.

⁴²⁶ Del quale si era discusso *supra*, nt. 300 e testo relativo.

⁴²⁷ Il termine "trasparire", dal quale deriva appunto "trasparenza", deriva dal termine latino "parere" (essere visibile) con l'aggiunta del prefisso trans- (attraverso), ed il significato comune del termine è proprio quello stretto di "mostrarsi alla vista attraverso un corpo diafano" ed anche, estensivamente, "attraverso un corpo rado" o, figurativamente (p.e. "manifestarsi [...] dagli occhi il genio, dai discorsi la onestà"): O. PIANIGIANI, voce "Trasparire", in *Dizionario etimologico della lingua italiana*, Roma, Albrighi & Segati, 1907. Un'ulteriore conferma del principio di autoresponsabilità ed indipendenza di cui si è dato conto nel capitolo 1, al paragrafo 4.

⁴²⁸ Per la loro evoluzione si veda F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento*, cit. (nt. 314), 106, nonché L. ENRIQUES, F. VELLA, *Le gestioni mobiliari*, cit. (nt. 394), 360 ss.

⁴²⁹ L'art. 17, comma 1, lett. c) del Decreto Eurosim prevedeva l'obbligo di "organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento" (corsivo mio). Gli elementi evidenziati sono ripresi più oltre nel testo.

Diversamente da quanto previsto dalla precedente disciplina, pertanto, nella norma primaria non figura più un divieto categorico con salvezze⁴³⁰. Tale divieto, però, ritorna – molto simile – nel Regolamento 10943, e precisamente all’art. 4. Esso prevede, al comma 1, un obbligo di “vigilare” per individuare i conflitti, ma poi, al comma 2, di nuovo il divieto di effettuare le operazioni in conflitto, salva informazione per iscritto sulla natura e sull’estensione dell’interesse e relativo assenso scritto del cliente. La trasparenza, pertanto, vale ancora a consentire l’attuazione delle operazioni in questione; la rilevanza di questa disciplina per il servizio accessorio di consulenza, però, risente dello spostamento della regola generale dal livello regolamentare alla normativa primaria, e della specificazione solamente a livello regolamentare. Dall’intervenuta liberalizzazione della consulenza, pertanto, non derivava l’assenza della disciplina del conflitto nella prestazione della consulenza da parte di soggetti abilitati, ma piuttosto un suo ammorbidimento ed un minore livello di dettaglio.

Cade, però, con la liberalizzazione della consulenza, il divieto di *dealing* imposto al consulente, così come non viene riproposta la regola sulla retrocessione delle commissioni. L’ammorbidimento della disciplina applicabile alla consulenza, quando era prestata da intermediari abilitati, è pertanto evidente.

La forma scritta dei contratti è prevista dall’art. 18 del Decreto Eurosim, salve deroghe regolamentari⁴³¹, per i “servizi previsti dal presente decreto”: si trattava di un obbligo applicabile al servizio accessorio di consulenza? Il Decreto Eurosim chiariva solamente che, diversamente da quanto previsto dalla previgente normativa⁴³², la sua mancanza era sanzionata con la nullità relativa, che può essere fatta valere solamente dal cliente⁴³³; prevedeva inoltre che l’obbligo di forma scritta potesse venire meno con previsione regolamentare. E sul punto fece chiarezza la normativa secondaria: la disposizione sulla forma del contratto prevista dal Regolamento 10943 non si applicava ai servizi accessori⁴³⁴, e dunque nemmeno alla consulenza, che poteva pertanto essere prestata lecitamente senza il noto “contratto scritto”.

Un ultimo riferimento, poi, è quello – ora legislativo⁴³⁵ – alla distinzione tra cliente al dettaglio e cliente professionale⁴³⁶, la quale, nella sua

⁴³⁰ Cfr. paragrafo 3.5.

⁴³¹ Che potevano avvenire “per motivate ragioni tecniche o in relazione alla natura professionale dei contraenti”, secondo quanto previsto dall’art. 18, comma 1 del Decreto Eurosim.

⁴³² Cfr. nt. 301 e testo corrispondente.

⁴³³ Si veda F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento*, cit. (nt. 314), 129 ss.

⁴³⁴ Secondo quanto previsto dall’art. 7, comma 3, lett. b) del Regolamento 10943.

⁴³⁵ Si tratta non solo dell’art. 18 del Decreto Eurosim (il cui contenuto rilevante è specificato a nt. 431), ma anche dell’art. 25, comma 3 del Decreto Eurosim, che prevede che la normativa secondaria debba tenere conto “delle differenti esigenze di tutela degli

declinazione regolamentare (art. 8 del Regolamento 10943), prevedeva la disapplicazione di numerose regole di comportamento nei “rapporti tra intermediari autorizzati ed operatori qualificati”⁴³⁷: bassa, tuttavia, l’incidenza di questo regime sulla consulenza, se si considera che l’unica regola del Regolamento 10943 che pare scritta con in mente anche il servizio accessorio⁴³⁸ è proprio il generalissimo art. 3⁴³⁹. Può dirsi dunque che le norme del Regolamento 10943 non prendessero in specifica considerazione la consulenza.

Sopravvive, anche se solo a livello regolamentare⁴⁴⁰, la regola dell’adeguatezza. Essa cessa però di applicarsi direttamente alla consulenza

investitori, connesse con la qualità e con l’esperienza professionale dei medesimi” ed anche l’art. 22, comma 2, che prevede l’esclusione dalle regole dell’offerta fuori sede degli investitori professionali: cfr. R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, Bancaria, 1998, 95 ss. e R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del “contraente non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 1996. Nel vigore della precedente disciplina, invece, la distinzione era frutto di una scelta effettuata dalla Consob nell’art. 13 del Regolamento 5387 e nell’art. 11 del Regolamento 8850 (e si veda, in particolare, la nt. 325 ed il testo corrispondente).

⁴³⁶ In base a quanto disposto dall’art. 11, comma 1 dell’ISD.

⁴³⁷ La nozione di “operatore qualificato”, posta dall’art. 8, comma 2 del Regolamento 10943, è più ampia di quella prevista dai due regolamenti Consob previgenti: cfr., per il Regolamento 5387 ed il Regolamento 8850, P. GENTILI, *Sub art. 25*, in *L’Eurosim. D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Giuffrè, Milano, 1994, 199.

⁴³⁸ Nonostante l’ampiezza dei richiami in base ai quali il Regolamento 10943 era stato emanato (cfr., in particolare, l’art. 25, comma 2 e 3 del Decreto Eurosim, che fanno riferimento, rispettivamente, alle “procedure, anche di controllo interno, relative ai servizi prestati” ed “al comportamento da osservare nei rapporti con la clientela”).

⁴³⁹ Che sanciva, nell’ordine, gli obblighi di (a) operare in maniera indipendente, (b) rispettando le regole dei mercati in cui operano, (c) parità di trattamento dei clienti, (d) esecuzione tempestiva degli ordini, (e) competenza e (f) riduzione dei costi ed ottenimento del “migliore risultato possibile” per il cliente. L’unica altra disposizione che rientri nel novero di quelle applicabili anche ai servizi accessori, forse, è quella dell’art. 4, comma 1 del Regolamento 10943, che, affermando che “gli intermediari vigilano per l’individuazione dei conflitti di interesse”, non fa che esplicitare quanto già ricavabile dall’art. 17, comma 1, lett. c). Al contrario, invece, le altre disposizioni del Regolamento 10943: l’art. 4, commi 2 e 3 si riferisce all’effettuazione di operazioni; l’art. 5, sui flussi informativi tra intermediario e cliente, si applica solamente alla prestazione di “servizi di investimento”, non già ai servizi accessori; anche il criterio di adeguatezza di cui all’art. 6 si riferisce all’astensione dall’effettuazione di operazioni e l’art. 7, come si è visto (cfr. nt. 434), è espressamente dichiarato non applicabile ai servizi accessori. Le norme successive all’art. 8, poi, dispongono per i singoli servizi di investimento.

⁴⁴⁰ La dottrina che si era occupata del problema della “sparizione” della *suitability rule* dalle norme primarie, aveva concluso che, assieme al divieto di *churning*, essa poteva ben essere ricompresa nel più generale divieto di operazioni in conflitto senza *disclosure*, e comunque applicabile, stante la compatibilità delle norme regolamentari emanate nella

servizio accessorio⁴⁴¹, e potrebbe fornire un buon argomento –, unitamente all’abrogazione delle norme del Regolamento 5387 che si riferivano alla consulenza incidentale, per il declino – normativo, anche se non fattuale – dell’istituto della consulenza incidentale⁴⁴². Non mancherà tuttavia chi, pur nel vigore della simile disciplina fatta propria dal t.u.f., tenterà di estendere l’applicazione di questa regola anche alla consulenza⁴⁴³.

Resta infine da ricordare che queste prescrizioni erano applicabili solamente agli intermediari abilitati. Quale regime, dunque, regolamentava l’attività di consulenza degli altri soggetti? Perché la Consob si esprima chiaramente sul punto si dovrà attendere qualche tempo⁴⁴⁴, ma, come è logico, si ritorna all’applicazione delle regole del diritto comune, ossia quelle che regolano l’appalto d’opera o di servizi⁴⁴⁵, oltre, ovviamente, alle norme eventualmente applicabili ai consulenti⁴⁴⁶. Si trattava, pertanto, di un regresso allo stato precedente a quello delineato nella l. 1/1991.

La ragione dichiarata della differenza di trattamento tra i clienti che ricevevano consulenza da soggetti abilitati e da soggetti non abilitati alla prestazione di servizi di investimento era una: la maggiore garanzia di affidabilità che lo *status* di soggetto vigilato attribuiva ossia, da un altro punto di vista, la “superiore capacità di attrazione del pubblico”⁴⁴⁷. Ciò, tuttavia, alla luce dell’analisi effettuata, non risulta essere particolarmente giustificato se si considera il servizio di consulenza, perché le norme più rilevanti a tutela del cliente che si sono viste nel sistema della l. 1/1991 non sono state ripetute, nemmeno a livello generale, per gli intermediari⁴⁴⁸.

vigenza della l. 1 /1991 con il Decreto Eurosim: F. ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento*, cit. (nt. 314), 132 s.

⁴⁴¹ A ben vedere, infatti, la portata della regola inclusa nell’art. 6, comma 1, lett. f), primo periodo del Regolamento 5387 che, come si è visto, conteneva anche il divieto di “consigliare” operazioni inadeguate, è ora ristretta dall’art. 6, comma 1 del Regolamento 10943 all’“effettuazione” delle medesime.

⁴⁴² Anche il divieto di *churning* segue le sorti dell’adeguatezza, e sopravvive, diversamente da quanto detto.

⁴⁴³ R. DELLA VECCHIA, *Il servizio di consulenza*, cit. (nt. 227), 59.

⁴⁴⁴ Si veda, ad esempio, la comunicazione n. DI/18568 dell’8 marzo 2000, che chiarisce l’applicabilità alla consulenza prestata da soggetti non abilitati “[del]le norme del diritto comune [che impongono di] usare la diligenza e la professionalità richieste dalla natura della prestazione dovuta”.

⁴⁴⁵ Secondo la classificazione già vista *supra*, a nt. 324.

⁴⁴⁶ Commercialisti ed avvocati, nell’ambito della loro professione, erano infatti soliti svolgere prestazioni di consulenza: sull’esenzione per non professionalità del consiglio di cui godevano nel vigore della l. 1/1991 si veda la nt. 258.

⁴⁴⁷ In questo senso, dopo qualche tempo, esplicitamente anche la Consob: ad esempio, nella comunicazione n. DI/99038880 del 14 maggio 1999.

⁴⁴⁸ Il divieto regolamentare di retrocessione delle commissioni, seppure molto rilevante ai fini del funzionamento della consulenza, era stato introdotto dal Regolamento 5387 nella disposizione intitolata genericamente “remunerazione”, ed aveva portata precettiva ampia,

Nessuna rilevanza, quantomeno normativa, aveva la neutralità del soggetto che prestava il servizio, e questo nonostante la Consob continuasse ad elencare detto requisito nel novero dei tratti caratterizzanti la prestazione di consulenza.

Più in generale, i maggiori e più dettagliati oneri organizzativi e comportamentali, in particolare, avrebbero dovuto fungere da contrappeso al maggiore affidamento che il pubblico riponeva nell'attività di questi soggetti, e qui si devono fare due osservazioni. La prima è che, almeno per quanto riguarda le regole di comportamento, si è dimostrato come così non fosse, e specialmente guardando a quante di esse fossero effettivamente applicabili alla consulenza in materia di investimenti. La seconda, invece, è che questa continua enfasi riguardo alle capacità dell'investitore di discernere le qualità dell'intermediario, e di riscontrare un'effettiva capacità pratica di segnalazione dei consulenti migliori tramite un'abilitazione che *non è più richiesta* per la prestazione del servizio di consulenza rivelano un legislatore ed un regolatore che continuano ad indugiare sull'idea di un investitore – per quanto inesperto – comunque sostanzialmente accorto e razionale.

4.5. Sintesi sul Decreto Eurosim.

L'entrata in vigore del Decreto Eurosim non costituiva la risposta a mutamenti particolari dal punto di vista del rapporto, ma piuttosto l'adeguamento della disciplina nazionale alle regole imposte dal diritto comunitario. Tale adeguamento comportò la liberalizzazione della prestazione del servizio, con un conseguente aumento sostanziale del numero dei soggetti che potevano svolgere l'attività, ed una correlata diminuzione delle tutele per gli investitori. Tale diminuzione era funzione non solo della maggiore diffusione della consulenza, ma anche della diminuzione delle regole specificamente applicabili ad essa quando prestata da soggetti abilitati (si pensi alla rimozione del requisito dell'adeguatezza del consiglio ed alla semplificazione – per quanto riguarda la consulenza – della disciplina del conflitto di interesse).

I problemi di fattispecie che si erano visti nel vigore della l. 1/1991 non erano risolti, ma anzi sopravvivevano le fattispecie “limitrofe” della consulenza incidentale e della gestione con preventivo assenso: la prima, se non nella normativa, sicuramente nella pratica, risultava soggetta alla disciplina del servizio al quale accedeva; la seconda iniziava ad essere utilizzata dall'autorità di vigilanza per individuare e sanzionare casi di “gestione surrettizia” quando consulenza ed esecuzione di ordini venivano

ossia estesa ad ogni servizio esecutivo al quale tale meccanismo potesse applicarsi, non già né principalmente né solamente alla consulenza.

effettuate contestualmente dai promotori finanziari secondo particolari modalità di fatto. Questi aspetti delineano una sostanziale indipendenza degli orientamenti Consob dalla disciplina vigente, a rimarcare ulteriormente la grande differenza che nel contesto del servizio di consulenza intercorre tra diritto e pratica.

Anche la disciplina del contratto di consulenza cambia: la rimozione dell'obbligo di forma scritta per i soggetti abilitati, e l'assenza di esso secondo le regole del diritto comune per tutti gli altri operatori si allontana di molto dal dettagliatissimo contratto tipo che si era visto applicare nel vigore della precedente disciplina.

Come si è visto, in più punti il legislatore del 1996 conferma la propria fiducia nella razionalità dell'investitore e, di conseguenza, fa della trasparenza non solo la strategia normativa prediletta al fine di tutelarlo – ossia di fornirgli le informazioni necessarie al fine di scegliere il migliore intermediario al quale richiedere la consulenza –, ma addirittura – ed impropriamente – l'obiettivo ed il metro di verifica della sua condotta.

Queste regole, infine, diminuiscono sostanzialmente i costi imposti agli intermediari per la prestazione del servizio di consulenza, ma la liberalizzazione del servizio aumenta la concorrenza alla quale essi sono sottoposti.

5. Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria.

A breve tempo dall'attuazione dell'ISD il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58⁴⁴⁹ (t.u.f.) effettuò quella risistemazione del diritto del mercato finanziario, comprensiva della disciplina delle società quotate, che già era prevista dalla legge delega del Decreto Eurosim⁴⁵⁰. Tale risistemazione non apportava sostanziali modifiche al regime di catalogazione dei servizi⁴⁵¹ e non provocava importanti novità in tema di consulenza⁴⁵², la quale rimaneva un servizio accessorio⁴⁵³. Si confermavano, invece, le linee già viste per il Decreto Eurosim, e, nel vigore del t.u.f., la Consob affinava i propri orientamenti. Le osservazioni che seguono, pertanto, avranno ad oggetto le poche modifiche normative rilevanti e detti orientamenti.

⁴⁴⁹ Recante il Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria, entrato in vigore il 1° luglio 1998.

⁴⁵⁰ Cfr. nt. 371 e testo relativo.

⁴⁵¹ L. ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, cit. (nt. 3), 1013;

⁴⁵² R. DELLA VECCHIA, *Il servizio di consulenza*, cit. (nt. 227), 30.

⁴⁵³ Cfr. art. 1, comma 6, lett. f) t.u.f.: la dottrina confermava le medesime preoccupazioni già formulate in sede di prima derubricazione del servizio (cfr. nt. 390): G.F. CAMPOBASSO, *Sub art. 1*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, I, Torino, Utet, 1998, 10.

Quanto ai soggetti che possono prestare la consulenza, permanendo il doppio regime visto⁴⁵⁴, le modifiche non sono sostanziali. Non essendo, tuttavia, le attività accessorie oggetto di regolamentazione di grande organicità nemmeno nel t.u.f., la Consob ha chiarito con una comunicazione l'applicabilità delle relative regole a tutti i soggetti interessati⁴⁵⁵. Detta comunicazione è importante perché evidenzia la natura peculiare del servizio di consulenza rispetto agli altri servizi accessori⁴⁵⁶, il quale si avvicina molto di più ad un servizio di investimento vero e proprio piuttosto che, ad esempio, alla locazione di cassette di sicurezza⁴⁵⁷, benché, come si è già visto, non si traduca direttamente in operazioni di investimento⁴⁵⁸; ciò, secondo la Consob, era testimoniato anche dalla disapplicazione, ad opera del t.u.f., delle norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali vigenti in materia bancaria⁴⁵⁹. Un altro merito sostanziale di questa comunicazione è quello di negare, finalmente, la necessità di un nesso funzionale tra servizio di investimento e servizio accessorio prestato, ponendo fine al dibattito che si era sollevato in dottrina⁴⁶⁰.

La Consob continua, nel frattempo, ad irrogare sanzioni ai promotori per gestione surrettizia, sempre utilizzando il grimaldello dell'inquadramento della prestazione di servizi di consulenza e collocamento nella cornice della "gestione con preventivo assenso", che veniva qualificata come "gestione surrettizia"⁴⁶¹.

Nessuna differenza sostanziale per le norme sul conflitto di interesse⁴⁶², e rimane valido anche quanto detto sopra in termini di adeguatezza⁴⁶³, specialmente se si considera che gli obblighi incumbenti sull'intermediario

⁴⁵⁴ Al paragrafo 4.3.

⁴⁵⁵ Si tratta della comunicazione Consob n. DI/99038880 del 14 maggio 1999, già menzionata per tentare di giustificare la differenza di disciplina tra intermediari abilitati ed altri soggetti nel vigore del Decreto Eurosim a nt. 447.

⁴⁵⁶ La comunicazione afferma che il servizio di consulenza è "prossimo" ai servizi di investimento, ed in particolare a quello di gestione di portafogli (art. 1, comma 5, lett. d) t.u.f.), e la dottrina lo qualificava come servizio accessorio "di rango" (M. DE MARI-L. SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, Zanichelli, 2005, 106).

⁴⁵⁷ Di cui all'art. 1, comma 6, lett. b) t.u.f.

⁴⁵⁸ Si veda il capitolo I, paragrafo 1.

⁴⁵⁹ Era l'art. 23, comma 4 t.u.f.

⁴⁶⁰ Si veda nt. 386 e testo relativo.

⁴⁶¹ Cfr. R. DELLA VECCHIA, *Il servizio di consulenza*, cit. (nt. 227), 46 s., nonché le sanzioni irrogate dalla consob ai promotori e pubblicate in *Boll. Consob*, giugno 1998.

⁴⁶² L. ENRIQUES, F. VELLA, *Le gestioni mobiliari*, cit. (nt. 394), 360 s. C'è anche da segnalare il disposto dell'art. 27 del Regolamento 1152, che prevedeva nuovamente – come avveniva nel vigore della l. 1/1991 – la regola *disclose or abstain*; principio, tuttavia, che veniva smentito per il servizio di gestione patrimoniale in base ad "autorizzazioni *una tantum*", sulle quali si veda F. SARTORI, *I conflitti di interessi tra intermediari e investitori: prime riflessioni*, in *Riv. dir. banc.*, 2002, 7, disponibile su www.dirittobancario.it.

⁴⁶³ Cfr. nt. 440 e testo relativo.

relativamente alla conoscenza del cliente⁴⁶⁴ (c.d. *know your customer rule*⁴⁶⁵) è cosa distinta dalla regola di adeguatezza (c.d. *suitability rule*) seppure sicuramente una sua componente ed un requisito per la sua attuazione⁴⁶⁶.

Per quanto riguarda la forma del contratto di consulenza, ora l'art. 23 t.u.f. specifica che la forma scritta si applica anche ai servizi accessori. Il regolamento attuativo della disciplina adottato con delibera Consob n. 11522 del 1° luglio 1998 (il Regolamento Intermediari 11522), tuttavia, in un primo momento ricalcava il Regolamento 10943, e non si applicava ai servizi accessori che non fossero quello di concessione di finanziamenti agli investitori⁴⁶⁷. Detto regolamento veniva poi modificato nel senso di escludere l'applicabilità della deroga al servizio accessorio di consulenza⁴⁶⁸. Tornava dunque in vigore l'obbligo di forma scritta.

Può dunque affermarsi che con il t.u.f. si perse un'occasione per allineare la normativa alle esigenze emerse nel periodo precedente, e che la risistemazione della disciplina della consulenza era affidata ad una Consob che, seppure dotata di più ampi margini normativi, faceva ancora largo uso delle comunicazioni per risolvere le questioni che si ponevano nella

⁴⁶⁴ Che si ritrovano nell'art. 21, comma 1, lett. b) t.u.f. identici a quelli previsti dall'art. 17, comma 1, lett. b) del Decreto Eurosim, che così recitano: "i soggetti abilitati devono [...] acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati". Il Regolamento Intermediari 11522, poi, replica all'art. 28 comma 1 quanto già disposto in precedenza dall'art. 5, comma 1, lett. a) del Regolamento 10943, ossia che il rifiuto da parte del cliente di fornire le informazioni richieste, se manifestato per iscritto, consente comunque all'intermediario di effettuare le operazioni richieste. In questa disposizione, tuttavia, non si fa riferimento alla prestazione del servizio di consulenza o di altri servizi accessori, bensì ai "servizi di investimento", e non è dunque direttamente applicabile alla consulenza (anche se è ovvio che la consulenza non può essere fornita da un intermediario digiuno da qualsiasi conoscenza del proprio cliente). Sembra cogliere il problema, senza tuttavia risolverlo, R. DELLA VECCHIA, *Il servizio di consulenza*, cit. (nt. 227), 59. Ne emerge, tuttavia, un quadro assai simile a quello già visto nei paragrafi che precedono per la consulenza nel vigore del Decreto Eurosim: norme poco chiare e di difficile interpretazione, che sono evidentemente state pensate per attività diverse dalla consulenza.

⁴⁶⁵ Sulla quale si veda nt. 229 ed il relativo testo.

⁴⁶⁶ Sulla *suitability rule* si veda, già all'epoca, F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento*, (nt. 298), 340 ss.; R. LENER, *Forma contrattuale*, cit. (nt. 436), 186 ss.; L. LOSS, *Fundamentals of securities regulation*², Boston, Little Brown, 1987, 131 ss.; J.D. COX-R.H. WILLIAMS-D.C. LANGEVOORT, *Securities regulation. Cases and materials*. Boston, Little Brown, 1991, 1219 ss., A.C. PAGE-R.B. FERGUSON, *Investor protection*, Londra, Weidenfeld and Nicholson, 1998, 272.

⁴⁶⁷ Art. 1, comma 6, lett. c) t.u.f.

⁴⁶⁸ L'obbligo fu reintrodotta dalla delibera Consob 1° marzo 2000, n. 12409. Si vedano in tema V. ROVITO-L. PICARDI, *Sub art. 23*, in *Testo unico della finanza, commentario* a cura di G.F. Campobasso, I, Torino, Utet, 2002, 200.

pratica⁴⁶⁹. Le opinioni dell'autorità di vigilanza si erano oramai consolidate, ed avevano delineato una fattispecie di consulenza abbastanza precisa, ma non esattamente conforme a quella analizzata quando si è dato conto del regime applicabile nella vigenza della l. 1/1991. In particolare, nelle numerose comunicazioni sul punto⁴⁷⁰, la Consob stabiliva che il servizio accessorio di consulenza è caratterizzato: "(a) dall'esistenza di un rapporto bilaterale e personalizzato fra il consulente e il cliente, fondato sulla conoscenza degli obiettivi di investimento e della situazione finanziaria del cliente stesso, così che le indicazioni siano elaborate in considerazione della situazione individuale dello specifico investitore; (b) dalla posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati; (c) dall'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare; (d) dalla circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente sia quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato".

Confrontando questi elementi con quelli visti *supra*⁴⁷¹ con riferimento alla consulenza che chiamavo "riservata" (per distinguerla da quella incidentale e quella liberamente prestabile) si devono effettuare due considerazioni: innanzitutto gli elementi (a), (b) e (c) si ritrovano precisamente nello schema previsto nel paragrafo 3.1; mancano, invece, il requisito della continuazione (che forse può ritenersi implicito nell'elemento *sub* (a), ma che costituiva il perno attorno al quale ruotava la distinzione tra consulenza riservata e consulenza incidentale), quello della non genericità del consiglio (anche questo implicitamente desumibile) e, in modo più rilevante, quello della personalizzazione del consiglio. La tipologia di consiglio prestato, dunque, sembra essere passata in secondo piano agli occhi della Consob. Spicca, d'altro canto, il riferimento alla remunerazione dell'intermediario⁴⁷², che costituisce un elemento nuovo della nozione di consulenza.

La "definizione" prosegue in questi termini: "costituisce eccezione al sopra delineato schema generale del servizio la consulenza prestata dal promotore di servizi finanziari, cui, ai sensi dell'art. 80, lettera a), del regolamento Consob n. 11522/1998^[473], è consentito esercitare tale attività

⁴⁶⁹ Lo si ricava dal frequentissimo richiamo operato dalla Consob alle comunicazioni emanate nel vigore dei precedenti regimi: cfr. i documenti citati a nt. 470.

⁴⁷⁰ Tra di esse si ricordano le comunicazioni nn. DI/98080597 del 14 ottobre 1998, DI/98080600 del 14 ottobre 1998, DI/99012156 del 23 febbraio 1999, DI/99023323 del 26 marzo 1999, DI/7578 del 2 febbraio 2000, DI/30441 del 21 aprile 2000, tutte disponibili sul sito www.consob.it.

⁴⁷¹ Al paragrafo 3.1.

⁴⁷² Del quale già si era trovata una prima traccia nel divieto di retrocessione delle commissioni presente nell'art. 5, comma 2, ultimo periodo del Regolamento 5387.

⁴⁷³ Che riprendeva testualmente il contenuto dell'art. 21, lett. a) del Regolamento Promotori 10629, sul quale si veda il paragrafo 4.3.

solo per conto del soggetto abilitato per il quale opera o di altro soggetto appartenente al medesimo gruppo”. L’“eccezione”, dunque, sembrerebbe da un lato giustificata dal fatto che il promotore svolge consulenza per conto del proprio mandante o delle società che appartengono al gruppo di questo, mentre ha la possibilità di collocare prodotti finanziari – e di prestare la relativa consulenza incidentale – per il solo mandante⁴⁷⁴. Dall’altro, però, sembrerebbe quindi che la consulenza del promotore, diversa da quella incidentale, possa non rispettare uno o più dei requisiti visti e, ciononostante, rimanere consulenza. Possibile che si sia dunque di fronte all’ennesima nuova fattispecie?

Se anche vi fosse, non vi sarebbero appigli normativi per ricostruirla, e pertanto bisognerà limitarsi a riconoscere, innanzitutto che l’enfasi sulla remunerazione del consulente coglie il segno sui problemi di conflitto di interesse evidenziati nel primo capitolo, e finalmente dà rilevanza al problema; poi che, tuttavia, l’“eccezione” alla quale sono sottoposti i promotori, essendo così qualificata ma non ulteriormente dettagliata, svuota la tipizzazione che precede – specie se si considera la portata pratica determinante dell’attività consulenziale dei promotori –, e che la confusione generata da questo regime è forte, permanendo il doppio metro tra soggetti abilitati e non, che era già stato inaugurato dal Decreto Eurosim⁴⁷⁵.

La remunerazione esclusiva e diretta da parte del cliente, così come l’indipendenza “strutturale”, e l’inesistenza di limiti predeterminati al paniere dei beni consigliabili sono pertanto i cardini della nozione che bisognerà tenere a mente quando si analizzerà il regime oggi vigente.

6. Sintesi e conclusioni.

In questo capitolo si è visto che l’evoluzione del servizio di consulenza in materia di investimenti nel nostro ordinamento è stata scandita da due tappe fondamentali, iniziate rispettivamente con l’introduzione degli intermediari polifunzionali ad opera della l. 1/1991 e con la liberalizzazione del servizio operata dall’ISD.

Osservando queste diverse fasi, si può concludere che l’esigenza dell’istituzionalizzazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti è stata originata dalla crescente complessità dell’offerta di prodotti finanziari, e che il problema della tutela dell’investitore è stato fortemente amplificato dalla possibilità per gli intermediari di prestare contemporaneamente una pluralità di servizi di investimento.

Tra i due regimi ai quali è stata sottoposta la consulenza in materia di investimenti, pre e post ISD, si è riscontrato un peggioramento della qualità

⁴⁷⁴ E si veda quanto detto al riguardo nel paragrafo 4.3.

⁴⁷⁵ Descritto già al paragrafo 4.3.

della protezione dell'investitore. A questa conclusione si giunge valutando nell'insieme l'incidenza della regolamentazione sui tre elementi segnalati nel capitolo precedente: la forte concentrazione verso la riduzione delle asimmetrie informative ha portato ad un uso quasi fideistico della trasparenza, che divenne addirittura un obiettivo della regolamentazione. Spesso essa è stata impiegata nei confronti di un cliente incapace di recepirla, e questo eccesso ha condotto a tralasciare o ad impiegare in maniera solamente formale le tecniche normative più interventiste e sensibili alle carenze di razionalità dei clienti, pur inizialmente accennate dalla Consob nel vigore della l. 1/1991, come la regola sull'indipendenza del consulente – rimasta solo sulla carta –, sul divieto di retrocessione delle commissioni e sul divieto di azione in conflitto di interessi.

Questo assetto ha consentito di costruire una rete distributiva dove la consulenza è prestata come vendita, e il consiglio non è altro che la presentazione di un prodotto da promuovere, necessariamente parziale. Ciò è avvenuto nonostante la specifica intenzione, esplicitata più volte dalla Consob, di distinguere nettamente “vendita” e “mandato”, e dunque tra attività di collocamento, come tali parziali, ed attività di consulenza⁴⁷⁶. La percezione di questo sistema da parte degli investitori non ha certo facilitato l'evoluzione di un rapporto di fiducia nella rete distributiva che forniva la consulenza, e con esso quello nel mercato finanziario nel suo complesso, e questa situazione è diffusa ancora oggi.

Tra i principali problemi tecnici che da questa impostazione conseguono si è identificata innanzitutto la mancanza di una definizione normativa chiara della fattispecie principale, oltre alla proliferazione di quelle ancillari. Questo stato di cose rendeva difficile per il cliente percepire l'esatta natura del servizio offerto e le qualità di chi potesse prestarlo, problema acuito dalla frequente modifica delle discipline applicabili alle fattispecie. Quanto ai fattori principali di disciplina, la trasparenza rimane la strategia normativa essenziale, sia nella disciplina del servizio che in quella del contratto, mentre il requisito dell'indipendenza, pur previsto dalla Consob come elemento essenziale della fattispecie, è rimasto sulla carta, non essendo previsto da norme imperative e non avendo trovato un'attuazione pratica stringente. Per quanto riguarda i conflitti di interesse, poi, non erano imposte né regole di organizzazione, né altre regole perentorie, ma solo il principio *disclose or abstain*. Per quanto riguarda la remunerazione, infine, l'eliminazione del divieto di retrocessione originalmente introdotto aveva contribuito ad aumentare la possibilità di conflitti di interesse in capo agli

⁴⁷⁶ Si veda, al riguardo, L. INCORVATI-E. MARCHESINI, *Venditore o consulente? In palio c'è il guadagno*, in *Il sole 24 ore*, 12 dicembre 1998, che include un'intervista a Fabrizio Tedeschi, allora commissario Consob, il quale afferma che consulenza e vendita “sono solo parzialmente compatibili [...] e per evitare conflitti di interesse devono essere garantite la separazione fra le due attività e l'autonomia del promotore-consulente [...] a cui deve corrispondere anche una netta distinzione fra i compensi”.

intermediari, mentre l'applicabilità del canone dell'adeguatezza al consiglio era incerta e, anche qualora fosse ritenuta applicabile alla consulenza, non era che un precetto formale che non si sostanziava in obblighi precisi.

Capitolo III

FATTISPECIE E DISCIPLINA

SOMMARIO: 1. Metodo. – 2. Il PASF e la protezione degli investitori. – 2.1. La revisione dell'ISD. – 2.2. Il ruolo della consulenza nel regime MiFID. – 3. La fattispecie di consulenza in materia di investimenti. – 3.1. Raccomandazione e informazione. – 3.2. Personalizzazione: il primo cardine della fattispecie. – 3.3. Il cliente. – 3.4. Operazioni: uno pseudo-requisito? – 3.5. Determinatezza degli strumenti finanziari: il secondo cardine della fattispecie. – 3.6. Le sorti della consulenza incidentale. – 3.7. Conclusioni sulla fattispecie. – 4. La riserva di attività, i soggetti esenti ed i soggetti abilitati. – 4.1. I consulenti persone fisiche e le società di consulenza: una nuova fattispecie o il ritorno al regime previgente? – 4.2. (segue) L'indipendenza dei consulenti finanziari e delle società di consulenza finanziaria. – 4.3. (segue) Incompatibilità, informazione e regole di comportamento. – 4.4. (segue) I conflitti di interessi: un esempio pratico. – 4.5. (segue) Conclusioni su consulenti persone fisiche e società di consulenza. – 5. La disciplina della consulenza prestata da soggetti abilitati. – 5.1. Le regole organizzative: adeguatezza patrimoniale e conflitti di interessi. – 5.2. Le regole di comportamento. – 5.3. (segue) Le clausole generali: correttezza ed interesse del cliente. – 5.4. (segue) Gli obblighi informativi. – 5.5. (segue) L'adeguatezza sostanziale. – 5.6. (segue) Gli incentivi. – 5.7. Il contratto. – 5.8. Conclusioni sulla disciplina.

1. Metodo.

Questo capitolo considera la regolamentazione della consulenza in materia di investimenti attualmente in vigore, così come prevista dal recepimento delle direttive MiFID⁴⁷⁷ avvenuto ad opera del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164. Si procederà pertanto a ricostruirne la fattispecie (paragrafo 3) e la disciplina (paragrafi 4 ss.), analizzandole in base alla tassonomia utilizzata nel capitolo 2 e valutandole giovandosi delle osservazioni formulate nel capitolo 1.

Il discorso si sviluppa in continuità con il percorso tracciato nel capitolo precedente: la nuova sottoposizione a riserva del servizio di consulenza, unitamente alla preminenza che oggi viene ad esso riservata nell'ambito dei servizi di investimento, costituisce parte della strategia attuata dal Piano d'Azione per i Servizi Finanziari tramite le direttive MiFID (paragrafo 2).

⁴⁷⁷ Si vedano nt. 508 e 509.

2. Il PASF e la protezione degli investitori.

Con le MiFID, l'istituto della consulenza si avviava verso un ulteriore e rivoluzionario cambiamento d'impostazione, che traeva la propria origine da una prima percezione, in sede comunitaria, del ruolo centrale che la consulenza come "servizio" ha ai fini del collegamento tra potenziali investitori e prenditori di risparmio.

La premessa programmatica per tale mutamento veniva posta tramite il varo del c.d. Piano d'Azione per i Servizi Finanziari (PASF)⁴⁷⁸, che dava grande priorità alla revisione della direttiva sui servizi di investimento. Tale documento è fondamentale per comprendere le modifiche operate in tema di consulenza, poiché si proponeva obiettivi di ampio respiro che forniscono un'utile chiave di lettura per rintracciare nella nuova normativa l'impiego delle tecniche delle quali si è detto nel capitolo I.

Il contenuto e gli esiti del PASF rilevano ai fini di questo studio sotto quattro diversi profili, due di merito e due di natura tecnica.

In punto di merito, il PASF riservava innanzitutto un rilievo di primo piano alla fiducia: riconosceva infatti il suo ruolo determinante per il "fiorire delle operazioni transfrontaliere"⁴⁷⁹ e per consentire "ai prestatori ed agli utenti di servizi finanziari di intrattenere rapporti vantaggiosi per le due parti in un clima di fiducia"⁴⁸⁰. Di qui il convincimento che il coinvolgimento dei risparmiatori possa e debba essere stimolato principalmente tramite la predisposizione di un complesso di regole di protezione⁴⁸¹, pur non trascurando "una ricerca pragmatica di soluzioni non

⁴⁷⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari: Piano d'azione*, COM(1999) 232, Bruxelles, 11 maggio 1999, disponibile sul sito www.europa.eu. Su questo provvedimento si vedano innanzitutto MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 8 ss., ed anche D. CERINI, *Report sul Piano d'azione della Commissione in materia di servizi finanziari (COM (1999) 232)*, in *Dir. econ. ass.*, 2000, 495 ss. e M. MEGLIANI, *Il quadro evolutivo dei mercati finanziari europei nella prospettiva internazionale*, in *Dir. Un. eur.*, 2001, 677 ss.

⁴⁷⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 9.

⁴⁸⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 9.

⁴⁸¹ Cfr. PARLAMENTO EUROPEO, *Prima relazione sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati*, A5-0287/2003, 4 settembre 2003, 91, che recita: "uno dei nostri obiettivi più importanti deve essere quello di produrre un contesto alla DSI che incoraggi i risparmi. È d'importanza cruciale garantire un'adeguata tutela degli investitori al dettaglio e contribuire a creare fiducia negli investitori". Nello stesso senso anche le opinioni dei gruppi di esperti, tra i quali EXPERT GROUP ON BANKING, *Financial Services Action Plan: Progress and Prospects. Final Report*, maggio 2004, 3, disponibile su www.europa.eu ("la fiducia dei consumatori è fondamentale, e la strategia di integrazione dei mercati al dettaglio dovrebbe essere supportata da misure di protezione del consumatore, che ne assicurino la tutela nel mercato aperto").

legislative” aggiuntive⁴⁸². S’intravede inoltre, da questa impostazione, il convincimento che le regole giuridiche abbiano una portata determinante nel modificare i comportamenti degli operatori del mercato, convincimento compatibile con una disciplina più stretta della relazione fiduciaria tra consulente e cliente.

In secondo luogo, si registrava un forte mutamento degli obiettivi del legislatore comunitario nella regolamentazione dei servizi di investimento: la realizzazione di un mercato unico non era più l’unico scopo della normativa europea, la quale iniziava a preoccuparsi direttamente della protezione dell’investitore⁴⁸³. Questa premessa richiedeva pertanto a dette norme di incidere più in profondità sulle regole nazionali, conducendo a sua volta a due modifiche di carattere tecnico nelle modalità di detto intervento.

Una prima modifica tecnica dell’intervento europeo fu costituita dall’introduzione della c.d. procedura Lamfalussy⁴⁸⁴, ed ebbe un impatto strutturale molto rilevante. Si trattava di un meccanismo legislativo che prevedeva misure di “livello 1” (tipicamente direttive contenenti regolamentazione di principio, che venivano adottate tramite la procedura tipica delle istituzioni comunitarie), di “livello 2” (adottate dalla Commissione e contenenti una disciplina di maggiore dettaglio) ed una *guidance* di “livello 3” ad opera dell’istituendo Committee of European Securities Regulators (CESR)⁴⁸⁵, oltre al “livello 4” costituito

⁴⁸² COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d’azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 9. Le tecniche normative reputate più adatta per ottenere tale fiducia sono analizzate nel prosieguo del testo.

⁴⁸³ Esplicito in questo senso non soltanto COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d’azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 9, ma anche A. LAMFALUSSY *et al.*, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of Europea Securities Markets*, 12, Bruxelles, 15 febbraio 2001, disponibile su www.europa.eu. Questo approccio sarà confermato definitivamente dalla disciplina MiFID, sulla quale più oltre nel testo.

⁴⁸⁴ LAMFALUSSY *et al.*, *Final Report*, cit. (nt. 483), *passim*. Sul tema si vedano C. COMPORTELLI, *L’integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, 269 ss.; F. PICHLER, *Profili teorici e di regolamentazione dei sistemi finanziari*, Milano, Giuffrè, 2005; A.M. CAROZZI, *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo (opportunità, limiti, nuove soluzioni)*, Roma, Bancaria, 2007; P. BILANCIA, *Alla ricerca di un mercato unico dei servizi finanziari*, in *Tutela del risparmio, authorities e diritto societario*, a cura di P. Bilancia, G.C. Rivolta, Milano, Giuffrè, 2008, 11 ss.

⁴⁸⁵ La vecchia architettura di vigilanza consentiva al CESR di emanare *guidance* non vincolanti che gli Stati membri recepiranno nei propri ordinamenti su base volontaria: artt. 4.3 e 4.3(a) della *Charter of the Committee of European Securities Regulators*, Settembre 2008, CESR/08-375d, disponibile su www.esma.europa.eu. Dal 1° gennaio 2011 il CESR è stato sostituito dall’ESMA secondo quanto previsto dal regolamento (UE) 2095/2010, pubblicato in *G.U.U.E.* n. L 331, 15 dicembre 2010, 84 ss. (regolamento ESMA). L’art. 16 del regolamento ESMA conferisce all’autorità il potere di emanare raccomandazioni simili a quelle del CESR, ma le sottopone alla regola *comply or explain* per migliorarne l’efficacia, mentre l’art. 29 attribuisce all’ESMA il potere di formulare “pareri” alle autorità

dall'*enforcement*. Nonostante questo procedimento avesse indubbiamente il pregio di velocizzare la produzione ed il recepimento della normativa comunitaria del mercato finanziario, esso complicava non indifferentemente la produzione normativa, e lasciava al CESR ed alle autorità di vigilanza nazionali un ruolo di grande responsabilità.

Sempre sotto il profilo tecnico, ma più nel dettaglio, il timore del precoce invecchiamento delle regole aveva poi portato a prevedere soluzioni che fossero “caratterizzate da una certa flessibilità in modo da non essere rese immediatamente obsolete dal rapido ritmo di mutamenti nei mercati”⁴⁸⁶, e che, d'altra parte, riuscissero a garantire un livello sufficiente di “sicurezza legale”⁴⁸⁷. L'obiettivo dello stimolo alla fiducia tramite l'armonizzazione delle regole di protezione dell'investitore voleva essere perseguito mediante un compromesso ponderato tra certezza e flessibilità, equilibrio che in pratica è difficile realizzare.

Queste sono le premesse dell'avvio della revisione dell'ISD, che condusse infine alla creazione di un regime interamente nuovo: si analizzeranno dunque, con specifico riferimento al ruolo della consulenza, la prima fase del processo di ammodernamento dell'ISD nel prossimo paragrafo, ed il regime che da ultimo ne è risultato in quello successivo.

competenti, al fine di “creare una cultura comune a livello di Unione e prassi uniformi in materia di vigilanza”. Il nuovo regime di vigilanza attribuisce all'ESMA poteri ulteriori: gli artt. 10 ss. del regolamento ESMA l'autorizzano, se previsto da una direttiva o da un regolamento, a preparare versioni preliminari di atti normativi (c.d. norme tecniche) proposte alla Commissione perché le adotti ai sensi della procedura delegata di cui agli artt. 290 e 291 TFUE. Tali norme, se adottate dalla Commissione, divengono misure vincolanti di diritto europeo secondario (ESMA, *Frequently asked questions. A guide to understanding ESMA*, 3 gennaio 2011, ESMA 2011/009, 4 s., disponibile su www.esma.europa.eu). Dal momento che l'ESMA è il successore del CESR e ne prende il posto ai sensi rispettivamente degli artt. 76.4 e 8.1(l) del regolamento ESMA, le *guidance* del CESR rimarranno in vigore a meno che non siano espressamente abrogate o sostituite. Esse, come frequentemente specificato dall'ESMA, continuano ad avere il valore giuridico previsto dalla *Charter of the Committee of European Securities Regulators*, e precisamente (i) non sono vincolanti, potendo essere adottate dai destinatari solamente su base volontaria, e (ii) ad esse non si applica la regola *comply or explain* (e.g. ESMA, *Public statement on Israeli laws and regulations on prospectuses*, 23 marzo 2011, ESMA/2011/37, 1, nt. 1, disponibile su www.esma.europa.eu). Tanto varrà, perciò, per la *guidance* di attuazione della direttiva MiFID della quale a nt. 509.

⁴⁸⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 14.

⁴⁸⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 9.

2.1. La revisione dell'ISD.

Secondo il PASF la revisione della direttiva sui servizi di investimento doveva essere la “pietra angolare” del processo di ammodernamento della disciplina dei mercati finanziari⁴⁸⁸, della quale già si esplicitavano le linee portanti: il ruolo chiave ricoperto, ancora una volta, dall’“informativa finanziaria”⁴⁸⁹, senza trascurare la regolamentazione delle modalità di vendita di strumenti finanziari⁴⁹⁰ e chiarendo da subito che non si sarebbe intervenuti sull’“armonizzazione dei prodotti finanziari”⁴⁹¹. Si scongiurava da subito un approccio eccessivamente paternalistico, abbracciando – sullo sfondo – nuovamente la strategia dell’informazione combinata a quella dell’educazione finanziaria⁴⁹² e facendo proprio il modello dell’investitore razionale⁴⁹³.

Questa impostazione, tuttavia, non eliminava lo spazio per un intervento più intenso in favore della protezione dell’investitore. Un primo cenno in questo senso è fornito dagli orientamenti preliminari della Commissione, formulati come documento di consultazione e diffusi nel luglio 2001⁴⁹⁴, i quali prevedevano che un servizio di “consulenza indipendente” in materia di investimenti rientrasse nel perimetro della nuova ISD sulla base dei seguenti tre principi: divieto di prestare il servizio con valenza “incidentale”⁴⁹⁵ divieto di intraprendere legami commerciali di alcun genere con gli emittenti dei prodotti oggetto della consulenza, e remunerazione c.d. *fee only*, con divieto di retrocessione delle commissioni⁴⁹⁶.

Si trattava di una prima proposta assai audace, specialmente considerando la libertà che il legislatore comunitario aveva lasciato agli

⁴⁸⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d’azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 5.

⁴⁸⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d’azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 6.

⁴⁹⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d’azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 9.

⁴⁹¹ COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d’azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 9.

⁴⁹² La particolare importanza di indipendenza, flessibilità e scelta nella gestione del risparmio appare dalla lettura di CONSIGLIO EUROPEO, *Conclusioni della Presidenza del Consiglio Europeo di Lisbona*, 23 e 24 marzo 2000, *passim*, disponibile su www.europarl.europa.eu.

⁴⁹³ Secondo quanto discusso nel capitolo I, paragrafi 4 e 5.

⁴⁹⁴ Detta consultazione, alla domanda n. 10, interrogava il pubblico sull’opportunità di introdurre un servizio di investimento denominato “*independent investment advice*” tra i servizi principali oggetto di regolamentazione da parte della direttiva.

⁴⁹⁵ Sulla quale si veda in particolare il capitolo II, al paragrafo 3.1.

⁴⁹⁶ Che, lo si ricorda, la Consob aveva già introdotto nel Regolamento 5387, nel vigore della l. 1/1991 (cfr. capitolo II, paragrafo 3.5).

Stati membri in materia di consulenza sino a quel momento⁴⁹⁷, nella quale si prendeva una precisa posizione in relazione alla natura indipendente del consiglio. Di conseguenza, la problematica del conflitto di interessi veniva affrontata tramite un triplice “isolamento”: della prestazione della consulenza dal contesto degli altri servizi di investimento, dell’intermediario consulente dai rapporti con i soggetti che potevano influenzarne il giudizio, ed infine del medesimo intermediario da fonti di guadagno che potrebbero distrarlo dall’azione nell’interesse del cliente. Questo “isolamento” si traduceva, sul piano soggettivo, in una posizione di indipendenza del consulente.

Un sì radicale approccio non fu ricevuto con particolare favore dagli operatori del mercato ai quali questo primo documento fu sottoposto⁴⁹⁸, i quali, pur concordando con l’idea di inserire la consulenza nel novero dei servizi oggetto di armonizzazione⁴⁹⁹, manifestarono nettamente il proprio sfavore sia per l’obbligo di remunerazione diretta (i.e. divieto di retrocessione), a patto che, secondo una formula che si userà correntemente, i conflitti di interesse siano “gestiti” in maniera efficace impiegando muraglie cinesi⁵⁰⁰. L’assenza di favore per una simile proposta, che toccava pratiche così radicate nel mondo della distribuzione, è chiaramente comprensibile se si osservano le qualità dei *respondents*, in larghissima parte istituzioni finanziarie⁵⁰¹, e si considera la natura e l’importanza del loro interesse nell’impedire che il nuovo regime armonizzato fosse troppo restrittivo rispetto alle pratiche distributive e consulenziali in essere⁵⁰². Gli orientamenti rivisti, e sottoposti dalla Commissione al vaglio degli operatori nel marzo 2002 tramite una nuova consultazione⁵⁰³, tenevano conto di queste tendenze ed invertivano decisamente la rotta, abbandonando i tratti di marcata “indipendenza”, mettendo da parte la strategia interventista

⁴⁹⁷ Cfr. capitolo II, paragrafo 4.1.

⁴⁹⁸ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Revision of the Investment Services Directive (93/22)*. *Summary of responses to the preliminary orientations of commission services*, luglio 2001, disponibile su www.europa.eu.

⁴⁹⁹ *Ibidem*, 15.

⁵⁰⁰ *Ibidem*, 16.

⁵⁰¹ Secondo quanto risulta da COMMISSIONE EUROPEA, *Revision of the Investment Services Directive*, cit. (nt. 498), 16.

⁵⁰² Una proposta interessante, tuttavia, va segnalata: alcuni *respondent*, infatti, ipotizzarono di rendere oggetto la consulenza in materia di investimenti di una direttiva separata, ossia di un provvedimento capace di estendere il suo ambito di applicazione oggettiva oltre il perimetro dell’ISD, ed in particolare agli strumenti finanziari di cui all’Allegato B dell’ISD (per la trasposizione nel nostro ordinamento di tale nozione si rimanda a nt. 373).

⁵⁰³ E si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Revisione della direttiva relativa ai servizi di investimento (93/22/CEE): seconda consultazione. Documento di sintesi*, non datato, disponibile su www.europa.eu.

precedentemente delineata e preferendo un approccio non solo più mite, ma che facesse ancora uso massiccio della trasparenza⁵⁰⁴.

Un altro profilo di forte interesse per gli intermediari già in questa fase, inoltre, era quello dell'adeguatezza patrimoniale, i cui requisiti si temeva potessero essere troppo gravosi per i soggetti che volessero esercitare solamente il servizio di consulenza. Tali imprese, infatti, non avrebbero detenuto somme di clienti, risultando dunque immuni dal rischio controparte e dal rischio sistemico⁵⁰⁵: tali aspetti verranno tenuti in debita considerazione nei lavori preparatori alla MiFID⁵⁰⁶, e risultarono nelle nuove regole sull'adeguatezza patrimoniale, delle quali si dirà al paragrafo 5.1.

L'analisi delle prime proposte di revisione dell'ISD già confermano quanto traspariva dall'impostazione impressa dal PASF⁵⁰⁷: la consulenza rimaneva un tema centrale ma, soffocati i primi intenti percepiti come eccessivamente paternalistici della Commissione, le istanze di autonomia dell'investitore e l'incremento dell'offerta di prodotti rimanevano l'elemento fondante del sistema. Questa prima esperienza, tuttavia, è significativa in quanto dimostra come il problema dell'indipendenza si sia posto sul piano europeo, e possa costituire un modello utile da tenere in considerazione per una consulenza strettamente regolata ed orientata all'interesse del cliente.

⁵⁰⁴ In base a detti orientamenti “l'imparzialità e l'obiettività della consulenza debbono essere garantite tramite l'effettiva pubblicità degli incentivi/delle commissioni relativi ai servizi resi e delle disposizioni organizzative adottate per la gestione dei conflitti di interesse nelle imprese multifunzione”: *ibidem*, 21.

⁵⁰⁵ Sulla particolare situazione patrimoniale dei consulenti si veda DE MARI, *La “nuova” consulenza*, cit. (nt. 18), 174, ed anche COMMISSIONE EUROPEA, *Revisione della direttiva*, cit. (nt. 503), 21, nt. 15.

⁵⁰⁶ Cfr. paragrafo 5.1. Tracce della preoccupazione per l'eccessivo peso dei requisiti di stabilità sulle imprese che esercitano solamente l'attività di consulenza sono evidenti nel processo che ha portato all'approvazione della nuova direttiva, sia nella prima proposta presentata dalla Commissione nel 2002 (COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati*, Bruxelles, 19 novembre 2002, COM(2002) 625 definitivo, 28 e 97, disponibile su www.europa.eu), la quale prevedeva per chi prestasse il solo servizio di consulenza un'esenzione dall'applicabilità della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale verso l'obbligo di stipulare un'assicurazione sulla responsabilità civile professionale per i consulenti finanziari, in considerazione del fatto che “i clienti non corrono il rischio di una perdita diretta di fondi” (*Ibidem*, 28) e che è necessario evitare costi regolamentari eccessivi in capo alle piccole imprese di consulenza (*Ibidem*, 33). Il primo parere della Banca Centrale Europea fu decisamente più prudente, sottolineando la sussistenza di un rischio operativo rilevante anche nell'attività di consulenza e sconsigliando esenzioni dai requisiti prudenziali (BANCA CENTRALE EUROPEA, *Parere riguardo a una proposta di direttiva relativa ai servizi di investimento ed ai mercati regolamentati*, 12 giugno 2003, pubblicato in *G.U.U.E.* del 20 giugno 2003 n. C 144, 6 ss., in particolare 8.).

⁵⁰⁷ Cfr. testo corrispondente a nt. 489.

2.2. Il ruolo della consulenza nel regime MiFID.

La situazione esposta nel paragrafo precedente portò all'emanazione delle direttive MiFID secondo il modello Lamfalussy: la direttiva 2004/39/CE⁵⁰⁸ c.d. di "livello 1" (MiFID L1), la direttiva 2006/73/CE⁵⁰⁹ c.d. di "livello 2" (MiFID L2) e le misure di "livello 3" attuate dal CESR⁵¹⁰.

⁵⁰⁸ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, pubblicata in *G.U.U.E.* n. L 145, 30 aprile 2004, 1 ss.

⁵⁰⁹ Direttiva 2006/73/CE della Commissione del 10 agosto 2006 recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva, pubblicata in *G.U.U.E.* L 241, 2 settembre 2006, 26 ss. La preparazione del testo di questa direttiva è avvenuto in dialogo con il CESR, al quale la Commissione ha richiesto due consulenze tecniche, i cui risultati sono riportati nei documenti CESR, *Technical advice on possibile Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments. 1st Set of Mandates*, CESR/05-025, gennaio 2005, disponibile su www.esma.europa.eu, rilasciato unitamente a CESR, *Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on the First Set of Mandates. Market in Financial Instruments Directive. Feedback Statement*, CESR/05-025, gennaio 2005, disponibile su www.esma.europa.eu, nonché CESR, *Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments. 1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates*, CESR/05-290b, aprile 2005, disponibile su www.esma.europa.eu.

⁵¹⁰ Le misure di terzo livello emanate dal CESR, per la natura e per l'ampiezza della materia regolata dalla MiFID, sono molto numerose. Si considereranno qui innanzitutto i due filoni di regolamentazione prodotti dal CESR che riguardano direttamente la disciplina della consulenza. Il primo è quello relativo agli incentivi (sui quali si veda il paragrafo 5.6), che è regolato dalle raccomandazioni contenute in CESR, *Inducements under MiFID. Recommendations*, CESR/07-228b, maggio 2007, disponibile su www.esma.europa.eu, che tiene conto delle due consultazioni precedentemente tenutesi sul tema, in base ai documenti CESR/06-687 del dicembre 2006 e CESR/07-228 dell'aprile 2007, entrambi disponibili su www.esma.europa.eu; è stata poi indetta, al fine di vagliare e promuovere l'uniforme interpretazione della disciplina sul punto, una consultazione in tema di pratiche retributive, CESR, *Inducements: good and poor practices*, CESR/09-958, del 22 ottobre 2009, disponibile su www.esma.europa.eu, alla quale ha fatto seguito un *report* che chiarificava l'approccio del CESR alla questione: CESR, *Inducements: report on good and poor practices*, CESR/10-295, 19 aprile 2010, disponibile su www.esma.europa.eu. Il secondo, quantomeno in ordine cronologico, ma certamente non per importanza, è quello dedicato alla nozione di consulenza: CESR, *Questions and answers. Understanding the definition of advice under MiFID*, CESR/10-293, 19 aprile 2010, disponibile su www.esma.europa.eu, risultato di una consultazione avente ad oggetto CESR, *Consultation paper. Understanding the definition of advice under MiFID*, CESR/09-665, 14 ottobre 2009, disponibile su www.esma.europa.eu, i cui risultati si leggono in CESR, *Feedback statement. Understanding the definition of advice under MiFID*, CESR/10-294, 14 ottobre 2009, disponibile su www.esma.europa.eu; il primo documento citato è stato poi seguito da un più generale e sistematico documento contenente domande e risposte sull'intero regime

Che la protezione del cliente sia divenuta un obiettivo di *policy* primario e diretto risulta chiaramente dal terzo considerando della MiFID L1: “è indispensabile assicurare il grado di armonizzazione necessario per potere offrire agli investitori un livello elevato di protezione”. Per raggiungere questo fine sono state impiegate diverse tecniche.

La prima, e che qui più rileva, è stata sottoporre la consulenza a riserva e renderla il cardine della prestazione dei servizi di investimento. Essa è stata innanzitutto inclusa tra i servizi che richiedono un’ autorizzazione in base alla “sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate”⁵¹¹, per essere poi assoggettata ad una disciplina particolarmente penetrante e stringente, disegnata in modo da attribuirle una preminenza indiscussa sugli altri servizi di investimento. Una consulenza regolamentata avrebbe l’effetto di favorire l’accesso dei piccoli risparmiatori al mercato⁵¹², in modo da sbloccare le risorse dei privati ed impiegarle proficuamente⁵¹³.

La consulenza, inoltre, è stata regolamentata in maniera capillare, seguendo il metodo Lamfalussy, ma in particolare assoggettando le regole della MiFID L2 al regime dell’armonizzazione massima, che costringono gli Stati membri ad una trasposizione rigida ed impediscono il c.d. *gold plating*⁵¹⁴, al fine di ottenere una disciplina realmente uniforme in tutti gli Stati membri.

Quanto alla forma delle regole, poi, permane la compresenza di *rule* e *standard*, il che pare – almeno astrattamente – in linea con la menzionata volontà di contemperare in maniera equilibrata le esigenze di certezza e

mifid: CESR, *Your questions on MiFID*, disponibile su www.esma.europa.eu; quest’ultimo, tuttavia, è meno chiaro e rappresentativo ai fini di questo studio. Si dovranno infine tenere in considerazione gli orientamenti dell’ESMA che, in base alla nuova architettura di vigilanza (sulla quale si veda nt. 485), sono stati emanati in materia di adeguatezza, ed in particolare ESMA, *Final report. Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, ESMA/2012/387, 6 luglio 2012, disponibile su www.esma.europa.eu. Tale ultimo documento è stato emanato a seguito di consultazione, secondo quanto previsto dall’art. 16 del Regolamento ESMA: ESMA, *Consultation paper. Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, ESMA/2011/445, dicembre 2011, disponibile su www.esma.europa.eu. Incentivi, nozione di consulenza ed adeguatezza sono, pertanto, i punti oggetto di maggiore dibattito a livello regolamentare e, come si vedrà nel prosieguo di questo capitolo, i punti chiave della nuova struttura del servizio di consulenza.

⁵¹¹ È il terzo considerando della MiFID L1.

⁵¹² Sulla base dei meccanismi di cui si è dato conto nel capitolo I.

⁵¹³ Questo obiettivo era già dichiarato nel PASF (cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d’azione per i servizi finanziari*, cit. (nt. 478), 8 ss.), e poggiava non solo sull’aumento dell’efficienza della formazione dei prezzi, ma soprattutto sull’aumento della diversificazione dell’offerta: cfr. LONDON ECONOMICS, *Quantification of the macro-economic impact of EU financial markets*, november 2002, 9, oggi disponibile su www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu.

⁵¹⁴ In particolare l’art. 4, comma 1 della MiFID L2.

flessibilità⁵¹⁵, ma aumenta considerevolmente l'importanza dei secondi. Per la definizione di importanti regole di condotta, si è infatti adottata la tecnica della c.d. *principle based regulation*, nonostante il forte dettaglio di molte delle norme di livello 2 possano diminuire la portata pratica di un simile principio⁵¹⁶.

Si sono inoltre previste clausole che consentano uno spazio di adattamento del regime della consulenza alle esigenze proprie dei singoli ordinamenti nazionali: in particolare i regimi di cui agli artt. 3 e 4 MiFID L1, che, rispettivamente, consentono la possibilità per gli Stati membri di esentare alcuni soggetti dotati di particolari requisiti dall'ambito di applicazione delle nuove regole e di estendere la nozione di soggetto abilitato.

Per quanto riguarda, infine, il merito della disciplina, la versione finale della normativa MiFID presenta un approccio più interventista del previsto per quanto riguarda le regole di condotta degli intermediari⁵¹⁷, con particolare riferimento all'incremento quantitativo e qualitativo dei doveri che gravano sull'intermediario quando la relazione con il cliente e la fiducia che in lui quest'ultimo ripone lo giustifichi. Un bilancio compiuto sulle tecniche impiegate, tuttavia, potrà formularsi solamente a seguito di un'analisi completa dei punti salienti della fattispecie e della disciplina della consulenza, che saranno effettuati di seguito.

I cinque elementi ora visti, conseguenza delle premesse delle quali si è dato conto nei paragrafi precedenti, non hanno solamente rivoluzionato l'approccio del legislatore comunitario alla materia, ma hanno condizionato in maniera determinante l'operato dei legislatori nazionali. E per guardare alla disciplina italiana è necessario tenere conto di questi fattori, analizzando congiuntamente le modifiche apportate al t.u.f. dal d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, il regolamento intermediari approvato con delibera Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 (Regolamento Intermediari) e la ricca produzione europea di primo, secondo e terzo livello.

⁵¹⁵ Come si è visto al paragrafo 2.1.

⁵¹⁶ Sulla regolamentazione per principi si veda I. MASON, *Principle Based Regulation – Will it work?*, in *The future of Investing in Europe's Market after MiFID*, a cura di C. Skinner, Chichester, Wiley&Sons, 2007, 85 ss. Per uno spunto sulla necessaria compresenza di *rule* e *standard* si veda W.H. BUITER, *Lessons from the 2007 Financial Crisis*, 11 dicembre 2007, pubblicato come *CEPR Policy Insight no. 18*, ma oggi disponibile sul www.econ.tu.ac.th.

⁵¹⁷ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Green Paper on Retail Financial Services in the Single Market*, COM (2007) 0226, final, disponibile su www.europa.eu. che parla di “rinforzo dei doveri fiduciari gravanti sulle imprese di investimento. Lo scopo di questo approccio è quello di proteggere i consumatori incentivando un comportamento responsabile da parte delle imprese di investimento” (traduzione mia).

3. *La fattispecie di consulenza in materia di investimenti.*

Il servizio di “consulenza in materia di investimenti” è oggi nominato all’art. 1, comma 5, lettera *f*) del t.u.f.⁵¹⁸ tra i servizi di investimento, divenendo, come anticipato, oggetto della riserva di cui all’art. 18, comma 1 t.u.f.⁵¹⁹.

L’aspetto più interessante, tuttavia, è costituito dalla definizione riportata dall’art. 1, comma 5-octies, primo periodo t.u.f., che, per la prima volta, definisce la nozione di consulenza. L’introduzione di una definizione normativa, alla luce delle problematiche che si sono evidenziate nel precedente capitolo⁵²⁰, rappresenta, in via di principio, una gradita novità, anche se tale definizione è formulata, come si dirà, in modo da complicare non poco il già variegato quadro di riferimento.

È consulenza in materia di investimenti “la prestazione di [(i)] raccomandazioni [(ii)] personalizzate a un [(iii)] cliente, [(iv)] dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a [(v)] una o più operazioni relative ad un [(vi)] determinato [(vii)] strumento finanziario”. L’analisi lessicale di questa definizione rileva dunque sette elementi costitutivi, non tutti certo di pari interesse, ma comunque meritevoli di qualche speculazione, ed analizzati nei paragrafi che seguono. Essi possono essere agilmente ricondotti entro due macro-categorie: quelli che definiscono le caratteristiche della raccomandazione (i-iv), la quale costituisce l’elemento cardine della definizione, e quelli che riguardano invece l’oggetto della raccomandazione (v-vii), all’interno della quale si può distinguere il suo oggetto diretto (una o più operazioni) da quello indiretto (i determinati strumenti finanziari).

Si osserva, inoltre, come la definizione vista prosegue con un secondo periodo, che intende chiarificare il concetto di “personalizzazione”: “la raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”.

La struttura di questa definizione è curiosa. Innanzitutto essa si snoda su due livelli diversi, accorpando la nozione di consulenza di cui alla MiFID L1 sopra menzionata, nonché la definizione di uno dei suoi elementi essenziali, ossia della “personalizzazione”, che si ritrova all’art. 52 della MiFID L2 ⁵²¹. La nozione di consulenza, inoltre, non recepisce pedissequamente il dettato della MiFID L1, bensì la modifica in due punti distinti: fa riferimento al “prestatore del servizio” e non all’“impresa di

⁵¹⁸ Recependo quanto previsto dal n. 5 della sez. A dell’all. 1 alla MiFID L1.

⁵¹⁹ Cfr. paragrafo 4.

⁵²⁰ Si veda in particolare il capitolo II, ai paragrafi 3.1, 3.2, 4.1 e 4.2.

⁵²¹ Della quale si dirà nel paragrafo 3.2.

investimento”, il che è comprensibile considerato il disposto degli artt. 18-*bis* e 18-*ter* t.u.f., sui quali più oltre⁵²²; altra discrepanza si riscontra nell’aggiunta del termine “determinato”, riferito allo strumento finanziario oggetto della raccomandazione, aggiunta comprensibile se si considera che la definizione contenuta nel periodo successivo fa proprio riferimento a detta determinatezza, ma non è specificata solo nella MiFID L2. Dalla lettera di questa nozione, nel complesso, è evidente che la trasposizione del regime europeo nel diritto nazionale è avvenuta *de plano*, secondo la regole di armonizzazione massima esposta nel paragrafo precedente.

Entrando nel merito della tecnica definitoria, poi, trattasi di una nozione dotata di intensione⁵²³, ossia finalizzata non già ad elencare analiticamente ogni caso nel quale la consulenza ricorra – soluzione che sarebbe stata senza dubbio difficilmente praticabile – ma piuttosto ad indicare gli elementi (giuridicamente) necessari perché l’integrazione della fattispecie.

L’analisi della valenza dei singoli elementi di fattispecie ora distinti verrà effettuata nei prossimi paragrafi, alla luce dei due documenti essenziali per la loro comprensione: le “prime linee di indirizzo” della CONSOB in tema di consulenza⁵²⁴, diffuse nel 2007 ad esito delle consultazioni sul nuovo Regolamento Intermediari, ma soprattutto il documento Q&A del CESR sulla nozione di consulenza del 2010⁵²⁵, che prevede un articolato “test” per l’attività svolta dagli intermediari, al superamento del quale è ricondotta la qualificazione dell’attività come consulenza in materia di investimenti.

3.1. Raccomandazione ed informazione.

Il primo elemento costitutivo della definizione è quello della raccomandazione. Detto termine è diverso da “indicazione” e “consiglio”, che erano impiegati dalla Consob nel vigore della vecchia disciplina⁵²⁶ e, ad un’analisi prettamente lessicale, sembra connotato di maggiore intensità ed ampiezza, fino al punto da ricomprendere, già da sé, anche la consulenza dell’intermediario non “neutrale”, diversamente da quanto avveniva nel vigore del precedente regime.

Il CESR, nel formulare i propri suggerimenti nel corso della preparazione della direttiva di secondo livello, osservava – alquanto

⁵²² Per l’analisi della disciplina applicabile a consulenti finanziari e società di consulenza si rimanda ai paragrafi 4.1 ss.

⁵²³ Per maggiori informazioni sulle definizioni intensive, o connotative, si veda COPI-COHEN, *Introduzione alla logica*, Bologna, Il Mulino, 2002, 151 ss.

⁵²⁴ CONSOB, *Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti*, 30 ottobre 2007, disponibile su www.consob.it.

⁵²⁵ CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509).

⁵²⁶ Sui quali si veda il capitolo II, al paragrafo 3.1.

semplisticamente – che a questo vocabolo si dovesse attribuire il suo “significato naturale”. Ciononostante il termine fu oggetto di ben maggiori approfondimenti nel corso delle consultazioni per le regole di terzo livello⁵²⁷, specialmente in ragione dell’ampio spazio che MiFID riservava alla disciplina dell’informazione⁵²⁸.

Da un lato, infatti, si può isolare l’informazione⁵²⁹. Essa, secondo le linee guida del CESR, ha natura oggettiva e riguarda “dati e numeri”, senza che si formuli “alcun commento o giudizio di valore circa la rilevanza [di detti elementi] ai fini delle decisioni che gli investitori possono effettuare”⁵³⁰, che è necessariamente ben distinta da quella della consulenza. Dall’altro, invece, la raccomandazione non può prescindere dalla formulazione di un’opinione circa una determinata condotta da tenere⁵³¹.

Concettualmente, non mi sembra che la definizione enucleata dal CESR sollevi particolari questioni, e questo giustifica anche la scarsa attenzione che la dottrina ha riservato a questa parte della definizione. Tutt’altro avviene, però, nella pratica, dove, a mio avviso, si possono riscontrare tre distinte problematiche.

La prima riguarda il c.d. consiglio implicito: esso si verifica quando l’intermediario, pur limitandosi a trasmettere informazioni al cliente, le presenta in modo tale od in un contesto per cui esse vengono in realtà percepite dal cliente come vere e proprie raccomandazioni. L’opinione, in altre parole, è volontariamente trasmessa dall’intermediario in maniera velata⁵³², ma non per questo essa non costituisce una raccomandazione.

⁵²⁷ Si veda quanto riportato in CESR, *Consultation Paper. Understanding the Definition of Advice* cit. (nt. 509), 6.

⁵²⁸ L’informazione è un elemento centrale del regime MiFID, come si è visto nei paragrafi precedenti: in generale si veda l’art. 19 della MiFID L1, e più oltre nel testo, il paragrafo 5.4.

⁵²⁹ La disciplina dell’informazione, quando sia trasmessa tramite canali commerciali (come ad esempio la pubblicità finanziaria) rileva, ai fini della disciplina in esame, esclusivamente perché consiste nella trasmissione di informazioni: si vedano in particolare gli artt. 27 ss. del Regolamento Intermediari e l’art. 19, comma 2 della MiFID L1. Sul regime di pubblicità finanziaria dopo le MiFID si veda V. SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell’intermediazione finanziaria dopo l’attuazione della direttiva MiFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785 ss. La differenza fondamentale tra pubblicità e consulenza, tuttavia, risiede nella personalizzazione della comunicazione, che sarà discussa nel paragrafo che segue.

⁵³⁰ CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 7.

⁵³¹ *Idem*.

⁵³² Si è occupato dettagliatamente del tema il CESR (CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 8), che ha identificato due contesti nei quali la comunicazione di informazioni può costituire una raccomandazione: quando le circostanze di prestazione del servizio possono attribuirgli forza persuasiva; quando viene posta un’enfasi speciale sui vantaggi di un prodotto rispetto ad un altro. Quest’ultimo aspetto viene in rilievo in particolare per quanto visto nel capitolo I, paragrafo 6 sul *framing effect*: conoscendo la difficoltà che l’investitore al dettaglio può incontrare nel de-contestualizzare le caratteristiche

Esistono inoltre casi, che possono andare sotto il nome di “raccomandazione indiretta”, in cui solo dopo aver considerato il contesto generale nel quale l’informazione è comunicata si potrà determinare se l’informazione costituisca o meno anche una raccomandazione⁵³³. L’esempio più interessante è certamente quello delle operazioni effettuate dagli amministratori di società quotate: informazioni su questo genere di avvenimenti non costituiscono di per sé una raccomandazione circa un investimento, ma consigliare ad un investitore di effettuare operazioni seguendo i comportamenti di detti soggetti rientrerebbe nella nozione di raccomandazione⁵³⁴.

Come s’intende, in secondo luogo, l’importanza di fornire un’adeguata formazione al personale dell’intermediario che concretamente fornisce informazioni o raccomandazioni è assolutamente determinante, perché questo dovrebbe essere in grado di cogliere queste differenze ed essere adeguatamente incentivato a rispettarle: ed il rischio di “sconfinamento” nella fattispecie di consulenza grava, come è logico, interamente sull’intermediario. La grande difficoltà di monitoraggio di questi ultimi, pertanto, unitamente alla responsabilità che la Consob ha posto in capo ad essi per il controllo dei dipendenti, presenta indubbe difficoltà pratiche⁵³⁵.

In terzo luogo, la sussistenza di una raccomandazione si presenta ancor più difficile da provare in giudizio, specie al ricorrere della consulenza “implicita”. Una *guidance* quale quella emanata dal CESR necessariamente comporta un rischio di *moral hazard*, ossia che ogni contatto con la clientela

dell’investimento rappresentato, e considerata la situazione di asimmetria informativa che tipicamente caratterizza la relazione tra intermediario ed investitore, il primo potrebbe avere gioco facile nel fornire una consulenza implicita che, come si vedrà nel prosieguo del paragrafo, sarà molto difficile da dimostrare *ex post*. Così di estrema rilevanza risulta il controllo del comportamento dei dipendenti da parte degli intermediari stessi, come si vedrà più oltre nel paragrafo.

⁵³³ *Ibidem*, 8.

⁵³⁴ *Idem*.

⁵³⁵ La Consob ha insistito molto sull’importanza di “approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, [considerata] l’ampia nozione di consulenza [...] può risultare elevato (specie quando si utilizzino forme di contatto non “automatiche”) il rischio che l’attività concretamente svolta sfoci nel presentare un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente, integrando così la consulenza in materia di investimenti” (CONSOB, *Prime linee di indirizzo*, cit. (nt. 524), 4). In pratica, tuttavia, è difficile anche solo sperare che una disciplina di un così alto grado di complessità (e lo si vedrà ancor di più nei prossimi paragrafi) sia tenuta in considerazione e correttamente applicata da un numero di soggetti molto ampio, variegato e spesso privo delle competenze specifiche per operare simili distinzioni. Le medesime osservazioni valgono anche per il requisito della personalizzazione, al quale l’affermazione sopra riportata si riferiva, essendo difficile, nella pratica, distinguere nettamente il profilo della raccomandazione e quello della personalizzazione.

sia riqualificato *ex post* come consulenza in materia di investimenti. L'unico modo per ridurre quel rischio nel vigore di queste regole richiederà, naturalmente, una grande attenzione sul piano probatorio.

Nel complesso, il problema della natura raccomandazione, esplorato in grande dettaglio nella teoria da parte del CESR e della Consob, risulta sotto il piano teorico, concepito in maniera molto ampia ed, all'atto pratico, difficilmente controllabile, sia *ex ante* da parte degli intermediari – che non possono non incontrare difficoltà ad indirizzare e controllare l'operato dei propri dipendenti su questi aspetti – che *ex post*, in sede di applicazione delle norme – considerate le indubbie difficoltà probatorie che simili questioni pongono –.

3.2. Personalizzazione: il primo cardine della fattispecie.

Una prima caratteristica della raccomandazione, determinante ai fini della comprensione della natura della nuova consulenza, è la sua personalizzazione. La centralità del termine risulta evidente anche perché, come si è detto, il suo contenuto è oggetto di un'autonoma definizione; questo vocabolo era già presente nella nozione di consulenza adottata in precedenza dalla Consob (che parlava proprio di rapporto “bilaterale e personalizzato”⁵³⁶), ma in passato ci si era limitati ad attribuirle il suo significato lessicale.

Il legislatore europeo, invece, è andato oltre: come anticipato, la raccomandazione personalizzata è “presentata come adatta per il cliente [ve/] basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente”, [et] “non è mai personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”. La prima impressione che si ricava da questa definizione è indubbiamente l'importanza della percezione che il cliente riceve del servizio prestatogli: basterà quindi un'apparenza di personalizzazione, implicita o esplicita – come si vedrà – a fare scattare, al ricorrere degli altri requisiti necessari, la tutela dell'affidamento che ripone nella particolare raccomandazione effettuata dall'intermediario. Questa traccia testimonia nuovamente la forza espansiva della fattispecie, costituisce un indice abbastanza marcato di protezionismo, ed è coerente con le istanze sopra menzionate di tutela del cliente⁵³⁷.

⁵³⁶ Per questa parte della definizione si rimanda a nt. 228 ed al testo corrispondente. Per un accenno si veda anche D. BUONOMO, *L'attività personalizzata di consulenza*, cit. (nt. 152), 122.

⁵³⁷ Si rimanda a quanto detto nei paragrafi 2 e 3. Questo risvolto, pur legittimamente tutelando l'affidamento, crea una serie di incertezze, nella pratica, che sono assimilabili a quelle viste nel precedente paragrafo quando si trattava della nozione di raccomandazione. Per quanto concerne la posizione della Consob sull'accertamento della sussistenza del

Suddiviso in tre diverse sezioni, il test può essere esaminato nelle sue tre fasi seguendo la *guidance* del CESR.

In primo luogo, la raccomandazione presentata come adeguata rispecchia un requisito cardine di questa nozione, ed ha creato una qualche confusione in dottrina. Alcuni, infatti, hanno ritenuto che la menzione dell'adeguatezza (termine che gioca un ruolo portante nella disciplina della consulenza⁵³⁸) rilevasse esplicitamente anche ai fini della fattispecie, seppure secondo diverse intensità. In questo senso sono principalmente due contributi.

Il primo, in maniera decisamente esplicita, afferma che “una raccomandazione personalizzata non può che essere adeguata; una raccomandazione non adeguata, non adatta al cliente, manca del requisito della personalizzazione”⁵³⁹: per capire dunque se una determinata raccomandazione costituisca consulenza bisognerebbe, ogni volta, effettuare il test di adeguatezza, del quale si dirà più oltre, escludendo le raccomandazioni manifestamente non adeguate al cliente, con l'effetto di annullare la disciplina di protezione dell'investitore che il regime della nuova consulenza ha così faticosamente cercato di instaurare, lasciandola alle norme generali degli intermediari (se la raccomandazione in parole viene effettuata da un intermediario abilitato) o, peggio, al diritto comune (se la raccomandazione è effettuata da un soggetto diverso). Ciò significherebbe, come è chiaro, disapplicare il meccanismo di tutela proprio dove più servirebbe⁵⁴⁰.

Il secondo, più velatamente, sottolineava che “la valutazione di adeguatezza [...] rileva altresì sul piano della definizione della fattispecie”⁵⁴¹. Anche questo parere ha suscitato critiche⁵⁴² che, a mio avviso, sono ben meno meritate. Qui l'autore, infatti, si limitava ad affermare la “rilevanza” dell'adeguatezza in punto di fattispecie: e come lo si può negare? Forse lo si potrebbe fare sottolineando che l'art. 1, comma 5-*septies* t.u.f., così come l'art. 52 della MiFID L2 non dice proprio “presentata come adeguata”, ma “presentata come adatta”: in realtà l'argomento è facilmente controvertibile sulla scorta di due osservazioni. Innanzitutto la differenza tra “adeguato” ed “adatto” non pare rilevante sotto

requisito in pratica si rimanda a quanto detto al paragrafo precedente, ed in particolare a nt. 535.

⁵³⁸ Cfr. paragrafo 5.5.

⁵³⁹ F. TEDESCHI, *La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, in *www.dirittobancario.it*, 5.

⁵⁴⁰ A conclusioni simili mi sembra giungere anche SCIARRONE ALIBRANDI, *La “consulenza in materia di investimenti”*, cit. (nt. 18), 81.

⁵⁴¹ DE MARI, *La “nuova” consulenza*, cit. (nt. 18), 166.

⁵⁴² SCIARRONE ALIBRANDI, *La “consulenza in materia di investimenti”*, cit. (nt. 18), 81.

il profilo lessicale, quantomeno nella lingua italiana⁵⁴³; inoltre, ed in modo ancora più determinante, la versione inglese⁵⁴⁴ della MiFID L2 utilizza in luogo del nostro “adatta” *esattamente* il medesimo termine che è stato impiegato dall’art. 40 della stessa direttiva per descrivere il regime di adeguatezza, così come anche si legge nei documenti del CESR sul tema. Ciò porta a ritenere che l’adeguatezza sicuramente *rilevi* ai fini della ricostruzione della fattispecie di consulenza. Altro sarebbe dire, invece, che l’adeguatezza è il requisito di fattispecie, e qui sì che si cadrebbe in errore!

Fa leva sul requisito della “presentazione” di un’operazione come adeguata anche la Consob, al fine di distinguere il momento fattispecie da quello della disciplina⁵⁴⁵, ma a me sembrerebbe più corretto, quantomeno sul piano formale, distinguere la “presentazione come adeguata” dall’“adeguatezza in concreto” usando rispettivamente i termini “adeguatezza formale” ed “adeguatezza sostanziale”. La prima è quella che percepisce il cliente durante la prestazione della raccomandazione, la seconda, invece, è quella che potrà essere accertata *ex post* sulla base delle caratteristiche del cliente e dell’operazione consigliata dall’intermediario.

La ricostruzione del requisito della personalizzazione come “adeguatezza formale”, oltre a ricomprendere anche la “personalizzazione implicita” come ricostruita dal CESR alla stregua di quanto già osservato per la raccomandazione implicita⁵⁴⁶, ha non solo il vantaggio di lasciare intatto il criterio di *verifica* dell’adeguatezza nella sede sua propria (ossia nella disciplina della consulenza), ma anche quello di gettare ulteriore luce sul (fino a ricomprendere il) secondo, sibillino requisito che potrebbe costituire, anche da solo, motivo di “personalizzazione”.

In secondo luogo, la raccomandazione deve essere “basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente”. E qui due domande: quali caratteristiche? E tale fondamento deve essere percepito dal cliente? La risposta alla prima domanda è formulata in senso amplissimo dal CESR: dalle informazioni meramente “fattuali”, quali indirizzo e stato civile (qui si sarebbe potuto parlare, più correttamente, di dati personali) a quelle più “soggettive”, quali propensione al rischio ed orizzonte temporale di

⁵⁴³ Ed anche qui, secondo il consueto metodo *ex art.* 12 preleggi (che impone di interpretare la legge innanzitutto in base al significato “fatto palese dal significato delle parole secondo la connessione di esse”).

⁵⁴⁴ “That recommendation must be presented as *suitable* for that person” (corsivo mio).

⁵⁴⁵ In particolare “resta una distinzione fra configurazione della *fattispecie* “consulenza” rispetto alla *disciplina* della stessa [...]. Se un consiglio [...] è “presentato” come adatto al cliente saremo in presenza di una consulenza (fattispecie), salvo poi verificare se quella consulenza è stata condotta correttamente nel rispetto dei doveri di articolata conoscenza del proprio cliente e della conseguente valutazione di adeguatezza delle operazioni consigliate (disciplina)”: CONSOB, *Prime linee di indirizzo*, cit. (nt. 524), 2.

⁵⁴⁶ CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 11, e si veda anche il paragrafo 4.1.

investimento⁵⁴⁷. Non è necessario, pertanto, che la normativa – *rectius*, la disciplina – in tema di acquisizione di informazioni *dal* cliente sia rispettata ai fini del ricorrere della fattispecie di consulenza⁵⁴⁸.

La risposta che il CESR fornisce alla seconda domanda, poi, è addirittura più ampia (ed alquanto vaga): si deve considerare la natura dell'informazione raccolta ed il modo in cui sono presentate le domande. Si tratta, come è evidente, di un accertamento fattuale difficilmente eseguibile, specialmente per il grande rilievo dato all'implicito ed al non detto che emerge dalle delucidazioni fornite dal CESR. È nuovamente il rilievo della formale percezione dell'adeguatezza da parte del cliente ad avere rilevanza.

Mi sembra poi che tra le norme di livello 2 e la *guidance* di livello 3 esista un forte scarto di orientamento: le prime regole sono state formulate con una grande (ed, in principio, encomiabile) attenzione per il cliente, per le sue impressioni e per la sua percezione di quanto avviene in sua presenza nelle stanze dell'intermediario – in tono, direi, volutamente protezionistico e probabilmente paternalistico, con in mente un investitore che percepisce impressioni ma che poco sa e capisce di operazioni su strumenti finanziari, e che, al contempo, confida moltissimo nella qualità del servizio che sta ricevendo –, mentre le seconde sono state formulate esclusivamente per gli intermediari, ed in particolare per fare capire loro nel dettaglio come devono strutturare ed effettuare il loro servizio di consulenza. Questa differenza di impostazione porta a due incoerenze.

In primo luogo, il cliente *retail* medio (ammesso che di un tale cliente si possa discorrere⁵⁴⁹) difficilmente può percepire la portata di questa seconda categoria di regole, così come difficile – lo si è già detto – sarà che i dipendenti ed i collaboratori dell'intermediario possano rispettare parametri basati sulle “impressioni” del cliente quando sono sotto la pressione di strettissimi vincoli di budget.

In secondo luogo, questa impostazione può stimolare una divaricazione ulteriore tra *law on books* e *law in action*: la prima è molto dettagliata e formulata – almeno al terzo livello – tramite indicazioni di massima e tendenziali (e così non potrebbe che essere, dovendo cogliere le sfumature degli atteggiamenti delle persone fisiche che in concreto prestano la consulenza), mentre in pratica è difficile cogliere precisamente, per i diversi soggetti coinvolti nella prestazione del servizio (intermediario – formale destinatario delle norme – cliente – protetto da queste regole – e dipendente o collaboratore dell'intermediario che in concreto presta il servizio) i comportamenti tenuti e da tenere.

⁵⁴⁷ *Ibidem*, 12.

⁵⁴⁸ E qui valgono nuovamente le osservazioni svolte in tema di personalizzazione ed adeguatezza: bisogna evitare di confondere il piano della fattispecie da quello della disciplina, adottando piuttosto un approccio sostanziale che tenga conto dell'effettiva percezione del cliente.

⁵⁴⁹ MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 30 ss.

Le regole di comportamento, anche se formulate – come vedremo – secondo *standard*, hanno richiesto chiarimenti *ex ante* già in punto di fattispecie tali da dimostrare le estreme difficoltà che la legge incontra nel disciplinare il comportamento degli intermediari: se non in astratto – come si è visto, la formulazione delle regole di terzo livello del CESR costituisce sicuramente un ottimo esercizio normativo – sicuramente in concreto, quando si tratterà di verificare se detti comportamenti – o meglio atteggiamenti e contegni – siano stati tenuti o meno. Tutto quanto detto è ricompreso comodamente nel concetto di “adeguatezza formale”.

Arriviamo dunque al terzo livello del test del CESR. La modalità di diffusione è, e giustamente, una circostanza che esclude la personalizzazione, tramite quella che sembra una presunzione *iuris et de iure*: l’adeguatezza formale, in casi come la pubblicità ed i quotidiani⁵⁵⁰, non può essere ragionevolmente percepita dall’investitore (o meglio, sulla scorta di quanto detto nel capitolo I, si presume percepita). Il CESR aveva infatti escluso la rilevanza del mero convincimento interno, al fine di limitare l’estensione eccessiva della rilevanza di questo requisito. Si deve pertanto porre attenzione al caso in cui una raccomandazione manchi del requisito della personalizzazione, ma presenti, ciò nondimeno, profili di pericolosità per il cliente.

In casi simili il legislatore europeo ha individuato una fattispecie particolare, quella delle c.d. raccomandazioni generali, che formano oggetto di un servizio accessorio ben preciso, tra le quali, come sottocategoria, sono espressamente incluse la “ricerca in materia di investimenti” e l’“analisi finanziaria”⁵⁵¹. Il considerando 83 della MiFID L2 chiarisce che le raccomandazioni sono “generali” quando sono “destinate a canali di distribuzione o al pubblico”. Le raccomandazioni generali sono pertanto escluse dal novero dei servizi riservati, e, riguardo ad esse, si ripropone il doppio regime vigente per la consulenza nel vigore della vecchia disciplina: se vengono prestate da soggetti abilitati vi si applicheranno le regole alla quale è sottoposta la prestazione della generalità dei servizi di investimento, mentre, se verranno prestate da soggetti non abilitati, saranno disciplinate dalle norme di diritto comune⁵⁵². L’antica dicotomia di disciplina resta, dunque, ma non si applica alla consulenza come disciplinata nel regime MiFID.

E qui si legge un ulteriore indizio della precisione del legislatore europeo: l’impiego del termine “generale” va distinto dal termine

⁵⁵⁰ Sono gli esempi riportati in CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 13, il primo dei quali si ricollega a quanto detto nel paragrafo 4.1 in tema di pubblicità finanziaria. Qui, in particolare, il messaggio pubblicitario che per natura non sia compatibile con la personalizzazione dovrà essere categoricamente escluso dalla fattispecie di consulenza.

⁵⁵¹ Si veda in particolare l’All. 1, sezione B, n. 5 alla MiFID L1, nonché l’art. 1, comma 6 t.u.f.

⁵⁵² In questo senso CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 10.

“generico”, che sarà usato nel prosieguo per descrivere la c.d. consulenza generica⁵⁵³. Mentre quest’ultimo fa riferimento esclusivamente alle caratteristiche dell’oggetto indiretto della raccomandazione, la “generalità” delle raccomandazioni fa riferimento alle loro caratteristiche in relazione al destinatario, ossia indica che esse sono state pensate per un particolare cliente, ossia personalizzate. Ottimo in punto di lessico, ma pare nuovamente difficile che il cliente al dettaglio possa percepire queste sfumature. Ancora una volta, la conferma di una normativa di dettaglio tanto precisa, puntuale e sottile da aumentare i costi di *compliance* e di *monitoring* che gli intermediari devono sostenere.

Un ultimo rilievo, sempre riguardo a quella che si è definita “adeguatezza formale”, è quella del *disclaimer*: il CERS ha specificato che l’impiego di una tecnica di trasparenza quale l’esplicitazione al cliente di non stare prestando un servizio di consulenza non è di per sé sufficiente per ottenere l’affrancamento dall’applicazione di fattispecie collegata a regole di condotta come questa⁵⁵⁴, ad ulteriore conferma dell’approccio sostanziale della normativa in esame. È qui interessante notare come un simile uso del *disclaimer* rivelerebbe un approccio eccessivamente formalista da parte dell’intermediario al regime applicabile ai servizi e, soprattutto, al proprio rapporto con i clienti, quasi usando un “eccesso” di trasparenza (la dichiarazione di *non* stare prestando il servizio riservato di consulenza non costituisce un obbligo di legge) per esimersi dall’applicazione delle ben più penetranti regole di condotta, che si vedranno nel prosieguo. Tale approccio, emerso in fase di consultazione⁵⁵⁵, risulta tipico degli intermediari che, come si osserverà in seguito, rimangono ancorati al vecchio paradigma della trasparenza “sanante” anche quando l’ordinamento non la riconosce più quale unico strumento di protezione dell’investitore. Da ciò, più in profondità, si evince inoltre l’atteggiamento di “fuga dal rischio” che spesso connota l’agire dell’intermediario, che può essere uno dei fattori che

⁵⁵³ Cfr. paragrafo 3.5.

⁵⁵⁴ Il CESR ha stabilito chiaramente, sulla base delle consultazioni effettuate sul punto, che nonostante sia fondamentale mantenere la massima trasparenza possibile nei confronti dei clienti riguardo ai servizi prestati, non è sufficiente informare dell’assenza di consulenza se in realtà questa viene prestata: CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 12. In pratica, un’ulteriore affermazione del principio di prevalenza della sostanza sulla forma, che ha evidentemente guidato la predisposizione dell’intera fattispecie di consulenza regolamentata.

⁵⁵⁵ In particolare si veda CESR, *Feedback statement*, cit. (nt. 509) 7 e 9, dal quale risulta che una parte rilevante delle risposte alla consultazione aveva dato molto peso al ruolo del *disclaimer* e della sua possibilità di escludere *in toto* che l’intermediario stia prestando consulenza. Altri *respondent* avevano poi considerato il merito del *disclaimer*, facendo dipendere dalla sua concreta formulazione la possibilità di considerare o meno l’intermediario esente dalla disciplina.

maggiormente incidono, in pratica, sulle possibilità concrete di perseguire l'interesse del cliente⁵⁵⁶.

In conclusione, si è enucleata la nozione di adeguatezza formale, che meglio caratterizza il requisito della “personalizzazione” e che risolve il conflitto tra fattispecie e disciplina segnalato in dottrina. Si è distinta la raccomandazione rilevante da quella generale, alla quale si applica, *mutatis mutandis*, la disciplina dell'antica consulenza-servizio accessorio. Si è poi evidenziato il consistente scarto di orientamento che sussiste tra secondo e terzo livello del processo Lamfalussy, con un secondo livello decisamente orientato al cliente ed un terzo livello non solo precluso ai non iniziati, ma certamente finalizzato esclusivamente a stimolare (ed a volte sembra quasi, minacciare) la *compliance* dell'intermediario, il che non è certamente facile in pratica, né per l'intermediario che deve istruire ed educare dipendenti e collaboratori, né per il cliente, che deve valutare il loro operato. Ciò tuttavia denota già una certa svolta paternalistica, almeno in questo ambito della fattispecie, che conduce alla descrizione precisa delle modalità di comportamento degli intermediari, e si traduce, nella pratica, in una risposta uguale e contraria degli operatori, che già nell'ambito delle consultazioni hanno dimostrato la loro disponibilità a “permutare” il rispetto delle norme di comportamento per un supplemento volontario di trasparenza.

3.3. Il cliente.

La seconda caratteristica della raccomandazione rilevante al fine del ricorrere della fattispecie di consulenza è quella di essere indirizzata al cliente, mentre non rileva quale dei due soggetti del rapporto di consulenza abbia assunto l'iniziativa. Questa formulazione è coerente con l'approccio sostanziale del quale la normativa in analisi è informata.

Per quanto riguarda l'identità del cliente, invece, la nozione è molto chiara⁵⁵⁷, il che potrebbe condurre a ritenere che si tratti di uno pseudo-requisito, specialmente se si considera nuovamente l'ampiezza della tutela che questa disciplina vuole garantire ai soggetti che ricevono le raccomandazioni rilevanti. L'art. 52 della MiFID L2 vi include, infatti, oltre al cliente attuale, anche quello potenziale⁵⁵⁸, il suo rappresentante⁵⁵⁹ e non solo il cliente *retail*, ma anche quello professionale, sebbene con riguardo a quest'ultimo “le imprese possano spesso [*sic*] riporre maggiore affidamento nella [sua] capacità di comprendere se stiano o meno ricevendo

⁵⁵⁶ Sull'obbligo generale in questo senso si veda il paragrafo 5.3.

⁵⁵⁷ “Perfettamente” chiara, “quasi sempre” nelle parole del CESR: CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 15.

⁵⁵⁸ CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 5 e 15.

⁵⁵⁹ CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 17.

consulenza”⁵⁶⁰. Un’ulteriore nozione *catch-all*, che si inserisce nel solco degli elementi che ampliano la portata della fattispecie di consulenza.

3.4. Operazioni: uno pseudo-requisito?

Passando ora a quello che si è definito l’oggetto diretto della raccomandazione, bisogna considerare il termine “operazioni”.

Le “operazioni” rilevanti sono oggetto di definizione all’art. 52 della MiFID L2, e consistono nel “comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell’emittente rispetto a tale strumento” o “esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario”. Un’ulteriore definizione molto ampia, dunque, che può includere “ogni consiglio riguardante uno strumento finanziario determinato”⁵⁶¹: questo conduce a ritenere che non si tratti che di uno pseudo-requisito, ossia di un elemento sintatticamente necessario ma giuridicamente privo di una rilevanza specifica. In altre parole, perché un cliente vorrebbe ottenere informazioni su strumenti finanziari, se non nell’ottica di effettuare un qualche tipo di operazione? Non è quindi necessario ricondurre a questo termine un particolare significato tecnico, specialmente se si considera la non operatività e la propedeuticità che tipicamente connota il servizio di consulenza, distinguendolo dagli altri servizi di investimento⁵⁶².

Se proprio si volesse attribuire un qualche significato precettivo al termine, come è stato fatto da alcuni, si potrebbe affermare che il riferimento alle operazioni, in luogo di un termine maggiormente specifico, ha consentito al legislatore di non escludere dalla nozione di consulenza alcun servizio di investimento⁵⁶³. Ma pare, tuttavia, un risultato superfluo.

3.5. Determinatezza degli strumenti finanziari: il secondo cardine della fattispecie.

Veniamo ora ad un tema di massima importanza, di rottura con il passato e, soprattutto di grande interesse: il requisito della “determinatezza” dello strumento finanziario oggetto dell’operazione.

⁵⁶⁰ CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 5.

⁵⁶¹ CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 9.

⁵⁶² Come si è ampiamente discusso nel capitolo I, paragrafo 1.

⁵⁶³ DE MARI, *La “nuova” consulenza*, cit. (nt. 18), 166.

Gli “strumenti finanziari determinati” costituiscono l’oggetto indiretto del servizio di consulenza in materia di investimenti, e mentre il riferimento allo strumento finanziario risulta abbastanza semplice⁵⁶⁴, sulla portata della determinatezza si è acceso un forte dibattito di cui conviene dare conto, specialmente con riferimento alla consequenziale esclusione dal novero dell’attività regolamentata della c.d. consulenza generica. “Generica” (e non generale, nell’accezione impiegata sopra) perché fa riferimento all’oggetto indiretto della consulenza, ed, appunto “consulenza” (e non raccomandazione) nel senso che, se non fosse per la carenza di determinatezza di detto oggetto indiretto, si tratterebbe di consulenza riservata *tout court*. Siamo di fronte, pertanto, ad una fattispecie di consulenza che in realtà “consulenza” nel senso rilevante ai fini della disciplina non è, che va a complicare ulteriormente il panorama normativo di questa intricata fattispecie.

Nonostante l’evoluzione incerta e, sicuramente, alquanto sottotraccia della consulenza generica⁵⁶⁵, l’elemento della determinatezza la riporta in primo piano, in ragione dei seguenti tre dati.

Innanzitutto l’art. 81 della MiFID L2 specifica che “una consulenza generica in merito ad un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di strumenti finanziari [...] in quanto la presente direttiva specifica che [...] la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in materia di determinati strumenti finanziari”. Il *financial planning* è dunque escluso dalla nozione di consulenza.

Ma poi, in secondo luogo, il legislatore europeo si è dilungato in un inciso non brillante, del seguente tenore: “tuttavia se l’impresa di investimento fornisce una consulenza generica ad un cliente in merito ad un tipo di strumento finanziario che essa presenta come adatto per tale cliente, considerate le sue particolari caratteristiche, e tale consulenza non è in realtà adeguata per tale cliente o non è basata sulla considerazione delle sue caratteristiche, in funzione delle circostanze di ciascun caso, è probabile che tale impresa violi l’articolo 19, paragrafo 1 o 2, della direttiva 2004/39/CE. In particolare, è probabile che l’impresa che fornisce ad un cliente tale

⁵⁶⁴ Per delimitarne il contenuto è sufficiente qui leggere l’art. 1, comma 2 t.u.f.

⁵⁶⁵ Della quale si è detto nel capitolo II, ma che è, per comodità del lettore, opportuno ribadire qui, seppure schematicamente. Nel vigore della l. 1/1991 la Consob sembrava richiedere, in alcune comunicazioni, che perché si avesse consulenza, le indicazioni fornite al cliente dovessero essere specifiche e non generiche, ma in altre occasioni (quale ad esempio la delibera Consob n. BOR/RM/91007638 del 27 dicembre 1991) includeva il *financial planning* nella consulenza. Nonostante il parere contrario di parte della dottrina, dopo il recepimento dell’ISD la Consob aveva riconfermato l’inclusione del *financial planning* nel novero della consulenza-servizio accessorio (con la comunicazione n. DIN/1083623 del 7 novembre 2001), seguita dalla dottrina (Cfr. M. DE MARI-L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in *Foro it.*, 2002, 1243 ss.). La determinatezza, pertanto, non era un requisito essenziale della consulenza prima dell’entrata in vigore del regime MiFID.

consulenza violi l'obbligo di cui all'articolo 19, paragrafo 1, di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti. Analogamente o alternativamente, tale consulenza sarebbe probabilmente in contrasto con il requisito di cui all'articolo 19, paragrafo 2, che le informazioni indirizzate dalle imprese di investimento ai clienti siano corrette, chiare e non fuorvianti". Questa aggiunta all'altrimenti chiaro disposto, specialmente per incerti termini dubitativi quali "è probabile" e "probabilmente", sembrerebbe rivelare non solo la consapevolezza dell'importanza dell'esclusione appena effettuata, ma anche l'incertezza circa la valenza di tale conclusione, nonché l'affidamento riposto dal legislatore europeo nelle misure di terzo livello per chiarire la questione. Quest'ultima impressione non deluderebbe, se non fosse che nella *guidance* di terzo livello del CESR, nel paragrafo dedicato alla consulenza generica, non si fa che rimandare al menzionato considerando n. 81 della MiFID L2⁵⁶⁶. Una petizione di principio, un'impressione errata o, piuttosto – il che mi sembra più plausibile – una soluzione volutamente aperta, quasi ad ammonire (questa volta l'intermediario, non già il cliente) sull'importanza del rispetto delle norme generalmente applicabili indipendentemente dal fatto che la fattispecie delineata non costituisca consulenza.

Inoltre il considerando 82 della MiFID L2 riprende la nozione di consulenza generica quando considera gli "atti preparatori" (ossia un'ulteriore fattispecie) senza determinarli specificamente, ma piuttosto affermando che un "esempio" di tali atti è costituito proprio dalla consulenza generica. Il legislatore europeo afferma dunque che tali atti preparatori, tra i quali la consulenza generica è inclusa, sono da considerarsi "parte integrante" del servizio al quale accedono⁵⁶⁷; e così al CESR ha fatto seguito la Consob⁵⁶⁸.

Come sistematizzare fattispecie e disciplina della consulenza generica? Il consiglio generico non è un servizio di investimento se prestato in maniera isolata, e non è soggetto alla relativa riserva di attività; tuttavia, se esso verrà prestato congiuntamente ad un'attività riservata, secondo le modalità di "incidentalità" e "strumentalità" tipiche della più volte vista consulenza "incidentale"⁵⁶⁹, sarà attratta dalla disciplina di quel servizio. La disciplina, così, sarà limitata al diritto comune se la consulenza generica è prestata da soggetti non abilitati, mentre verrà assoggettata alla disciplina generale di comportamento ed organizzazione degli intermediari se svolta da soggetti abilitati indipendentemente da altri servizi, ed assoggettata allo specifico regime di adeguatezza, appropriatezza o *execution only* specifico

⁵⁶⁶ Cfr. CESR, *Questions and answers*, cit. (nt. 509), 10.

⁵⁶⁷ Quale strano modo di disciplinare una fattispecie: identificata incidentalmente in un considerando (non ve n'è traccia nel testo della direttiva), e poi regolata "per esempio".

⁵⁶⁸ CONSOB, *Prime linee di indirizzo*, cit. (nt. 524), 2 e 3.

⁵⁶⁹ Differendo da essa ora (non già nella disciplina previgente) per la generalità del consiglio.

del servizio al quale dovesse essere abbinata. Il quadro è dunque alquanto articolato, intersecandosi i piani, prima d'ora distinti, di generalità e incidentalità⁵⁷⁰.

Guardando alla dottrina, le voci che hanno ricostruito la fattispecie di consulenza generica in modo da ricomprenderla nel novero della consulenza risultano minoritarie, seppur alcune non siano prive di spunti di pregio⁵⁷¹. Se si considera la storia della disposizione, poi, si osserva che il CESR, dopo un'accesa consultazione, aveva suggerito alla Commissione di

⁵⁷⁰ Per quanto riguarda le sorti della consulenza incidentale si rimanda al paragrafo 4.7.

⁵⁷¹ Cfr. G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di consulenza*, 8 s, disponibile su www.ilcaso.it, che fonda, la distinzione tra consulenza generica e consulenza riservata nella *carezza di neutralità*, che sarebbe poi anche, secondo questo Autore, la linea di demarcazione tra intermediario abilitato e promotore finanziario. Questa ricostruzione non può essere condivisa per due motivi: innanzitutto il tratto distintivo delle due fattispecie è, lo abbiamo detto e lo dice chiaramente la normativa analizzata, la mancanza di determinatezza dello strumento finanziario oggetto della raccomandazione. In secondo luogo, e quanto di più importante sotto il profilo sistematico, la neutralità non è un requisito del soggetto abilitato nel vigore della disciplina attuale, mentre lo era nel regime previgente, almeno secondo l'interpretazione delle norme di allora operata dalla Consob. Più prudente e misurata sembra invece l'opinione di SCIARRONE ALIBRANDI, *La "consulenza in materia di investimenti"*, cit. (nt. 18), 85. L'Autrice accede ad un'interpretazione dichiaratamente "lata" del vocabolo "determinato" (in questo senso, immagino, forse intendesse a-tecnica, poiché non so come interpretarlo "latamente": ciò equivarrebbe obliterarne completamente il significato), e per farlo utilizza tre argomenti diversi. Il primo è basato su di una considerazione di carattere empirico: come è possibile determinare una fattispecie distinta dalla semplice genericità o specificità del consiglio? A ciò si può obiettare che un simile ragionamento potrebbe valere benissimo anche per le "sottigliezze" analizzate quando si è detto della natura della raccomandazione del requisito della personalizzazione. Parimenti poco convincente risulta il secondo argomento, quello lessicale, impiegato a pagina 86, dove l'Autrice rileva che il mancato utilizzo dei medesimi vocaboli per indicare la "genericità" nel linguaggio del legislatore delle MiFID sarebbe un indice della poca importanza del termine "determinato". Più interessante il terzo rilievo: la possibilità concreta per l'intermediario di pregiudicare gli interessi del cliente tramite un consiglio generico ma non "adeguato" non sarebbe comunque molto alta? E qui si argomenta utilizzando l'incertezza che il legislatore europeo ha dimostrato nel considerando 81 della MiFID L2, concludendo che, alla luce di una simile formulazione, "le perplessità [...] in ordine all'opportunità di lasciar fuori dalla nozione di consulenza le raccomandazioni generiche trovano, però, deciso rinforzo", ancor più se il soggetto che effettua la consulenza generica non è abilitato, e dunque libero di prestarla rispettando le sole norme di diritto comune. Queste ultime osservazioni sono a mio parere assolutamente condivisibili, come del resto si è già detto sopra, ma non possono essere utilizzate per piegare il diritto positivo ad un'interpretazione che, pur presentando finalità in principio encomiabili (rinforzare la tutela degli investitori), non possono ribaltare in senso contrario alla lettera delle disposizioni una scelta effettuata dal legislatore in maniera così netta. Si tratta, al contrario, di un'osservazione corretta in prospettiva *de jure condendo*, che è certamente da condividere poiché lo *status quo* normativo presta il fianco ad una facile elusione delle norme imperative in materia di consulenza. Nel senso del testo, tra i tanti, DE MARI, *La "nuova" consulenza*, cit. (nt. 18), 167 ss.

includere la consulenza generica nella nozione di consulenza riservata⁵⁷², ma non si rinvengono spunti che possano porre in discussione le conclusioni raggiunte *de jure condito*.

Quanto è evidente, tuttavia, è che l'esclusione della consulenza generica costituisca una discontinuità ed un'incongruenza con il regime della consulenza complessivamente inteso: e non solamente sotto il profilo del vuoto di tutela che si potrebbe creare⁵⁷³ in considerazione dell'ampio "spazio operativo" della consulenza generica⁵⁷⁴, ma soprattutto per la carenza di certezza che connota il regime della consulenza in questo modo. Ma la certezza del diritto, nonostante fosse stata eretta ad obiettivo della regolamentazione in più di un'occasione nei lavori preparatori del nuovo regime⁵⁷⁵, rappresenta sotto molti aspetti, una problematica comune a più tratti delle fattispecie di consulenza in materia di investimenti.

La Consob ha tentato di ovviare al vuoto di tutela segnalato, cercando di aumentare la chiarezza della nozione, insistendo sul regime probatorio ed in particolare – sempre rivolgendosi agli intermediari – spiegando che "particolarmente difficile sul piano del fatto sarebbe dimostrare di non avere svolto una vera e propria consulenza in materia di investimenti, per quegli operatori che, sulla base di scelte astratte, optassero per la fornitura ad es., di un servizio di collocamento o di ricezione e trasmissione di ordini, in abbinamento con un servizio denominato di "consulenza generica": avvertimento chiaro per tentare di rendere operative regole che si discostano dalla prassi diffusa nel vigore della previgente disciplina e possono risultare di difficile applicazione.

Interessante è anche notare il numero delle fattispecie che finora si sono rinvenute: a parte quella generale di consulenza riservata, che ancora stiamo definendo, è stata tipizzata la "raccomandazione generale" (che costituisce

⁵⁷² Cfr. CESR, *Technical Advice on Possible Implementing Measures [...] 1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates*, cit. (nt. 509), che giustifica l'inclusione con la necessità di "evitare incertezza circa il momento in cui la consulenza in materia di investimenti viene prestata", suggerendo inoltre di temperare il requisito prevedendo di non richiedere un'autorizzazione specifica ai soggetti che intendessero fornire esclusivamente quel tipo di servizio, avvalendosi delle eccezioni facoltative di cui all'art. 3 della MiFID L1 o dell'eccezione per i professionisti di cui all'art. 2, comma 1, lett. j), oppure, infine, escludendo dalla nozione di consulenza i soggetti che avrebbero effettuato consulenza generica che "probabilmente non avrebbero portato il medesimo soggetto ad effettuare una raccomandazione riguardo ad uno specifico servizio di investimento". L'idea era buona in quanto consentiva di aggirare l'ostacolo che si è visto, della prestazione della consulenza generica congiuntamente ad altri servizi, ma aveva certamente lo svantaggio di complicare ulteriormente il già complesso panorama normativo, nonché l'evidente opposizione di forti interessi.

⁵⁷³ Si veda quanto osservato a SCIARRONE ALIBRANDI, *La "consulenza in materia di investimenti"*, cit. (nt. 18), 85 ss. a nt. 571.

⁵⁷⁴ DE MARI, *La "nuova" consulenza*, cit. (nt. 18), 170.

⁵⁷⁵ Ed in particolare si veda nt. 479 ss. e testo corrispondente, con riferimento al PASF.

un *genus* comprendente altre categorie)⁵⁷⁶ e la “consulenza generica” (ossia una *species* del *genus* “atti preparatori”)⁵⁷⁷. Per verificare se sussistano ulteriori fattispecie collegate alla consulenza è necessario indagare se vi sia ancora spazio per la consulenza incidentale la quale, lo si è visto nel capitolo II, ha trovato larga applicazione nella pratica del collocamento e veniva dalla Consob distinta dalla consulenza *tout court*⁵⁷⁸.

3.6. Le sorti della consulenza incidentale.

Si può affermare che la raccomandazione avente caratteristiche ed oggetto visti è oggi consulenza *tout court*, richiede una specifica autorizzazione⁵⁷⁹ e deve sottostare alle regole tipiche del servizio. Se si considera inoltre l’attenzione con la quale la fattispecie di consulenza riservata è stata delineata dal legislatore europeo (ed il poco margine che ha lasciato agli stati membri per deviare dal percorso che ha tracciato), si può concludere che non vi sia più spazio per la consulenza “incidentale” come delineata nel capitolo precedente: ossia come attività in tutto simile alla fattispecie consulenza enucleata dalla Consob, ma senza la neutralità né l’ampiezza del paniere di strumenti finanziari oggetto del consiglio che la caratterizzavano, occasionata dalla prestazione di un servizio diverso. Ora, se di neutralità né le direttive né il t.u.f. parlano, e così anche va detto per il paniere di beni ai quali la consulenza debba riferirsi⁵⁸⁰, nulla impedisce che la vecchia consulenza incidentale ricada nella nuova consulenza riservata, specialmente considerato l’approccio estensivo ed orientato al cliente che si è visto nei paragrafi precedenti.

Nemmeno è utile ragionare della distribuzione temporale del consiglio, perché non v’è traccia nella disciplina odierna – diversamente da quanto avveniva negli orientamenti della Consob formulati in precedenza – che consenta di distinguere una consulenza come rapporto di durata dal consiglio dato *una tantum*, parimenti rilevante ai fini dell’applicazione della disciplina della consulenza. Ed in questo senso, date le perplessità degli

⁵⁷⁶ Cfr. nt. 551 e testo corrispondente: e questa fattispecie è il *genus* che racchiude in sé un catalogo di attività non chiuso dal legislatore, tra i quali sono incluse la “ricerca in materia di investimenti” e l’“analisi finanziaria”.

⁵⁷⁷ *Supra*, a nt. 567 e testo corrispondente.

⁵⁷⁸ Si vedano in particolare i paragrafi 3.1 e 4.1.

⁵⁷⁹ Della quale si dirà nel paragrafo 4.

⁵⁸⁰ In questo senso la Consob ha obbligato l’intermediario che intenda prestare il servizio di consulenza a precisare chiaramente e preliminarmente “il *set* di prodotti/servizi finanziari sui quali potranno insistere i “consigli di investimento”, al fine di rendere pienamente edotto il cliente circa la natura e “l’ampiezza del relativo servizio”, osservando che la probabilità di consiglio aumenta all’aumentare della quantità di servizi considerati nella raccomandazione: CONSOB, *Prime linee di indirizzo*, cit. (nt. 524), 4 s.

operatori, abituati ad un regime sostanzialmente differente da quello oggi applicabile, la Consob si è premurata di specificare che “il servizio di consulenza in materia di investimenti può assumere forma anche non necessariamente “continuativa” [...] se vi è un consiglio ad un cliente (per quanto “episodico”) volto a presentare un prodotto come adatto al medesimo, il rapporto, [sic] va disegnato sulla regola di “adeguatezza” (propria della consulenza) e non su quella di “appropriatezza” a cui è ispirato il servizio di collocamento”⁵⁸¹.

In aiuto agli operatori del mercato, tuttavia, vengono le modalità transitorie di concessione dell’autorizzazione a prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti: l’art. 19, comma 14 del d.lgs. 164/2007 prevedeva infatti che i soggetti abilitati alla prestazione di un qualunque servizio di investimento potessero continuare a prestare il servizio di consulenza “senza detenere somme di danaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti” fino all’attuazione delle regole sui consulenti finanziari⁵⁸².

Le ultime caratteristiche della vecchia consulenza incidentale possono ora ritrovarsi nella consulenza “generica”: per quanto riguarda la fattispecie, vi è la giustapposizione ad un servizio principale – tipicamente, quello di collocamento – e, per quanto riguarda la sua disciplina, l’attrazione al servizio contiguo, e salva, ovviamente, in carenza del requisito della personalizzazione, l’ulteriore, duplice regime visto per le raccomandazioni generali⁵⁸³. Il posto della vecchia ed unica fattispecie, è stato occupato, anche se in maniera asimmetrica, dalle nuove: da un’analisi teorica, pertanto, la consulenza strumentale pare estinta.

In punto di effetti, tuttavia, la dottrina non ha mancato di notare come l’assorbimento da parte della consulenza riservata della vecchia consulenza incidentale tramite l’inclusione del consiglio *spot* porti a conseguenze non coerenti con il più generale spirito della disciplina introdotta con il regime MiFID, ed in particolare con la differenziazione del regime di tutela del cliente in funzione della tipologia di servizio⁵⁸⁴. In pratica, da questa interpretazione conseguirebbe l’eliminazione delle differenze di disciplina tra servizi in regime di appropriatezza, di adeguatezza o di *execution only*⁵⁸⁵, poiché qualunque servizio fosse assistito da consulenza dovrebbe essere

⁵⁸¹ CONSOB, *Prime linee di indirizzo*, cit. (nt. 524), 5.

⁵⁸² Sui quali si veda più oltre, al paragrafo 4.1 ss.

⁵⁸³ Cfr. paragrafo 4.1.

⁵⁸⁴ A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un’analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MIFID*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, 28, ma anche, A. PERRONE, *Il collocamento e la consulenza in materia di investimenti: la nuova disciplina*, in *Banche e banchieri*, 2010, 134 s.

⁵⁸⁵ Sulle quali si veda il paragrafo 5.5 .

prestato secondo il più severo regime dell'adeguatezza⁵⁸⁶. A me pare che, nonostante questa opinione non abbia trovato seguito presso l'autorità di vigilanza, essa abbia il pregio di potere essere qui utilizzata proficuamente sul piano sistematico.

Se si allarga l'angolo visuale all'istituto della consulenza nel suo complesso, ci si accorge che esso qui presenta un'antinomia tra la sua fattispecie e la sua disciplina, che si è risolto con un allargamento della prima che l'ha portata a trascendere i confini della seconda: la fattispecie, ed in particolare la sua interpretazione lata in ottica di protezione del cliente, ha avuto la meglio sul regime formale di regolamentazione del servizio. E da qui due osservazioni: da un lato può dirsi che la pervasività pratica del servizio di consulenza, già più volte sottolineata, ha finalmente trovato un riscontro normativo; dall'altro, invece, che è recessiva la tendenza opposta, ossia quella sopra vista in tema di rilevanza dell'adeguatezza ai fini di fattispecie, che avrebbe avuto l'effetto di diminuire le tutele del cliente.

3.7. Conclusioni sulla fattispecie

Il legislatore europeo ha modificato sostanzialmente il panorama della fattispecie di consulenza, complicandolo rispetto al regime previgente. Questo, di per sé, non è un risultato positivo, specialmente se si considerano i costi di *compliance* e di assestamento che al nuovo regime si sono associati⁵⁸⁷. Sono infatti oggi rinvenibili, nell'analisi sino ad ora effettuata, tre distinte fattispecie *lato sensu* consulenziali: la consulenza-servizio di investimento, la consulenza generica⁵⁸⁸ e la raccomandazione generale (*rectius*, attività preparatoria)⁵⁸⁹. È chiara inoltre l'indicazione, da parte delle misure di livello 3, che qualunque comportamento che presenti i requisiti tipici della consulenza deve essere classificato e disciplinato come tale.

⁵⁸⁶ In particolare l'effetto pratico di questa interpretazione si coglie volgendo lo sguardo alla vicenda del convertendo BPM, sulla quale la delibera Consob n. 17077 del 25 novembre 2009.

⁵⁸⁷ Sui costi del regime MiFID si veda ad esempio l'opinione del Securities and Market Stakeholders Group indirizzata all'ESMA e riportata in ESMA, *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements*, 6 luglio 2012, ESMA/2012/388, 17, disponibile su www.esma.europa.eu, dove si suggerisce che i requisiti di reportistica e di formazione del personale (sulla quale si veda quanto già detto al paragrafo 3.2) siano adeguati alle effettive esigenze ed alle dimensioni del soggetto abilitato. Per l'osservazione del valore della semplicità con particolare riferimento alle regole del mercato finanziario si veda A. PERRONE, *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, 537 ss.

⁵⁸⁸ Cfr. paragrafo 3.5.

⁵⁸⁹ Cfr. paragrafo 3.1.

Il perimetro dell'intervento normativo risulta, a conseguenza di questo approccio, in alcuni casi sicuramente ampliato dal nuovo legislatore (la consulenza un tempo detta "incidentale" è oggi inclusa nella fattispecie di consulenza, come anche il consiglio *spot*⁵⁹⁰). Altre volte (è il caso della consulenza generica), è invece stato ristretto. Nel complesso, comunque, a seguito di questa analisi si è affermato il convincimento che la nuova consulenza regolamentata sia maggiormente contigua ad altri servizi, quali il collocamento e la gestione di portafogli, e che la sua pervasività abbia trovato un più spiccato riconoscimento nella normativa (o che, per converso, sia stata la nuova formulazione della fattispecie a diffonderne maggiormente l'applicabilità)⁵⁹¹.

In terzo luogo, sicuramente encomiabile è l'idea di considerare, per la prima volta in modo netto, il punto di vista del cliente nel delineare le fattispecie viste, preferendo un approccio sostanziale che ne tuteli l'affidamento nell'operato dell'intermediario, anche se purtroppo il regime così risultante è difficilmente accessibile ai soggetti che materialmente forniscono il servizio, ed ancora meno ai clienti *retail*.

Si è inoltre riscontrata una forte dissonanza di orientamento tra misure di livello 2 e 3, in particolare le prime essendo fortemente orientate al cliente, e formulate in modo spesso così ampio da costringere le regole fissate al livello 3 ad un livello di dettaglio che è non solo difficilmente comprensibile, ma anche molto complicato da attuare nella pratica, da far rispettare *ex ante* a dipendenti e collaboratori e da ricostruire, *ex post*, in giudizio⁵⁹². Si ricordino, ad esempio, le fattispecie di raccomandazione implicita ed indiretta che testimoniano l'evidente intento del legislatore di far prevalere la sostanza sulla forma.

Già dall'analisi delle fattispecie risulta evidente un qualche superamento dell'ottica della pura trasparenza, e pare proprio che il legislatore abbia tratteggiato i contorni della fattispecie di consulenza proprio per blandire l'investitore, tutelandolo, nel vero senso del termine, addirittura dall'"impressione" che l'intermediario può dargli di una personalizzazione del consiglio⁵⁹³. Se questo risultato può sembrare rassicurante dal punto di vista del cliente (ammesso che egli riesca a percepire a pieno la valenza di una sì complessa normativa), lo è meno dal punto di vista degli intermediari, che sembrano ancora legati a normative ed a prassi operative talmente basate sulla trasparenza da provare, a tratti, a compensare con un approccio

⁵⁹⁰ Cfr. paragrafo 3.6.

⁵⁹¹ Conformemente, anche se partendo da presupposti diversi ed impiegando l'analisi dei modelli di *financial planning*, anche E.M. CARLUCCIO, *L'attività di consulenza nel risparmio gestito*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. De Mari, Padova, Cedam, 2009, 150.

⁵⁹² Cfr. paragrafi 3.2 e 3.5.

⁵⁹³ Cfr. paragrafo 3.2.

formalistico di *disclosure* il surplus comportamentale che è loro richiesto⁵⁹⁴, nell'ottica – è evidente – di tutelare il proprio interesse. Delineando regole di comportamento così stringenti, inoltre, il legislatore si assume una grossa responsabilità, poiché la fiducia potenzialmente ingenerata nel cliente potrebbe rivelarsi successivamente mal riposta in un intermediario che adotta un approccio formalistico alla *compliance* ed i cui incentivi rimangono non allineati con il servizio dell'interesse del cliente. Lo spazio per un approccio formalistico è sicuramente ridotto dall'interpretazione tesa alla protezione del cliente di elementi di fattispecie fatta propria dalle autorità di vigilanza.

Infine, lo si nota ora, non è stato dato alcun tipo di rilevanza all'indipendenza del consulente in punto di fattispecie, elemento che era invece considerato fondamentale (sicuramente *on books*, forse meno *in action*) dalla Consob nella precedente disciplina, e lo stesso va detto per il paniere di beni considerati nella prestazione del servizio. Si vedrà dunque di capire se si possa recuperare, in punto di disciplina, almeno una parte di questo elemento: il tentativo non sembra vano, specialmente considerata la centralità dell'asimmetria informativa e, di conseguenza, del conflitto di interessi che si è visto nel primo capitolo, e che costituisce, mi pare, il principale ostacolo per ottenere la fiducia dei clienti.

4. La riserva di attività, i soggetti esenti ed i soggetti abilitati.

La rinnovata sottoposizione a riserva del servizio di consulenza ex art. 18, comma 1 t.u.f. restringe l'esercizio professionale nei confronti del pubblico⁵⁹⁵ del servizio di consulenza ai soggetti abilitati. Quanto al novero dei soggetti che possono prestare la consulenza, oltre alla rinnovata possibilità per le sim di prestare esclusivamente detto servizio⁵⁹⁶, si segnalano alcune novità, che attengono alle esenzioni accordate a taluni soggetti ed alla modifica di alcune regole applicabili ai promotori finanziari (considerate in questo paragrafo) ed inoltre all'istituzione *ex novo* di nuovi soggetti abilitati alla prestazione della consulenza in materia di investimenti (paragrafo 5).

In continuità con quanto già visto nel regime previgente⁵⁹⁷ permane l'esenzione obbligatoria per i professionisti (art. 2, comma 1, lett. j) MiFID

⁵⁹⁴ Cfr. nt. 555.

⁵⁹⁵ Requisiti dei quali si è già trattato nel capitolo I.

⁵⁹⁶ Le società che prestano il servizio di consulenza sono dunque nuovamente sim: il legislatore ha dunque realizzato un'operazione inversa a quella effettuata tramite il decreto Eurosim, e si veda la nt. 364 e testo corrispondente.

⁵⁹⁷ Cfr. nt. 258 e testo relativo.

L1). La disposizione in parola⁵⁹⁸ contiene il divieto di specifica remunerazione il quale si pone in netta controtendenza con la logica che informa la – per quanto scarna – regolamentazione “generale” della remunerazione della consulenza⁵⁹⁹, ossia la specificazione dei compensi: nel caso dei professionisti, il significato da attribuire al divieto di specifica remunerazione va ricondotto all’individuazione di un’attività che innanzitutto ha carattere meramente ancillare ed integrativo rispetto ad un’altra, esercitata in via principale, che ha caratteristiche strutturalmente diverse da quelle di intermediazione finanziaria e che viene già ampiamente regolamentata, sulla base di prescrizioni non armonizzate, dall’ordine professionale di riferimento, responsabile di vagliare l’accesso alla professione, monitorare il rispetto delle applicabili norme di comportamento ed irrogare le relative sanzioni.

Vi sono poi le esenzioni c.d. facoltative⁶⁰⁰, che gli Stati membri sono liberi di applicare ai soggetti che presentino congiuntamente una serie di requisiti⁶⁰¹, ma non sono liberi di prestare i propri servizi in altri Stati membri né di stabilirvi succursali⁶⁰². Le finalità di questa esenzione possono essere riscontrate nell’intenzione del legislatore europeo di consentire lo sviluppo capillare della consulenza, facendo in modo che le piccole imprese locali non siano schiacciate dalla complessa regolamentazione applicabile alla consulenza⁶⁰³: questa possibilità, tuttavia, viene concessa al prezzo di una forte restrizione dell’operatività di questi soggetti.

Una seconda misura che può leggersi nell’ottica della facilitazione dell’accesso del pubblico dei risparmiatori al servizio di consulenza⁶⁰⁴ è il

⁵⁹⁸ Che prevede che “alle persone che forniscono consulenza in materia di investimenti nell’esercizio di un’altra attività professionale non contemplata dalla presente direttiva, purché tale consulenza non sia specificamente remunerata”.

⁵⁹⁹ Si veda, per le considerazioni in materia di incentivi, il paragrafo 5.6.

⁶⁰⁰ Previste dall’art. 3 MiFID L1: sull’impiego da parte del legislatore italiano di questa disposizione per introdurre nel nostro ordinamento la figura del consulente finanziario si veda il paragrafo 4.1.

⁶⁰¹ Le restrizioni applicabili ai soggetti esenti *ex art. 3* hanno natura essenzialmente patrimoniale (divieto di detenzione di fondi, titoli), ed operativa (è loro consentito prestare esclusivamente servizi di ricezione e trasmissione di ordini, limitatamente a valori mobiliari e quote di OICR e solamente a soggetti determinati – e consulenza). Con particolare riferimento ai requisiti patrimoniali menzionati, l’art. 5, comma 5 della MiFID L1 prevede che “gli Stati membri possano consentire all’autorità competente di delegare le funzioni amministrative, di preparazione o accessorie connesse al rilascio di un’autorizzazione” secondo le più snelle condizioni consentite dalla delega prevista dall’art. 48, comma 2 della MiFID L1.

⁶⁰² Secondo quanto previsto dagli artt. 31 e 32 della MiFID L1. Come per l’esenzione accordata ai professionisti, pertanto, i soggetti di cui all’art. 3 della MiFID L1 hanno una forte componente locale.

⁶⁰³ Si veda MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 206.

⁶⁰⁴ *Idem*.

regime particolare riservato agli “agenti collegati”, tradotto nel nostro ordinamento tramite una disciplina dei promotori finanziari sostanzialmente in linea con quella previgente. L’art. 6 del d.lgs. 164/2007 ha modificato l’art. 31 t.u.f., che oggi prevede che il promotore finanziario, soggetto dei quali le imprese di investimento che operano fuori sede devono avvalersi, sia “la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE esercita professionalmente l’offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario. L’attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell’interesse di un solo soggetto”: il riferimento alla normativa europea irrompe direttamente nel disposto nazionale, aggiungendo, di conseguenza, la libertà di prestare il servizio in base alle regole sulle succursali⁶⁰⁵. Il legame dei promotori finanziari alla nozione europea di *tied agent*⁶⁰⁶ ne conferma inoltre la natura di monomandatari⁶⁰⁷ abilitati a prestare non solo il servizio di collocamento, ma anche quello di consulenza con riferimento agli strumenti oggetto di collocamento⁶⁰⁸. Nonostante questa esplicita previsione, tuttavia, nel corso delle consultazioni per la modifica del Regolamento Intermediari si è discusso se reintrodurre l’incompatibilità precedentemente vigente in materia di consulenza⁶⁰⁹ sulla scorta della possibile confusione tra l’attività del promotore e quella del neonato – e, per alcuni aspetti strutturali, alquanto

⁶⁰⁵ Art. 32, comma 2 della MiFID L1.

⁶⁰⁶ Secondo quanto previsto dalla definizione di “agente collegato” prevista dall’art. 4, comma 1, n. 25 della MiFID L2.

⁶⁰⁷⁶⁰⁷ Esso “opera sotto la piena ed incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento” (*ibidem*), e si veda nt. 271 e testo relativo. Recentemente in dottrina è stata sollevata qualche obiezione all’impiego del termine “monomandato” in relazione all’attività del promotore finanziario, osservando come il promotore possa assumere incarichi aventi natura promozionale in ambito diverso (quale ad esempio quello di agente assicurativo), a patto che egli si presenti esclusivamente come tale (e non già come promotore), e promuova e collochi prodotti assicurativi diversi da quelli promossi e collocati in qualità di promotore: cfr. N. ABRIANI, *Diritto commerciale*, in *Dizionari del diritto privato*, promossi da N.Irti, Milano, Giuffrè, 2011, 683. Tale impostazione appare criticabile perché non considera come il termine “monomandato” sia riferito esclusivamente all’attività di promotore ed abbia valenza esclusivamente al suo interno (i.e. il promotore non può svolgere la propria attività per più di una sim, ad esempio), anche considerato che i prodotti assicurativi, come più volte ribadito dalla Consob (CONSOB, *Nuovo regolamento intermediari. Esito delle consultazioni*, 30 ottobre 2007, 159, disponibile su www.consob.it) rimangono esclusi dal regime del t.u.f. e sono invece sottoposti alla disciplina autonoma del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (recante il codice delle assicurazioni private). Si continuerà, pertanto, ad impiegare il termine nel significato menzionato.

⁶⁰⁸ *Ibidem*.

⁶⁰⁹ In particolare si veda CONSOB, *Nuovo regolamento*, cit. (nt. 607), 178 s., disponibile su www.consob.it.

simile – consulente finanziario⁶¹⁰; opzione nettamente scartata dalla Consob⁶¹¹, che ha preferito rinviare la trattazione del tema alla sua sede più opportuna, ossia quella della regolamentazione dei consulenti.

Il conflitto di interesse del promotore finanziario che fornisce consulenza, pertanto, rimane, acuito non solo dalla mancanza di un requisito di paniere dei beni⁶¹², ma soprattutto dalle segnalate rilevanti difficoltà che gli intermediari incontrano nello stimolare il rispetto di sì dettagliate regole di fattispecie e di comportamento, mitigato, ma solo in parte, dalle regole di comportamento ad essi specificamente applicabili e previste dal Regolamento Intermediari⁶¹³. Tra queste regole, tralasciando alcune formulazioni di non pregevole fattura⁶¹⁴, si deve segnalare innanzitutto l'incompatibilità tra attività di promotore e di consulente ex art. 18-*bis* t.u.f.⁶¹⁵, della quale si dirà compiutamente in seguito⁶¹⁶, oltre alla ripetizione dell'obbligo generale di comportarsi con diligenza e correttezza. Ma è soprattutto l'obbligo finale di comportarsi con “trasparenza” a rilevare, oltre che per la sua formulazione⁶¹⁷, anche per la sua ulteriore specificazione all'art. 108, commi da 1 a 4, ed il divieto assoluto di percepire retribuzione da parte di un cliente⁶¹⁸: tale profilo, pur essendo comprensibile stante la remunerazione del promotore da parte dell'impresa mandante, si pone in aperto contrasto con quanto si è detto in relazione all'importanza dell'influsso delle modalità di retribuzione della consulenza, nonché con quanto si dirà in tema di incentivi⁶¹⁹. Traccia della problematica della gestione surrettizia⁶²⁰ che potrebbe essere svolta dai promotori, si ritrova

⁶¹⁰ Si fa riferimento segnatamente alla struttura organizzativa della professione, che risulta chiaramente ispirata al modello previsto per i consulenti finanziari dei quali all'art. 18-*bis* t.u.f.

⁶¹¹ Cfr. Consob, *Nuovo regolamento*, cit. (nt. 609), 179.

⁶¹² Già segnalato quando si è trattato della fattispecie, al paragrafo 3.6.

⁶¹³ A seguito dell'abrogazione del Regolamento Promotori 10629, sul quale si veda nt. 411 e testo corrispondente, le norme di comportamento specificamente applicabili ai promotori finanziari sono state introdotte nel Regolamento Intermediari (artt. 104 ss., sui quali più oltre nel testo).

⁶¹⁴ Quali il divieto di usare le informazioni ricevute dai clienti “per interessi diversi da quelli strettamente professionali” (di cui all'art. 107, comma 2, ultimo periodo), oppure la clausola generale di incompatibilità di cui all'art. 106 del Regolamento Intermediari che vieta, alquanto vagamente, “ogni ulteriore incarico o attività che si ponga in grave contrasto con [l']ordinato svolgimento” dell'attività di promotore.

⁶¹⁵ Art. 106, comma 1, lett. *d-bis*) del Regolamento Intermediari.

⁶¹⁶ Cfr. paragrafo 4.3.

⁶¹⁷ Come si è visto nel capitolo II, paragrafo 4.4, la trasparenza è divenuta una modalità di comportamento ed un obiettivo della regolamentazione con l'ISD, e tale è rimasta ancora oggi nella formulazione dell'art. 21, comma 1, lett. *a*) t.u.f.

⁶¹⁸ Art. 108, comma 6 Regolamento Intermediari.

⁶¹⁹ Paragrafo 5.6.

⁶²⁰ Analizzata nei paragrafi 3.2 e 4.2 del capitolo II.

invece nel disposto dell'art. 108, comma 7, dove è fatto specifico divieto al promotore di "utilizzare i codici di accesso telematico ai rapporti di pertinenza del cliente"⁶²¹. Mancano invece obblighi di condotta o di gestione dei conflitti di interesse specificamente dedicati ai promotori, diversamente da quanto avviene, invece per i consulenti finanziari.

4.1. I consulenti persone fisiche e le società di consulenza: una nuova fattispecie o il ritorno al regime previgente?

Gli effetti principali che il recepimento della MiFID ha prodotto nel nostro ordinamento in materia di consulenza sono due: il primo lo si è già visto, ossia la sottoposizione a riserva dell'attività, che porta come conseguenza l'applicabilità dello stringente regime del quale si darà conto⁶²². Il secondo, quasi a mitigare gli effetti del primo, è l'aumento del numero dei soggetti abilitati a fornire prestazioni *lato sensu* consulenziali, tra i quali spiccano i consulenti finanziari persone fisiche (art. 18-*bis* t.u.f.) e le società di consulenza (art. 18-*ter* t.u.f.).

Una prima domanda da porsi è pertanto se questo ampliamento abbia come effetto l'annullamento o la riduzione della portata della riserva, essendo stimolato, come sembra, dalla reazione del mercato nazionale dei servizi all'imposizione delle nuove regole europee⁶²³.

Una seconda domanda è invece se dall'ampliamento soggettivo derivi poi una nuova fattispecie, ossia se i requisiti, le incompatibilità e le regole di

⁶²¹ Tipica è infatti la fattispecie del promotore finanziario che, avendo accesso al conto titoli del cliente, effettua direttamente operazioni che, per le loro modalità e per le circostanze di tempo nelle quali avevano luogo, non erano compatibili con l'operatività tipica del cliente medesimo: e si vedano in particolare le delibere Consob n. 12011 dell'8 giugno 1999, n. 12399 del 29 febbraio 2000 e 13273 del 26 settembre 2001.

⁶²² Cfr. paragrafi 5 ss.

⁶²³ In questo senso militano le osservazioni viste in punto di fattispecie, dove si è moltiplicato il novero delle prestazioni aventi natura latamente consulenziale, e dove è divenuto difficile comprendere, di fatto, quale servizio si possa prestare e con quali regole. Questa frammentazione soggettiva mi sembra coerente con l'ampliamento soggettivo che si va a descrivere, e mi pare pure che l'idea di una correlazione tra quest'ultimo e la nuova riserva si possa cogliere, seppure tra le righe, in L. MIOTTO, *Le società di consulenza finanziaria*, in *NLCC*, 2012, 1004 s. L'Autrice, però, motiva la compensazione con la volontà, da parte del legislatore nazionale, di attuare la normativa in modo da aumentare la concorrenza e la tutela degli investitori. Conclusioni poco condivisibili, per due motivi. Innanzitutto come può aumentare la concorrenza tra prestatori di servizi finanziari se detti servizi vegono sottoposti ad un gravoso regime di riserva o, come nel caso di consulenti e società di consulenza, autorizzativo, anziché prevederne la libera prestabilità? E poi, all'aumento delle volume – impressionante, come si vedrà – delle regole, non necessariamente corrisponde un aumento della qualità del servizio. Quanto quest'ultimo fattore incida sulla pratica della prestazione del servizio, comunque, lo si vedrà nel seguito del paragrafo.

condotta riservate ai nuovi soggetti siano tali da giustificare una ricostruzione teorica che porti a concludere per la nascita di una nuova ed ulteriore fattispecie di consulenza in materia di investimenti ed, in caso affermativo, quali siano le caratteristiche salienti di tale nuova fattispecie e come essa si inserisca nel quadro finora tracciato. Sarà pertanto necessario trattare alcuni aspetti relativi alla disciplina dell'attività dei menzionati soggetti, per tentare di fornire risposte soddisfacenti.

Le fonti a disposizione dell'interprete in quest'ambito sono numerose, e sono sintomo di una produzione normativa poco sistematica, al punto da meritare una classificazione cronologica. Vi è innanzitutto la possibilità, prevista dagli artt. 3 e 4 della MiFID L1 che già si sono visti⁶²⁴, di prevedere una disciplina speciale, sottratta al rigido regime di armonizzazione massima al quale sono sottoposte le direttive MiFID⁶²⁵, che consenta a determinati soggetti di prestare servizi di investimento⁶²⁶. Sono stati poi emanati prima l'art. 18-*bis*⁶²⁷ e poi l'art. 18-*ter* t.u.f.⁶²⁸, seguiti dal d.m. 24 dicembre 2008, n. 206⁶²⁹, che disciplina i requisiti per l'iscrizione all'albo dei consulenti persone fisiche, dal regolamento approvato con delibera Consob n. 17130 del 12 gennaio 2010 (Regolamento 17130), che tocca il tema dell'organismo di vigilanza e pone le regole che disciplinano l'attività dei consulenti persone fisiche e delle società di consulenza, ed infine dal

⁶²⁴ Cfr. paragrafo 2.2. In particolare, lo si ricorda, la prima disposizione citata riguarda le esenzioni facoltative, mentre la seconda l'allargamento della nozione di soggetto abilitato.

⁶²⁵ Del quale si è dato conto nel paragrafo 2.1.

⁶²⁶ Sull'identificazione esatta della base giuridica di diritto europeo del regime speciale per consulenti e società di consulenza finanziaria si era discusso soprattutto prima dell'introduzione dell'art. 18-*ter* t.u.f, e la dottrina maggioritaria optava per ricondurre detto regime all'art. 3 MiFID L1 (ad esempio R. D'APICE, *I nuovi consulenti finanziari tra indipendenza del soggetto e distribuzione del prodotto*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, 264; SCIARRONE ALIBRANDI, *La "consulenza in materia di investimenti"*, cit. (nt. 18), 90, e DE MARI, *La "nuova" consulenza*, cit. (nt. 18), 173), mentre una minoranza optava per l'art. 4 (PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, cit. (nt. 151), 1025 s.). Il legislatore ha dunque deciso di applicare alle persone giuridiche una disciplina che ricalca sostanzialmente, con alcuni adattamenti (come si vedrà più oltre nel testo), quella dettata per i consulenti persone fisiche, che pure non possono detenere somme o strumenti finanziari della clientela. E nel senso che si tratti di una scelta di compromesso si veda M.T. PARACAMPO, *Le società di consulenza finanziaria: una disciplina in itinere*, in *Società*, 2009, 1461.

⁶²⁷ Il quale è stato introdotto dal d.lgs. 164/2007 e poi successivamente modificato dal d.lgs. 17 luglio 2009, n. 101.

⁶²⁸ Inserito dalla l. 18 giugno 2009, n. 69. Le ragioni del ritardo sono eminentemente politiche, e l'estensione della possibilità di fornire il servizio di consulenza a soggetti non abilitati persone fisiche risenti del cambio di legislatura: cfr. PARACAMPO, *Le società di consulenza*, cit. (nt. 626), 1460 s.

⁶²⁹ Recante il Regolamento di disciplina dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali per l'iscrizione all'albo delle persone fisiche consulenti finanziari.

d.m. 5 aprile 2012, n. 66⁶³⁰ riservato ai requisiti degli esponenti aziendali delle società di consulenza.

Il complesso di regole è massiccio a causa dell'inapplicabilità delle norme generalmente previste per i soggetti abilitati – quali i consulenti e le società di consulenza non sono⁶³¹ – si è supplito alla loro mancanza cercando di ottenere un bilanciamento quanto più possibile equilibrato tra esigenze di snellezza dei requisiti strutturali ed organizzativi ed efficace tutela delle istanze dei clienti. Per valutare i risultati ottenuti, si procederà dunque all'analisi dei punti salienti delle fonti menzionate.

A presidio della prima delle due esigenze viste, ossia prevedere vincoli strutturali snelli, vi sono i requisiti di professionalità⁶³², onorabilità⁶³³ e patrimoniali⁶³⁴ applicabili ai consulenti ed alle società di consulenza, mentre, dall'altro, vi sono le prescrizioni circa l'indipendenza, le

⁶³⁰ Recante il regolamento di disciplina dei requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria, nonché dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali delle società di consulenza finanziaria.

⁶³¹ Ciò avviene perché il legislatore, come si è già detto, si è avvalso dell'esenzione di cui all'art. 3 della MiFID L1.

⁶³² Sarebbe inutile, ai fini di questo lavoro, riportare il contenuto delle disposizioni relative ai requisiti di professionalità. Bisogna invece segnalare le esenzioni da detti requisiti, che risultano particolarmente significative. Per i consulenti il d.f. 206/2008 prevede che siano esonerati i promotori finanziari che abbiano esercitato la propria professione – ed il servizio di consulenza in materia di investimenti in particolare – per un periodo di due anni nei tre anni antecedenti la richiesta (art. 2, comma 3, lett. a)), ed una simile corsia preferenziale è stata prevista per i quadri direttivi di terzo e quarto livello di soggetti abilitati, che svolgevano la medesima attività con paragonabili requisiti temporali (art. 2, comma 3, lett. b)), oltre agli agenti di cambio (art. 2, comma 3, lett. c)). Questa corsia preferenziale, se sicuramente è fondata su di una corretta presunzione di competenza, potrebbe contrastare con il rispetto e l'effettività dei requisiti di indipendenza dei quali si tratterà più oltre nel testo ma che, lo si anticipa, potrebbero consentire ai rapporti intessuti dai menzionati soggetti nel periodo di attività che è requisito per l'esenzione di influenzare la prestazione del servizio di consulenza.

⁶³³ Quanto ai requisiti di onorabilità, valendo quanto osservato alla nota precedente, qui basta ricordare la connotazione fortemente personalistica del servizio di consulenza (che costituisce un c.d. *people business*: cfr. capitolo I, paragrafo 1) ha portato il nostro legislatore a richiedere, nelle società di consulenza, requisiti equivalenti a quelli previsti per le persone fisiche per i soci e per gli esponenti aziendali delle società di consulenza in materia di investimenti, ed ai soggetti che materialmente prestano il servizio ai clienti, di essere loro stessi consulenti abilitati ed iscritti all'albo (salvo ovviamente l'obbligo di assicurazione professionale, l'obbligo di stipulare la quale grava ovviamente in capo alla società di consulenza): cfr. artt. 5 ss. del d.m. 66/2012.

⁶³⁴ È sufficiente sia per i consulenti persona fisica che per le società di consulenza ottemperare all'identico requisito dell'assicurazione per la responsabilità civile professionale (se non per la differenza di massimale: artt. 6, comma 1 d.m. 206/2008 ed art. 4, comma 1 d.m. 66/2012): come si è detto, infatti, l'unico rischio che il consulente privo di un'influenza operativa diretta sul patrimonio del cliente deve sopportare è quello della negligenza professionale.

incompatibilità e le norme di comportamento, sulle quali vale la pena di soffermarsi più diffusamente.

4.2. (segue) *L'indipendenza dei consulenti finanziari e delle società di consulenza finanziaria.*

Le regole concernenti l'indipendenza dei consulenti finanziari meritano particolare attenzione, poiché la loro rilevanza è stata tale da portare dottrina e prassi a riferirsi al servizio di consulenza offerto dai consulenti persone fisiche e dalle società di consulenza come "indipendente"⁶³⁵. Ciò è avvenuto nonostante del termine, che in un primo momento era comparso anche nel lessico del legislatore⁶³⁶, non vi fosse alcuna traccia nelle norme oggi vigenti, ma il suo recupero in via interpretativa va valutato con attenzione. Le principali regole a presidio di detta "indipendenza" sono due⁶³⁷.

La prima è costituita dal divieto di intrattenere "direttamente, indirettamente, per conto di terzi, o per il tramite di terzi, rapporti di natura patrimoniale, economica, finanziaria, contrattuale, o di altra natura, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza [di giudizio⁶³⁸] nella prestazione della consulenza in materia di investimenti", che si può definire "indipendenza relazionale". Questo divieto è molto pregnante, non era

⁶³⁵ Come si è già osservato al paragrafo 2, il primo documento di consultazione sulla revisione dell'ISD si riferiva così al servizio di consulenza. Fra i tanti autori che hanno giustapposto il termine "indipendente" a "consulenza" o "consulente" nel vigore del nuovo regime, si vedano PARACAMPO, *Le società di consulenza*, cit. (nt. 626), 1462 e MIOTTO, *Le società di consulenza finanziaria*, cit. (nt. 683), 1005.

⁶³⁶ Lo segnala L. ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in *La MiFID in Italia. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*², 2009, Torino, Itaedizioni, 475, che reputa anche l'eliminazione del termine "più corretta", e motiva sostenendo che una tale inclusione avrebbe potuto portare "in qualche modo ad un indebolimento della necessità dei requisiti di autonomia ed indipendenza che, invece, sono in qualche modo coesenziali alla natura stessa del servizio di consulenza in materia di investimenti". Questa giustificazione, tuttavia, non sembra fondata: come si vedrà più oltre, infatti, del requisito di neutralità richiesto dalla Consob per la prestazione del servizio di consulenza nel regime previgente è rimasto ben poco.

⁶³⁷ Riportate, per i consulenti finanziari e per le società di consulenza rispettivamente, agli artt. 5, commi 1, 2 e 3 del d.m. 206/2008 e 3, commi 1, 3 e 4 del d.m. 66/2012.

⁶³⁸ Inciso presente solo nella norma riferita ai consulenti finanziari, ma il termine non sembra avere contenuto precettivo particolare. Inoltre, l'art. 3, comma 2 del d.m. 66/2012 estende l'applicabilità delle cause di incompatibilità alle società del medesimo gruppo del quale fa parte la società di consulenza.

presente – almeno espressamente – nella disciplina previgente, e costituisce un *unicum* anche in quella attuale (quando è prestata da soggetti abilitati)⁶³⁹.

Si tratta di una regola che, nella sua prima parte, si dimostra un po' prolissa ed imprecisa: sarebbe forse stato preferibile formulare una clausola generale più ampia, aggiungendo un'elencazione di rapporti che avesse valore esclusivamente esemplificativo, al fine di diminuire il rischio di elusione della norma. Nella formulazione attuale, invece, è più difficile sanzionare un rapporto che può minare l'indipendenza ma che non sia incluso in questa lista. Inoltre, particolarmente pericoloso mi pare l'inciso finale, ossia quello che fa riferimento alla possibilità di condizionamento dell'indipendenza in concreto che, qualora non sussistesse, legittimerebbe la prosecuzione di detti rapporti, altrimenti preclusi al consulente indipendente. È evidente come una simile clausola generale depotenzi in maniera molto forte una norma che altrimenti potrebbe costituire un punto di centrale rilevanza nella disciplina della consulenza, proprio perché, come si è visto nel capitolo I, è spesso dalla rete di rapporti intessuti dall'intermediario consulente che scaturiscono i principali rischi per l'investitore, ed in particolare le nocive problematiche collegate al conflitto di interesse.

E la chiosa al termine di detta disposizione è ancora più pericolosa se si considera il meccanismo di scrutinio che a tale relazione si applica. È infatti previsto che esso avvenga ad opera del competente organismo di vigilanza su consulenti e società di consulenza⁶⁴⁰ sulla dichiarazione effettuata dal consulente o dalla società di consulenza⁶⁴¹. Le problematiche legate alla limitatezza di un simile controllo sono evidenti (anche se un'interpretazione di buona fede e diligente di quest'obbligo dovrebbe spingere l'organismo di vigilanza a compiere accertamenti ulteriori, specialmente considerati i poteri ispettivi dei quali dispone⁶⁴²), e contribuiscono a diminuire in maniera significativa la portata deterrente della disposizione in parola.

La seconda regola a tutela dell'indipendenza del consulente interviene sull'altro punto potenzialmente generatore di conflitti di interesse per il consulente: la remunerazione, ossia, sotto un diverso angolo visuale, quella che si può definire “indipendenza retributiva”.

Mi sembra innanzitutto che il requisito di indipendenza retributiva non sia che una specificazione, per quanto opportuna, dell'indipendenza relazionale. È infatti stabilito che “per la prestazione di consulenza in materia di investimenti gli iscritti all'Albo non possono percepire alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il

⁶³⁹ Come si vedrà nel prosieguo, infatti, l'indipendenza del consulente non è un requisito che la disciplina MiFID considera rilevante al fine della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti.

⁶⁴⁰ Istituito con il Regolamento 17130.

⁶⁴¹ Così dispongono gli artt. 5, comma 2 del d.m. 206/2008 e 3, comma 4 del d.m. 66/2012.

⁶⁴² Cfr. art.

servizio”⁶⁴³. Questo divieto categorico è molto importante perché obbliga il consulente e la società di consulenza a percepire una remunerazione esclusivamente dal cliente, destinatario del servizio, completando il processo di separazione e, quasi, di isolamento avviato, seppure con i *caveat* evidenziati, tramite la norma sull’indipendenza esaminata sopra. E si tratta, lo vedremo⁶⁴⁴, di un divieto molto più categorico di quello applicabile ai soggetti abilitati in genere con la disciplina dei c.d. incentivi⁶⁴⁵.

4.3. (segue) *Incompatibilità, informazione e regole di comportamento.*

Passando ora alla disciplina specificamente dettata per i consulenti “indipendenti”, si deve innanzitutto ricordare che essi non sono soggetti abilitati ex art. 18 t.u.f., e vanno pertanto esenti dal regime per essi previsto⁶⁴⁶.

Di conseguenza la Consob, nel Regolamento 17130, prevede che, oltre alla qualità di agente di cambio e di agente assicurativo, è incompatibile con l’iscrizione all’albo dei consulenti finanziari quella di promotore finanziario⁶⁴⁷. Il promotore, infatti, pur essendo abilitato a prestare consulenza per conto dell’impresa di investimento alla quale è contrattualmente vincolato, ricopre una posizione – quanto ad esempio al

⁶⁴³ Artt. 5, comma 3 del d.m. 206/2008 e 3, comma 3 del d.m. 66/2012.

⁶⁴⁴ Al paragrafo 5.6.

⁶⁴⁵ Lamentava l’assenza di tale divieto nel Regolamento 17130 F. ANNUNZIATA, *Il nuovo regolamento Consob sui consulenti finanziari (artt. 18-bis e 18-ter TUF)*, in *Corr. giur.*, 2010, 288. Se questa sarebbe stata la sede più idonea per collocarlo dipende dalla classificazione delle tipologie di regole che si effettua. Se infatti l’art. 18-bis, comma 1 t.u.f. riservava la disciplina dei “requisiti di indipendenza” dei consulenti al Ministero dell’economia e delle finanze, mentre delineare le “regole di condotta” spettava alla Consob secondo quanto previsto dal comma 7, lett. d) della medesima disposizione, è solo una questione terminologica. Gli obblighi imposti per garantire l’indipendenza, infatti, riguardano anche le relazioni intessute dai consulenti e dalle società di consulenza, e, di conseguenza, non possono non interessare il loro comportamento. È vero anche che i requisiti demandati al Ministero sono, si potrebbe dire – almeno in linea di massima –, *statici*, nel senso che riguardano caratteristiche proprie dell’intermediario, in base alle quali l’autorizzazione può essere rilasciata o rifiutata (si pensi, infatti, a tutti gli altri requisiti: onorabilità, professionalità e copertura assicurativa costituiscono elementi inerenti la natura del soggetto – e dunque requisiti necessari per essere ammessi a prestare l’attività –); le regole di condotta la cui determinazione è stata delegata alla Consob, invece, costituiscono obblighi *dinamici* da rispettare nella prestazione del servizio. Di conseguenza, mentre il divieto di intrattenere rapporti è collocato nella categoria corretta (requisiti statici previsti con decreto ministeriale), il divieto di ricezione di benefici costituisce piuttosto un requisito dinamico, di comportamento, che sarebbe stato più ragionevole demandare alla Consob e ritrovare nel Regolamento 17130. Si può così giustificare lo stupore dell’Autore.

⁶⁴⁶ Del quale si darà conto nei paragrafi 5 ss.

⁶⁴⁷ Cfr. nt. 615.

visto requisito di indipendenza – che è antipodica a quella del consulente, e non è con questa conciliabile. Viene quindi da chiedersi, alla luce dei forti vincoli che legano promotori finanziari e intermediari abilitati, se sia stata una scelta saggia quella di annoverare non solo il possesso della qualifica di consulente finanziario, ma perfino il suo effettivo esercizio (e la prestazione continuativa, in particolare, proprio del servizio di consulenza) al fine di facilitare l'ingresso nella categoria dei consulenti, se poi si vieta loro – seppure con eccezioni – di intrattenere rapporti con gli intermediari che possono distrarre il consulente dal perseguire l'interesse del cliente. Vero è che, in punto di competenza teorica, i requisiti di professionalità esigibili da un promotore e da un consulente possono non differire in maniera sostanziale; ma è anche vero che un'agevolazione dal punto di vista della menzionata professionalità non può tradursi in un pregiudizio per l'indipendenza. Non è quindi chiaro se e come il legislatore intenda promuovere il transito dei promotori finanziari nella categoria dei consulenti “indipendenti”.

Si è giunti dunque alle regole di comportamento applicabili a consulenti finanziari e società di consulenza finanziaria: esse possono essere divise in quattro categorie, in base al loro oggetto specifico. In primo luogo, anche per la consistente mole che le caratterizza, le regole legate all'informazione ed alla trasparenza⁶⁴⁸, con norme che ricalcano quelle già applicabili ai soggetti abilitati e che raggiungono un livello di specificità veramente singolare⁶⁴⁹, ed a tratti superiore rispetto a quella prevista per la generalità dei soggetti abilitati. In secondo luogo, vi è la regola di comportamento cardine del regime, che si vedrà in maggiore dettaglio quando si farà riferimento al regime generalmente applicabile agli intermediari, e che ha ad oggetto l'adeguatezza degli investimenti consigliati e, secondo la distinzione proposta⁶⁵⁰, l'adeguatezza sostanziale piuttosto che quella formale. Quest'ultima, infatti, pur essendo una nota caratterizzante la prestazione del servizio di consulenza anche da parte dei soggetti qui in esame, non è già una caratteristica necessaria di ogni loro attività, potendo essi porre in essere, come qualunque altra persona, servizi non riservati

⁶⁴⁸ Esse sono considerevoli, e sono poste dagli artt. 15 (informazioni fornite al cliente sul consulente e sui suoi servizi), 17 (informazioni richieste e ricevute dal cliente ai fini della sua classificazione da parte del consulente), 18 (informazioni riguardanti gli strumenti finanziari consigliati) e 21 (requisiti generali delle informazioni e condizioni per informazioni corrette, chiare e non fuorvianti), 22 e 23 (sulle modalità di adempimento degli obblighi informativi).

⁶⁴⁹ In particolare si segnala l'art. 21, comma 7 per come tiene conto dell'incapacità dei dati riferiti al passato di fornire una base affidabile per la previsione di andamenti futuri del mercato, imponendo all'intermediario di non includere le stime su risultati futuri che a determinate condizioni, che tengano conto, tra l'altro, delle limitazioni cognitive degli investitori *retail*.

⁶⁵⁰ Cfr. paragrafo 3.2.

quali la prestazione di raccomandazioni generali⁶⁵¹ e di consulenza generica⁶⁵². Non va trascurata, infine, la prescrizione di forma e di contenuto del contratto prevista in grande dettaglio dall'art. 16 del Regolamento 17130⁶⁵³.

Quest'ultima circostanza, tuttavia (ossia la generalità o meno delle raccomandazioni fornite), deve essere statuita chiaramente nel testo del contratto concluso dal consulente finanziario o dalla società di consulenza con il cliente, secondo quanto previsto dall'art. 16, comma 1, lett. *d*) del Regolamento 17130, includendo addirittura “le modalità con le quali il consulente deve segnalare al cliente che la raccomandazione non è basata su una valutazione di adeguatezza o delle sue caratteristiche”; le norme sul contratto ricordano, per dettaglio, precisione e pervasività del regime che le regola, quelle applicabili nel vigore della l. 1/1991, e costituiscono un'ulteriore nota di fortissimo contrasto con la disciplina decisamente più liberale che è applicabile al contratto di consulenza in materia di strumenti finanziari concluso dal soggetto abilitato⁶⁵⁴.

4.4. (segue) I conflitti di interessi: un esempio pratico.

Da ultimo, l'art. 25 del Regolamento 17130 prevede una disciplina generale del conflitto di interesse, che acquisisce valenza residuale perché norme particolarmente stringenti sono già state poste nel delineare l'indipendenza del soggetto, ed è per questo che la disposizione in esame sembra più una regola di chiusura del sistema. Con questa regola sul conflitto si sarebbe potuto fare di più. In particolare, memore del divieto di azione posto dal legislatore del 1991, anziché usare la formula “vigila – individua – gestisci – informa”, peculiare di una filosofia della regolamentazione che dà per scontata la presenza di conflitti di interesse e li gestisce tramite regole di organizzazione, che è pensata per un intermediario polifunzionale ed in un clima generale di tolleranza, sarebbe stato preferibile un divieto secco di effettuare raccomandazioni personalizzate in caso di conflitto. A tale divieto, inoltre, sarebbe dovuta seguire una *disclosure* indirizzata all'organismo di vigilanza, oltre che al cliente. Questa tolleranza per il conflitto, in un ottica di asserita indipendenza, non è positiva, specie

⁶⁵¹ Cfr. paragrafo 3.3.

⁶⁵² Cfr. paragrafo 3.5.

⁶⁵³ I requisiti di contenuto previsti dalla disposizione menzionata ricordano, ma in maggiore dettaglio, quelli previsti nel vigore della l. 1/1991, ed in particolare contiene l'obbligo di descrizione accurata del servizio fornito al cliente, con particolare riferimento all'eventuale prestazione congiunta di raccomandazioni non personalizzate (art. 16, comma 1, lett. *d*) del Regolamento 17130), l'eventuale obbligo di aggiornare la consulenza prestata (lett. *f*) e le modalità e l'entità della remunerazione (lett. *h*)).

⁶⁵⁴ Cfr. paragrafo 4 ss.

se il regime (residuale) del conflitto di interessi non è che una specificazione di quello previsto per la generalità degli intermediari⁶⁵⁵: così è, inoltre, perché difficilmente si può immaginare una consulenza che rispetti i requisiti di indipendenza sopra richiamati se “quando le misure adottate [...] non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, i consulenti finanziari [non sono tenuti ad astenersi dal prestare il servizio, ma] li informano chiaramente, prima di agire per loro conto [?] della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto di manifestano”.

Ora, un’osservazione aggiuntiva, che mi pare costituisca il centro dell’intera problematica della relazione tra conflitto di interessi e fiducia, ossia che le regole sul conflitto così formulate pongono in realtà sul consulente indipendente un forte incentivo a pregiudicare l’interesse del cliente, e che la consulenza indipendente non è strutturalmente compatibile con una situazione di conflitto di interessi del consulente. L’esemplificherei come segue.

Il consulente finanziario indipendente, si trova in una situazione qualunque di conflitto di interessi⁶⁵⁶; trattasi di soggetto diligente, che monitora efficacemente le situazioni di potenziale conflitto, e poniamo che le misure che ha impiegato, pure non irragionevoli né sproporzionate all’attività che svolge per un certo cliente, siano sufficienti perché identifichi la situazione che potrebbe pregiudicare l’interesse di quest’ultimo, secondo quanto previsto dall’art. 25, comma 1 del Regolamento 17130. Le misure organizzative adottate tempestivamente dal consulente, non sono sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi del cliente sia evitato. Di conseguenza, il consulente si trova dinnanzi a due possibilità.

⁶⁵⁵ Del quale si dirà in seguito, al paragrafo 5.1. Si anticipa tuttavia che il regime di cui all’art. 23 t.u.f., unitamente al dedicato regolamento congiunto della Banca d’Italia e della Consob, la scansione “vigila – identifica – gestisci – informa” è assistito da un ben più blando “svolgono una gestione indipendente, sana e prudente”.

⁶⁵⁶ Si potrebbe infatti qui argomentare che, qualora le norme viste in tema di indipendenza fossero correttamente applicate, non eluse ma piuttosto volontariamente rispettate dall’intermediario, residuali possono essere le fonti di conflitto di interesse idonee ad incidere negativamente sull’interesse del cliente. Ferme le menzionate perplessità sulla possibilità, stante l’attuale formulazione delle disposizioni viste e la forte pressione subita dai consulenti da parte degli operatori del mercato, che ciò effettivamente avvenga, un’ipotesi è quella del consulente che sollecita la richiesta di prestazioni di consulenza con una frequenza in realtà non necessaria per un dato cliente, una sorta di *churning* consulenziale dove l’importo della parcella nonostante il consulente sia a conoscenza della sostanziale inutilità della prestazione, oppure addirittura nel consiglio aggiuntivo, e retribuito, congegnato in modo da non ingenerare perdite rilevabili sul lungo periodo ma, ancora una volta, un aumento della retribuzione del consulente.

La prima opzione, ai sensi del comma 4, è *secundum legem*: il consulente coscienzioso può informare chiaramente il cliente della natura “e/o” delle fonti dei conflitti (pur non capendo perché si debba trattare di un’alternativa, e chiedendosi se la legge non gli imponga piuttosto di chiarire entrambe), “tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano” (e la valenza di questo requisito gli sfugge). Problemi sorgono anche nel comprendere cosa significhi “affinché essi possano assumere una decisione informata sul servizio prestato”: si tratta, in realtà, della trasposizione, avvenuta *de plano* e senza alcun coordinamento, della disposizione contenuta nell’art. 23, comma 3 del regolamento adottato dalla Banca d’Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 (Regolamento Congiunto), che si riferiva ai servizi operativi prestati dai soggetti abilitati. Qui, però, c’è solo il servizio di consulenza, e non si capisce quale “decisione informata” il cliente debba assumere circa la consulenza che, nonostante il conflitto, ora procederà a prestargli. Le alternative sono due: o la “decisione informata” riguarda la possibilità di effettuare scelte di investimento sulla base di una consulenza dichiaratamente viziata da un conflitto di interesse, che mi sembra un’alternativa poco attraente per qualunque cliente⁶⁵⁷, oppure il consulente immagina che la decisione “sul servizio prestato” si risolverà in un’interruzione del rapporto di consulenza, e che il suo cliente si rivolgerà ad un altro consulente auspicabilmente non soggetto a conflitti di interesse.

Il cliente, persona non particolarmente esperta ma nemmeno sprovvista, si è rivolta al consulente *fee only* proprio per evitare questa situazione, e corrisponde regolarmente al consulente una somma che un comune intermediario polifunzionale non richiederebbe per un servizio che, ai suoi occhi, per effetto della *disclosure* viene fisiologicamente degradato a consulenza “comune”: nonostante il cliente possa apprezzare l’onestà dell’intermediario, la fiducia nella sua prestazione non può non esserne intaccata. Questo costituisce il primo lato negativo di quest’opzione per l’intermediario, ossia la possibilità di perdere il cliente, al quale si deve aggiungere il danno reputazionale che al consulente può derivare dal medesimo fatto, oltre a quello patrimoniale di mancata erogazione del servizio. Il lato positivo, invece, è dato dall’assenza delle sanzioni che l’organismo di vigilanza potrebbe imporre in caso di violazione, e dall’aver comunque – probabilmente – diritto al corrispettivo per la prestazione consulenziale fornita.

Si ricorda infine, per terminare la descrizione del ventaglio di opzioni che si aprono al consulente ligio alle regole è quella di rifiutarsi di prestare il servizio: tale rifiuto, se giustificato genericamente sulla base del conflitto, sortirà gli stessi effetti della prestazione congiunta alla dichiarazione di

⁶⁵⁷ Che una consulenza non effettivamente indipendente risulti “poco desiderabile per i destinatari” lo ha chiarito anche DE MARI, *La “nuova” consulenza*, cit. (nt. 18), 179.

conflitto, ossia quella di incrinare il vincolo fiduciario con il cliente. Se invece esso non sarà giustificato (o se il consulente userà argomenti alternativi che non menzionino il conflitto), i danni reputazionali potrebbero ridursi, ma la consulenza non potrebbe essere prestata, e ciò si tradurrebbe comunque in un lucro cessante per l'intermediario.

Così il consulente potrà valutare anche una seconda opzione, questa volta *contra legem*: evitare di segnalare il conflitto e procedere comunque a formulare la raccomandazione personalizzata. Per minimizzare le probabilità di essere scoperto egli fornirà il consiglio che è tanto più vicino al suo interesse personale da non rischiare, ragionevolmente, che il conflitto venga alla luce, esponendolo al duplice rischio della sanzione, della perdita del cliente e della perdita reputazionale conseguente alla diffusione della notizia di quanto accaduto. Tuttavia, il rischio di essere scoperto è per il consulente tentato dall'infedeltà in verità non molto elevato, specialmente sapendo delle difficoltà che il suo cliente incontra nel valutare la bontà della sua prestazione, e traendo vantaggio dal rapporto fiduciario già instaurato con il cliente. Il vantaggio di questa soluzione è che, qualora l'intermediario non venga scoperto (e, sulla scorta di quanto detto, è probabile che ciò accada), egli eviterebbe la doppia perdita correlata alla scelta fedele (del suo cliente e della sua buona reputazione), ma se riesce a mascherare il conflitto, può consigliare liberamente l'operazione in questione, traendone beneficio, mantenere cliente e reputazione⁶⁵⁸.

La situazione descritta, costituisce, in definitiva un conflitto di interessi da conflitto di interessi, e le norme in materia di trasparenza pongono un incentivo in capo al consulente a comportarsi in senso difforme all'interesse del cliente (come invece prescrive l'art. 12, comma 1, lett. (e) del Regolamento 17130), proprio perché, per come sono strutturate, possono essere aggirate senza costi eccessivi per il consulente.

4.5. Conclusioni su consulenti persone fisiche e società di consulenza.

Dalle osservazioni formulate si possono trarre le seguenti conclusioni.

I requisiti di indipendenza del consulente indipendente sono particolarmente rilevanti: si avvicinano all'indipendenza "sostanziale" vista nella prima proposta della Commissione⁶⁵⁹ e realizzano un "isolamento" relazionale e retributivo che consente al consulente di focalizzarsi sull'interesse del cliente.

⁶⁵⁸ Qualora ovviamente il cliente non si avveda della situazione, cosa che, come si è detto nel capitolo I, spesso non è semplice non solo per la difficoltà di percepire il conflitto, ma anche per la sua tendenziale incapacità di valutare correttamente la bontà del consiglio.

⁶⁵⁹ Cfr. paragrafo 5.1 e 5.4.

Dette caratteristiche soggettive non possono non riflettersi sul piano della fattispecie: tornando alle domande formulate al principio del paragrafo, il servizio prestato da un consulente finanziario e da un dipendente sembra essere sostanzialmente diverso da quello prestato da un promotore, e non è dunque scorretto parlare di “consulenza indipendente”, contrapponendola alla fattispecie di consulenza ordinaria, nonostante detta fattispecie non sia stata formalmente tipizzata dal legislatore. Tale fattispecie, tuttavia, stanti gli stretti requisiti all’ingresso – pure perfettibili –, non ha l’effetto di liberalizzare nuovamente la consulenza, come si temeva; di ritorno al passato si può parlare solo in quanto essa recupera e dà vigore ad un requisito di neutralità che, come si è visto, era rimasto per lungo tempo nelle delibere Consob, e che nella realtà normativa non aveva mai visto la luce.

Detta fattispecie, tuttavia, è ancora estranea alla prassi del mercato italiano, e necessiterà senza dubbio di essere fortemente incentivata dal legislatore⁶⁶⁰. Non si tratta, al contrario e per rispondere alla seconda domanda posta all’inizio del discorso, di un ritorno alla vecchia consulenza, almeno non di fatto, nel senso che la “neutralità” dell’intermediario era rimasta, nel vigore del vecchio regime, una caratteristica non oggetto di norme imperative e pertanto difficilmente riscontrabile nella pratica.

La disciplina di detta consulenza “indipendente”, tuttavia, risulta perfettibile. Se il cliente infatti riceve una consulenza da un soggetto dichiaratamente in conflitto di interesse, difficilmente terrà conto della raccomandazione ricevuta, né valuterà il servizio degno di una retribuzione specifica. Di conseguenza il conflitto di interessi, una volta palesatosi, mina alla radice la relazione fiduciaria, e, quando le misure organizzative quali l’indipendenza relazionale o retributiva non sono sufficienti – caso contemplato dalla normativa oggi applicabile – è l’interesse del cliente a ricevere il servizio di consulenza a venire meno, e contemporaneamente la strategia della trasparenza non fa altro che aumentare le possibilità che il consulente violi le regole e pregiudichi l’interesse del cliente.

Queste osservazioni indicano, inoltre, ed a un livello più generale, che un servizio di consulenza prestato in conflitto di interessi, di fatto (indipendentemente dalla percezione del cliente) non vale molto, ed un legislatore responsabile dovrebbe, se non proibirlo, almeno disincentivarlo, scrivendo norme che conducano il mercato verso la prestazione di una consulenza veramente indipendente, secondo le caratteristiche descritte. Si può in altre parole teorizzare l’inesistenza di un *tradeoff* positivo reale per il cliente in caso di consulenza in materia di investimenti prestata in conflitto di interessi, indipendentemente dal fatto che il servizio sia prestato gratis, poiché consentire al consulente di agire in una situazione di conflitto di

⁶⁶⁰ Si passerebbe dunque dal *marketing the markets* al più indiretto e più paternalistico *marketing independent advice*.

interessi che può nuocere al cliente non corrisponde ad alcun tipo apprezzabile di beneficio per quest'ultimo. Il legislatore qui rischia, pertanto, di contraddire i principi da lui stesso posti quando richiede di servire l'interesse del cliente⁶⁶¹, perché consente che esso sia strutturalmente posto in secondo piano, sulla base di comportamenti resi leciti. Ciò risulta ancora più chiaramente se si considerano le finalità di stimolo alla fiducia nel sistema dell'intermediazione che si sono viste nel capitolo I, nonché le finalità dichiarate nel PASF e nelle direttive MiFID come visto nei paragrafi 2 e 3, e per questo motivo le norme sul conflitto di interessi nella consulenza indipendente dovrebbero essere formulate in maniera da vietare il conflitto *tout court*.

Nonostante l'enfasi sull'informazione, sulla sua quantità e sulla sua qualità sia ancora molto forte, così come forte è l'accento sulla razionalità delle scelte che il cliente deve essere messo nella condizione di compiere⁶⁶², dall'impianto delle regole viste (e fatto salvo ovviamente il regime del conflitto di interessi) traspare un generale superamento del regime della trasparenza. Oltre a regole di comportamento quali quella dell'adeguatezza, infatti, l'enfasi verso regole volte ad intervenire direttamente sul merito e sulla qualità del servizio, anche tramite vincoli strutturali volti ad "isolare" il consulente *ex ante* da possibili interferenze nell'obbligo di servire l'interesse del cliente, possono facilitare la costruzione di una relazione genuinamente fiduciaria con quest'ultimo.

5. La disciplina della consulenza prestata da soggetti abilitati.

La disciplina MiFID in generale, e della consulenza in particolare, si propone di rinforzare i doveri fiduciari dei soggetti abilitati nei confronti dei clienti: è l'intento più volte dichiarato dalla Commissione⁶⁶³, e tale obiettivo, alla luce di quanto visto nel capitolo I, è condivisibile e necessario. Le strade prescelte per perseguirlo sono due: da un lato le regole di organizzazione, dall'altro le regole di condotta vere e proprie, analizzando le quali si può dare evidenza dell'impiego delle tecniche normative di cui al capitolo I, per comprendere se e fino a che punto il modello di trasparenza ispirato all'investitore razionale, che necessita solo di informazioni, abbia ceduto il passo a quello orientato ad un investitore più debole, che necessiti di una protezione più marcata. Si ricorda che un primo indizio di questa transizione, è già stato rinvenuto nello stesso ruolo portante che la disciplina MiFID ha riservato alla consulenza, come perno

⁶⁶¹ Sul quale cfr. paragrafo 5.3.

⁶⁶² E si tratta di un minimo di razionalità che è essenziale mantenere anche in un modello misto di trasparenza ed orientato alla fiducia dell'investitore negli intermediari e nel mercato.

⁶⁶³ Cfr. paragrafi 2.1 s.

sul quale è incardinata tutta la disciplina dei servizi di investimento, anche grazie ad una fattispecie potenzialmente pervasiva.

I servizi di investimento nel regime MiFID ricevono una disciplina differenziata sulla base del servizio, e la tutela del cliente è modulata in funzione dell'influenza che l'intermediario esercita sulle sue decisioni di investimento: il servizio di consulenza lascia all'intermediario un'autonomia decisionale considerevole ed una forte influenza sul fruitore del servizio⁶⁶⁴ seconda per intensità solo alla gestione di patrimoni⁶⁶⁵, e richiede, come visto, una disciplina prudenziale più snella qualora venga esercitato in via esclusiva al fine di non renderlo antieconomico e di favorirne la diffusione⁶⁶⁶.

Si può dunque tracciare una mappa della struttura della disciplina della consulenza, per individuare un percorso nel quale si possano identificare le tendenze fiduciarie che il legislatore europeo ha impresso alla disciplina del t.u.f. e che la Consob ha recepito nel Regolamento Intermediari, ossia i punti – se ve ne sono – dove più è evidente la divergenza dalla tradizionale filosofia della trasparenza. Ci si occuperà dunque, innanzitutto, dei requisiti organizzativi di adeguatezza patrimoniale e relativi ai conflitti di interesse, e poi del pervasivo regime delle norme di comportamento, a loro volta di carattere generico e specifico, aventi ad oggetto obblighi di trasparenza, sul conflitto di interesse e sulle modalità di remunerazione degli intermediari: una varietà di regole nella quale l'elemento di novità è costituito più dalla loro ripartizione proporzionale, e dalla rinnovata intensità di alcune di loro piuttosto che da un mutamento tecnico rivoluzionario.

5.1. Le regole organizzative: adeguatezza patrimoniale e conflitti di interessi.

Ai fini della disciplina della consulenza, le regole organizzative che principalmente rilevano sono quelle di adeguatezza patrimoniale e quelle relative ai conflitti di interesse.

I requisiti di adeguatezza patrimoniale, innanzitutto, assumono una rilevanza essenzialmente negativa. L'art. 67 della MiFID L1 modifica la direttiva 96/3/CEE, in modo tale che le imprese che svolgono la sola attività di consulenza non siano più considerate imprese di investimento ai fini della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale⁶⁶⁷, coerentemente e parallelamente

⁶⁶⁴ Come si è visto nel capitolo I.

⁶⁶⁵ Nella quale la decisione d'investimento è direttamente assunta e messa in opera dal gestore: si veda ancora quanto detto nel capitolo I.

⁶⁶⁶ Cfr. paragrafo 2.1.

⁶⁶⁷ Detta disposizione modifica l'art. 2, paragrafo 2 della Direttiva 93/6/CEE del Consiglio, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, in *G.U.C.E.* n. L 141 del 11 giugno 1993, escludendo dalla nozione di "impresa" rilevante ai

con quanto previsto dalle esenzioni generali di cui all' art. 3 MiFID L1. Questa modifica riflette non solamente la forte pressione esercitata in fase di discussione della MiFID da parte delle imprese che esercitavano consulenza in maniera esclusiva o principale⁶⁶⁸, ma soprattutto la dichiarata volontà del legislatore europeo di diffondere il servizio di consulenza, aumentando la competitività dell'offerta, al fine di facilitare l'investimento del risparmio.

Si deve segnalare che la maggiore concentrazione sulla condotta dell'intermediario ha portato alla necessità di migliorare la disciplina del conflitto di interesse⁶⁶⁹, e si è scelto di farlo non già tramite la tradizionale regola *disclose or abstain*, precedentemente in vigore⁶⁷⁰, ma piuttosto tramite la combinazione di più penetranti regole organizzative e obbligazioni relative al comportamento da tenere con il cliente.

Dall'analisi dell'art. 21, comma 1-*bis* t.u.f., emerge una prescrizione, appunto, organizzativa: i soggetti abilitati adottano ogni misura *ragionevole* per identificare i conflitti di interesse (lett. a)), e l'art. 13 della MiFID L1 prevedeva proprio il "mantenimento" e l'"applicazione" di disposizioni organizzative e amministrative "efficaci al fine di adottare tutte le misure *ragionevoli* destinate ad evitare che i conflitti di interesse [...] incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti". Non si chiede dunque al soggetto abilitato l'irragionevole⁶⁷¹, ma lo si obbliga a prestare attenzione ai

fini dell'applicazione dei requisiti prudenziali "le imprese che sono esclusivamente autorizzate a prestare i servizi di consulenza in materia di investimenti e/o a ricevere e trasmettere ordini di investitori, in entrambi i casi senza detenere fondi o titoli appartenenti ai loro clienti e che, per questo motivo, non possono mai trovarsi in situazione di debito con i loro clienti". Ciò è giustificato, sul piano sostanziale, dal ragionamento in tema di rischi formulato *supra*, nt. 505 e testo corrispondente. E si veda oggi il Regolamento Banca d'Italia in materia di vigilanza prudenziale per le sim, in vigore dal 31 marzo 2011, che, al paragrafo 4, esclude le sim che prestano il solo servizio di consulenza in materia di investimenti dai relativi requisiti.

⁶⁶⁸ Cfr. paragrafo 2.1.

⁶⁶⁹ In particolare si veda A. PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di M. Anolli, A. Banfi, G.Presti, M. Rescigno, Bologna, Il Mulino, 2008; A. COLLETTI, *Il conflitto di interessi nella disciplina dei servizi d'investimento*, in *La tutela del consumatore dei servizi finanziari. Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, a cura di L. Di Nella, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 97 ss; rimarcando il ruolo degli errori cognitivi, già esplorato nel capitolo I, anche N. LINCiano, *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *AGE*, 2012, 135 ss. Sulla "chiusura" della disciplina del conflitto d'interesse nell'ambito delle scelte organizzative dell'impresa anche A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 9 ss.

⁶⁷⁰ Cfr. capitolo II, paragrafo 5.

⁶⁷¹ E da qui, una prima traccia dell'ampio uso che il legislatore europeo fa delle clausole generali, in base alla già menzionata "*principle based regulation*": cfr. nt. 516 e testo corrispondente.

conflitti prima che questi sorgano e si manifestino, e tale attenzione deve essere riflessa nella struttura organizzativa stessa del soggetto.

Il mutamento di prospettiva⁶⁷², ossia quello della maggiore concentrazione dei doveri di protezione dell'intermediario nei confronti del cliente, ha reso necessario il transito di parte della disciplina dei conflitti di interesse nelle regole organizzative⁶⁷³, affidando la parte restante ai principi generali di comportamento ed agli obblighi di trasparenza.

L'enfasi sull'organizzazione nella gestione dei conflitti, emerge poi non solo dal regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob⁶⁷⁴ all'uopo emanato (Regolamento Congiunto), ma già, nelle sue linee generali, dal considerando 27 della MiFID L2, che prevede che, per l'intermediario polifunzionale, l'attività organizzativa di prevenzione dei conflitti debba essere "globale", e che, quanto di più significativo, "non è consentito un eccessivo affidamento sulla comunicazione [al cliente del conflitto] senza un'adeguata considerazione di come tali conflitti possano essere adeguatamente gestiti". Da questo inciso rileva, definitivamente, come la gestione preventiva dei conflitti di interesse abbia nettamente sopravanzato la tecnica della trasparenza che, come già visto altrove⁶⁷⁵, gli intermediari nella pratica preferiscono: in altre parole, la filosofia della "vendita" sopra quella del "mandato"⁶⁷⁶.

Interessante è infine osservare come l'art. 25 del Regolamento Congiunto, nell'obbligare le imprese alla redazione del documento sulla politica di gestione dei conflitti e ad attuare le politiche necessarie per gestirli, prevede che esse esercitino le loro attività con un "grado di indipendenza appropriato, tenuto conto delle dimensioni e dell'attività

⁶⁷² La disciplina previgente, invece, richiedeva di "organizzarsi per ridurre al minimo i conflitti" ed "in situazione di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento": come si vedrà, dunque, non solo si è spostata fortemente la concentrazione sul requisito organizzativo, ma si sono anche meglio specificati i criteri di condotta in caso di conflitto, modificando il vago riferimento all' "equo trattamento" in un più pregnante riscontro con l'interesse del cliente: cfr. paragrafo 5.1.

⁶⁷³ La regola di protezione del cliente di cui all'art. 21, comma 1-bis t.u.f. prosegue con il richiedere agli intermediari di informare i clienti prima di agire per loro conto della natura e delle fonti dei conflitti se non sono certi che il rischio di nuocere ai loro interessi sia evitato: e si veda, per questo, il paragrafo 5.4.

⁶⁷⁴ Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007. In materia organizzazione e conflitti di interessi, in generale, si vedano G. SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 137 ss., oltre a S. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione di servizi di investimento (prima e dopo il decreto Eurosim e prima e dopo la ricezione della MiFID)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 287 ss.

⁶⁷⁵ Cfr. nt. 555 e testo corrispondente.

⁶⁷⁶ Cfr. nt. 476 e testo corrispondente.

dell'intermediario e del suo gruppo nonché della rilevanza del rischio che gli interessi dei clienti siano danneggiati": si tratta di un timido richiamo ad un'idea di indipendenza che viene contraddetto non solo dall'idea stessa di fisiologicità del conflitto di interesse, che costituisce il presupposto stesso del Regolamento Congiunto medesimo, ma soprattutto dalla struttura operativa tipica dei soggetti abilitati.

L'impatto dell'organizzazione in merito ai conflitti di interesse si estende inoltre ai servizi accessori correlati alla consulenza, ed in particolare a quelli che abbiamo ricompreso nella categoria di "raccomandazione generale"⁶⁷⁷, in ossequio a quanto previsto dal considerando 26 della MiFID L2, quando questi siano prestati congiuntamente a servizi di investimento quale la negoziazione per conto proprio e la gestione di portafogli, anche da parte di soggetti diversi, quali imprese controllate o collegate: questa impostazione estensiva è coerente con quella adottata nel delineare la fattispecie di consulenza in materia di investimenti⁶⁷⁸.

Questa nuova disciplina del conflitto di interessi costituisce un sostanzioso passo avanti verso il superamento della strategia della trasparenza ⁶⁷⁹, specialmente se si considera l'obbligatorietà del mantenimento di detti requisiti di organizzazione⁶⁸⁰.

5.2. Le regole di comportamento.

Quanto alle regole di comportamento applicabili alla consulenza, il t.u.f. prevede, come già in passato⁶⁸¹, alcune disposizioni applicabili ad ogni servizio di investimento ed altre applicabili esclusivamente ad alcuni di essi; con peculiare riferimento alla consulenza, poi, il regime, lo si è detto, è di particolare stringenza, in ragione del nuovo ruolo che si è riservato al servizio⁶⁸². Sotto il profilo tecnico, come già auspicato dal PASF⁶⁸³, le regole in vigore costituiscono un composito meccanismo di *rule e standard*. Le clausole generali e quelle di dettaglio, tuttavia, paiono meglio

⁶⁷⁷ Cfr. paragrafo 3.2.

⁶⁷⁸ Cfr. paragrafo 3.7.

⁶⁷⁹ Cfr. A. PERRONE, *I conflitti di interesse*, cit. (nt. 669), 60 s.

⁶⁸⁰ *Idem*, considerando anche l'art. 7, paragrafo 1 e l'art. 16, paragrafi 1 e 2 della MiFID L1, ma segnalando anche i forti costi di *compliance* che questi nuovi assetti generano.

⁶⁸¹ Cfr. capitolo II, ed in particolare 3.5. Per una trattazione generale si veda P. MORLUPO, *Gli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*, in *La tutela del consumatore dei servizi finanziari. Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, a cura di L. Di Nella, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2007, 9 ss.

⁶⁸² Si veda, in generale, il paragrafo 5.

⁶⁸³ Paragrafo 2.

amalgamate che nei vecchi regimi, perché il principio dell'azione nell'interesse del cliente è stato reso effettivo dalle regole di terzo livello⁶⁸⁴.

Sullo sfondo delle clausole generali di comportamento (paragrafo 5.3) e dei sempre presenti e comunque massicci obblighi di trasparenza (paragrafo 5.4), si staglia la regola di maggiore impatto, ossia quella di adeguatezza sostanziale del consiglio prestato dall'intermediario (paragrafo 5.5), oltre ad una specificazione della disciplina del conflitto di interessi (gli incentivi, di cui al paragrafo 5.6) e delle scarse regole sul contratto (paragrafo 5.7).

5.3. (segue) *Le clausole generali: correttezza ed interesse del cliente.*

L'art. 21, comma 1, lett. a) t.u.f. obbliga l'intermediario a comportarsi con "diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati". Questa statuizione di principio è più intensa rispetto a quella già vista nei precedenti regimi⁶⁸⁵, in particolar modo rispetto all'ISD, che prevedeva un ben più laconico obbligo di agire "nell'interesse, *per quanto possibile*, dei suoi clienti". Esso sostituisce inoltre il riferimento generico all'azione "nell'interesse del cliente" previsto dalla vecchia versione del t.u.f. della medesima disposizione, con il ben più forte "per servire al meglio" l'interesse del cliente, secondo il disposto dell'art. 19, paragrafo 1 della MiFID L1, e nel rispetto dei principi dei quali all'art. 19, paragrafi 2 ss. Essa è di particolare rilievo, poiché *servire* l'interesse del cliente presuppone una sottomissione naturale del proprio, che è coerente con l'idea di massima diffusione di un servizio di consulenza di qualità⁶⁸⁶ e da qui la pervasiva, ed in parte già vista⁶⁸⁷, disciplina dei conflitti di interesse.

Il principio di correttezza non è stato però dettagliato o specificato al livello 2⁶⁸⁸, ed i rischi di una clausola generale così ampia sono già stati segnalati molto ampiamente dalla dottrina⁶⁸⁹, particolarmente quello di

⁶⁸⁴ Come visto nel paragrafo 3.6, e come si vedrà nei paragrafi 5.4. e 5.5.

⁶⁸⁵ Cfr. paragrafo 3.5.

⁶⁸⁶ Cfr. paragrafi 2 ss.

⁶⁸⁷ Nel paragrafo 5.1.

⁶⁸⁸ Fatta eccezione, ovviamente, per la disciplina degli incentivi sulla quale al seguente paragrafo 5.6.

⁶⁸⁹ Per l'osservazione dei difetti della regola in parola si veda MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 216 s., che riconosce la necessità per un approccio pratico molto orientato alla *law in action* al fine di mitigare detti problemi. Nel senso della stretta connessione tra questa clausola generale e l'approccio fiduciario alla regolamentazione dei mercati finanziari si veda L. CUNNINGHAM, *A prescription to Retire the rethoric of 'Principle-Based System' in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting*, 2007, disponibile su www.ssrn.com. Quest'ultimo Autore suggerisce inoltre che la compresenza di *rule* e *standard* sia fisiologica in ordinamenti complessi, il che riduce l'innovatività di

giudicare troppo severamente l'operato degli intermediari *ex post*, aggravando, a mio parere, l'incidenza dell'*hindsight bias* nel soggetto chiamato a valutare l'operato dell'intermediario⁶⁹⁰. Da qui il frequente temperamento del suo operato tramite l'uso del termine "ragionevole", che potrebbe dunque in questo senso essere non soltanto una spia dell'affidamento del legislatore sul modello dell'investitore razionale, ma piuttosto uno strumento per mitigare la sindacabilità successiva dei comportamenti dei soggetti abilitati.

5.4. (segue) *Gli obblighi informativi.*

Dell'art. 21 t.u.f. non bisogna trascurare, tuttavia, la parte in cui riafferma il canone di trasparenza, ed anche come esso prosegue, dopo la statuizione dei principi generali, con alcune prescrizioni in tema di informazione, che, questa volta, sono rafforzate sostanzialmente da obblighi specificamente dettagliati nel Regolamento Intermediari⁶⁹¹. Come si è già visto, il PASF prevedeva chiaramente che la trasparenza nei confronti degli investitori rimanesse il cardine primario della disciplina della nuova ISD, mantenendo fermo, sullo sfondo, il modello dell'investitore razionale⁶⁹². Si devono considerare innanzitutto le informazioni rilasciate nella fisiologia del rapporto di investimento.

Come è già stato notato in dottrina⁶⁹³ essi sono bidirezionali, riguardando tanto le informazioni fornite al cliente⁶⁹⁴ quanto quelle da esso ricevute, e non è certo una novità⁶⁹⁵. La novità vera è costituita dal rilievo

quanto già previsto dalla Commissione con riguardo alla tecnica operativa impiegata per strutturare il regime MiFID (cfr. paragrafo 2).

⁶⁹⁰ Che condivide con il cliente, tanto quanto con il legislatore, le imperfezioni cognitive delle quali si è dato conto nel capitolo 1, al paragrafo 6.

⁶⁹¹ Cfr. in particolare, per quel che qui rileva, gli artt. 39 e 41 del Regolamento Intermediari, relativi rispettivamente ai regimi di appropriatezza ed adeguatezza, sui quali più oltre al paragrafo 6.3.

⁶⁹² Cfr. paragrafo 2.

⁶⁹³ Tra i tanti F. CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di F. De Poli, Padova, Cedam, 2009, 17 ss., G. GOBBO, *Sub art. 21*, in *Commentario TUF*, a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, I, 258 ss., e, con riferimenti giurisprudenziali, L. PURPURA, *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post MiFID*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, 609 ss.

⁶⁹⁴ Che devono essere corrette, chiare e non fuorvianti (art. 28 Regolamento Intermediari), devono avere ad oggetto l'intermediario ed i suoi servizi (art. 29 Regolamento Intermediari) così come gli strumenti finanziari che essi hanno ad oggetto (art. 31 Regolamento Intermediari) ed i costi e gli oneri connessi al servizio (art. 32 Regolamento Intermediari).

⁶⁹⁵ Cfr. capitolo II, paragrafi 3.5 e 4.4.

determinante che la ricezione da parte dell'intermediario di un'informazione completa sul proprio cliente, richiesta a livello generale dall'art. 21, comma 1, lett. b) t.u.f. ed a livello più puntuale dall'art. 39 t.u.f., ricopre ai fini della prestazione del servizio di consulenza: esso ne è una condizione essenziale, proprio perché la conoscenza del cliente costituisce un pre-requisito logico per la valutazione dell'adeguatezza sostanziale della quale si dirà nel prossimo paragrafo⁶⁹⁶.

La conoscenza dell'investitore da parte dell'intermediario è, nel caso del servizio di consulenza in materia di investimenti, non solo molto estesa⁶⁹⁷, anche ma obbligatoria, poiché il medesimo art. 39, comma 6 prevede che gli intermediari che non ricevono queste informazioni “si astengono dal prestare” il servizio di consulenza⁶⁹⁸. Questa regola, certamente comprensibile nell'ottica della prestazione di un servizio di consulenza che tenga conto delle esigenze del cliente – ossia che riesca a colmare adeguatamente, nei termini visti nel capitolo I, le sue asimmetrie informative – può essere difficile da applicare, ma la sua portata operativa si comprende meglio quando la si legge in abbinamento al principale obbligo di condotta che grava sull'intermediario: quello che lo vincola a fornire un consiglio sostanzialmente adeguato al cliente, del quale questa regola di trasparenza “passiva” costituisce una parte, e che sarà trattato al paragrafo che segue. Per questo motivo l'ESMA ha pubblicato una *guidance* che fa riferimento proprio all'adeguatezza, ma che si concentra soprattutto sulle informazioni da richiedere al cliente, confermando l'approccio ampio e finalizzato alla tutela dell'investitore già visto in sede di analisi della fattispecie⁶⁹⁹.

⁶⁹⁶ E per la normativa europea cfr. art. 19, paragrafo 4 MiFID L1.

⁶⁹⁷ Secondo i canoni della c.d. *know your customer rule*, di matrice anglosassone, che pone in capo all'intermediario il dovere di conoscere approfonditamente il proprio cliente, e che nel nostro ordinamento presuppone l'acquisizione di diversi elementi tra i quali si segnalano la sua esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio che si intende consigliare, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, i tipi di servizio con i quali ha dimestichezza, la frequenza e l'importo delle operazioni effettuate, il suo livello di istruzione ed il suo reddito. Queste informazioni devono essere fornite dal cliente, e l'intermediario può farvi affidamento a meno che esse non risultino “manifestamente inesatte, superate o incomplete”: cfr. art. 39 Regolamento Intermediari.

⁶⁹⁸ E non possono nemmeno “incoraggiare il cliente a non fornire le informazioni richieste”, come è logico e del tutto superfluo specificare: cfr. art. 39, comma 7 Regolamento Intermediari.

⁶⁹⁹ ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID*, ESMA/2012/387, disponibile sul sito www.esma.europa.eu. Il documento prende posizione su diversi temi toccati in questo capitolo, confermando per ciascuno di essi l'invito agli intermediari ad avere un approccio orientato alla soddisfazione dell'interesse del cliente, ed in particolare spiegando dettagliatamente ai clienti i motivi per cui sono richieste le informazioni per valutare l'adeguatezza e l'adeguata formazione del personale.

Bisogna infine considerare come l'obbligo di informare il cliente, questa volta gravante in capo all'intermediario, costituisca anche la strategia normativa impiegata dal legislatore come *extrema ratio* nel caso in cui la situazione di conflitto di interessi nella quale si trova sia tale che, nonostante egli abbia approntato tutte le misure ragionevoli per individuare detta situazione e fare in modo che il conflitto non si ripercuota negativamente sugli interessi del cliente, non sia possibile escludere "ragionevolmente" questa evenienza⁷⁰⁰. Non si prevede più pertanto, un dovere di astensione salvo consenso scritto, come nel vigore della l. 1/1991⁷⁰¹, o di una semplice *disclose or abstain rule*⁷⁰², poiché, da un lato, non è richiesto al cliente di prestare un consenso scritto all'effettuazione dell'operazione o, nel nostro caso, alla prestazione della consulenza – esponendo così il cliente alla discrezionalità dell'intermediario sulla possibilità che quel conflitto effettivamente possa pregiudicare l'interesse del primo⁷⁰³ –⁷⁰⁴ e poi, dall'altro, l'assenza di un obbligo di evitare l'azione pregiudizievole sembra una regola studiata più per consentire all'intermediario di agire comunque, che per proteggere il cliente, in considerazione dello scarso interesse che, si è visto, il cliente ha a ricevere una consulenza in conflitto di interesse: in questo senso conduce a concludere una norma che testimonia l'adesione al modello "razionale" di investitore, al termine di un processo "protezionistico" quale quello degli stringenti requisiti organizzativi⁷⁰⁵.

Si devono poi aggiungere le considerazioni, già formulate quando si è osservata la disciplina della consulenza indipendente⁷⁰⁶ in merito alla possibilità concreta che un consiglio formulato in conflitto di interessi possa essere in qualche modo vantaggioso per il cliente, nonostante si abbia la "ragionevole" certezza che potrebbe pregiudicare i suoi interessi. Si tratta, a mio avviso, di una norma certamente da correggere, imponendo un divieto categorico di azione nel caso in cui l'intermediario valuti, sulla base di criteri obiettivi e verificabili, di non poter evitare anche solo il rischio di nuocere agli interessi del cliente. Tale obbligo, inoltre, sarebbe reso ben meno gravoso per l'intermediario se fossero rispettati, nella prestazione

⁷⁰⁰ È sempre l'art. 21, comma 1-*bis*, lett. *b*), la quale specifica che gli intermediari "informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate [...] non sono sufficienti e per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato".

⁷⁰¹ Si veda nt. 342 e testo relativo.

⁷⁰² Cfr. nt. 462 e testo relativo.

⁷⁰³ In senso molto critico sull'efficacia di questo meccanismo di disclosure anche MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 338.

⁷⁰⁴ Cfr. paragrafo 4.5.

⁷⁰⁵ Come quello visto nel paragrafo 5.1.

⁷⁰⁶ Cfr. paragrafi 4.1 ss.

della consulenza, più stringenti requisiti di indipendenza, secondo quanto discusso quando si è detto della consulenza indipendente. Si potrebbe così fare un passo in avanti verso il riconoscimento del diritto del cliente ad una consulenza effettivamente imparziale e, solo per ciò, effettivamente utile e meritevole della sua fiducia.

In definitiva, il ruolo dell'informazione è sempre chiave, ma è ora impiegato in maniera maggiormente eclettica dal legislatore, che pare avere seguito il suggerimento della Commissione di limitare l'informazione che le imprese di investimento devono fornire ai clienti “agli elementi che sono essenziali per il cliente al fine di comprendere la sua relazione con l'impresa e dei servizi e strumenti da essa offerti [...] evitando di sovraccaricare i clienti, ed in particolare i clienti *retail*, con informazioni non necessarie”⁷⁰⁷.

5.5. (segue) *L'adeguatezza sostanziale.*

All'intermediario che presti il servizio di consulenza è richiesto di valutare l'adeguatezza dell'investimento prestato. Tale requisito, in linea di principio, non è certo una novità⁷⁰⁸, ma il contenuto che il legislatore europeo ha scelto di attribuire a questo obbligo è oggi pervasivo: dalla semplice previsione dell'adeguatezza (peraltro anche dubbiamente applicabile al servizio di consulenza) si è passati ad un regime strutturato, la gran parte del quale – quella informativa – è già stata analizzata nel paragrafo che precede. La necessità per l'intermediario di ricevere determinate informazioni dal cliente, infatti, è strumentale all'adempimento dell'obbligo di “raccomandare [esclusivamente] i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente” (art. 19, paragrafo 4, MiFID L1).

Tale regime è applicabile, come si è detto, solamente qualora l'intermediario presti i servizi ad “alto valore aggiunto”⁷⁰⁹, è dettagliatamente regolato dall'art. 35 della MiFID L2 il quale prevede tre requisiti sostanziali ai fini della “consigliabilità” di un determinato investimento: la corrispondenza agli obiettivi di investimento del cliente (paragrafo 1, lett. *a*)), la possibilità per il cliente di sopportare qualunque tipo di rischio collegato all'investimento medesimo (paragrafo 1, lett. *b*)) e che il cliente abbia le conoscenze e l'esperienza necessaria per comprenderlo (paragrafo 1, lett. *c*)). Questa regola ha come unico temperamento la possibilità per l'impresa di presumere il requisito di cui alla lett. *b*) in capo ai clienti professionali⁷¹⁰.

⁷⁰⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Working document ESC/24/2005*, Bruxelles, 11 luglio 2005, 2, disponibile su www.europa.eu.

⁷⁰⁸ Si veda il capitolo II, paragrafi 3.5 e 4.4.

⁷⁰⁹ Sui servizi ad alto valore aggiunto si veda anche nt. 4.

⁷¹⁰ Di cui all'all. II, parte I della MiFID L1.

L'ESMA ha ribadito chiaramente, tramite l'ultima *guidance* emanata sul tema, che l'approccio ampio e protettivo nei confronti del cliente che si è visto per la fattispecie⁷¹¹ è da considerarsi valido anche per la disciplina⁷¹², e che la funzione e l'importanza del vaglio di adeguatezza complessivamente considerato (composto dai due momenti della richiesta di informazioni e della valutazione del prodotto o del servizio in funzione di esse) deve essere chiaramente rappresentato al cliente⁷¹³ tramite quella che si vuole trasformare, in pratica, in un'operazione di educazione finanziaria⁷¹⁴.

Non tutte le fattispecie *lato sensu* consulenziali, tuttavia, sono soggette al regime di adeguatezza: la consulenza generica, come visto⁷¹⁵, va trattata come parte integrante del servizio al quale accede, ereditandone pertanto la disciplina, mentre le raccomandazioni generali sono lasciate al diritto comune per i soggetti non abilitati, ed alle regole generali applicabili alla prestazione dei servizi accessori per i soggetti abilitati. L'appropriatezza ed *execution only* riguardano solamente la consulenza generica.

Resta un'osservazione che è essenziale in punto di disciplina: l'adeguatezza è un regime dotato di un'intensa *vis expansiva*, che non le sarebbe naturale guardando alle norme sulla disciplina, ma che deriva dalla lata concezione della sua fattispecie⁷¹⁶. I servizi di investimento che sono soggetti ad una disciplina più blanda rispetto a quella di adeguatezza⁷¹⁷, infatti, se accompagnati dalla consulenza che nel regime precedente si definiva incidentale (e che ora è consulenza a tutti gli effetti), vengono preceduti da una valutazione di – e dunque di fatto prestati in regime di – adeguatezza.

⁷¹¹ Cfr. paragrafo 3.7.

⁷¹² Si veda ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza* cit. (nt. 699).

⁷¹³ *Ibidem*, 5, punto 13, dove si esplicita l'obbligo per le imprese di investimento di “informare i clienti in modo semplice e chiaro, che lo scopo della valutazione dell'adeguatezza è quello di consentire all'impresa la possibilità di agire nel migliore interesse del cliente”. Come si vede, quest'obbligo costituisce un'ulteriore specificazione – se non un'esasperazione – del divieto, previsto dall'art. 39, comma 7 Regolamento Intermediari di “incoraggiare un cliente o un potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste”.

⁷¹⁴ Il potenziale ruolo educativo della consulenza in materia di investimenti è chiaro: cfr. EXPERT FORUM OF FINANCIAL SERVICES USERS, *Financial Education: Changing to Second Gear. Envisioning the Way Ahead*, gennaio 2008, 8, disponibile su www.europa.eu. Questo documento, però, fa riferimento al valore educativo della sola “*unbiased independent advice*”, ossia di una consulenza che sia effettivamente indipendente, requisito che non è stato tipizzato dal legislatore europeo ai fini della fattispecie di consulenza e che si ritrova solamente, a tratti, nella nostra disciplina nazionale.

⁷¹⁵ Cfr. nt. 551 e testo relativo.

⁷¹⁶ Si veda in particolare quanto osservato al paragrafo 3.6.

⁷¹⁷ Ossia quella di appropriatezza e di mera esecuzione o ricezione di ordini, disposti rispettivamente dagli artt. 41 ss. e 43 ss. del Regolamento Intermediari.

Ci si potrebbe chiedere quale differenza intercorra tra adeguatezza ed indipendenza, o meglio in che si sostanzia lo scarto tra l'operato di un consulente indipendente e di un soggetto abilitato a prestare il servizio di consulenza in regime di adeguatezza. I pregi del primo servizio rispetto al secondo sono due: il primo è di natura fiduciaria, poiché, lo si è detto, l'affidamento che si ripone nel soggetto indipendente può essere superiore rispetto a quello che ci si può attendere da chi si affida ad un intermediario polifunzionale, del quale non è garantita la neutralità. Il secondo, di natura pratica, consiste invece nel più ampio paniere di beni al quale la consulenza indipendente farà tendenzialmente riferimento⁷¹⁸.

E qui si ritrovano, per sottrazione, proprio i due elementi della fattispecie che, come si è visto⁷¹⁹, la normativa europea aveva trascurato: la neutralità e l'ampiezza del paniere di strumenti finanziari considerati come alternative per il cliente. Questo elemento fornisce un ulteriore argomento dal quale fare discendere l'autonomia della fattispecie della consulenza indipendente.

5.6. (segue) *Gli incentivi.*

Il legame tra remunerazione, conflitti di interesse e qualità del servizio è già stato esplorato⁷²⁰; rimane da chiedersi come la questione sia regolata dal nostro legislatore. Non vi è traccia della disciplina sulle retrocessioni nella normativa primaria, e non è nemmeno presente un divieto categorico nella disciplina secondaria come avveniva nel vigore del Regolamento 5387⁷²¹. Figura invece, all'art. 52 del Regolamento Intermediari⁷²².

Oggi il divieto pare a prima vista più ampio, perché ha ad oggetto non già "ogni forma di retrocessione delle commissioni", ma il "percepire compensi o commissioni oppure fornire o ricevere prestazioni non monetarie" in relazione alla prestazione di un servizio di investimento. L'impressione è nettamente smentita dalla lettura della restante parte della norma, che esclude detto divieto nei seguenti casi: se detti benefici provengono dal cliente⁷²³, come è logico che sia; se detti benefici, quando forniti da terzi, siano efficacemente comunicati ed esplicitati al cliente, nonché siano volti ad accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non ostacolano l'obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente⁷²⁴; infine,

⁷¹⁸ Cfr. anche E. GUFFANTI, *Il servizio di consulenza: i confini della fattispecie*, in *Società*, 2011, 557.

⁷¹⁹ Cfr. paragrafo 3.6.

⁷²⁰ Cfr. paragrafo 5.1.

⁷²¹ Sulla quale si veda il capitolo II, al paragrafo 3.5.

⁷²² Che riprendono l'art. 26 della MiFID L2.

⁷²³ Art. 52, comma 1, lett. a) del Regolamento Intermediari.

⁷²⁴ Art. 52, comma 1, lett. b) del Regolamento Intermediari.

se detti compensi siano adeguati e necessari per la prestazione del servizio che per loro natura non possano entrare in conflitto con i doveri dell'impresa nei confronti del proprio cliente⁷²⁵.

Si rileva innanzitutto l'ambiguità del posizionamento sistematico di questa disciplina: essa si pone all'incrocio delle norme organizzative sul conflitto di interessi, ed è affrontata tramite un meccanismo duplice di regole di trasparenza e di comportamento⁷²⁶. Bisogna inoltre osservare che il considerando 39 della MiFID L2 ricollega, in taluni casi, alla ricezione di commissioni da parti di terzi non già un pregiudizio, ma un incremento della qualità della consulenza⁷²⁷, e questo spiega dunque l'approccio relativamente morbido del CESR nella formulazione della relativa *guidance* di terzo livello⁷²⁸.

L'unico effetto positivo della *disclosure* sugli incentivi, comunque, è quello di aiutare a comprendere l'investitore che venga a conoscenza delle retrocessioni⁷²⁹, il vero costo della consulenza, il che non costituisce, da solo, un rimedio sufficientemente netto per consentire un significativo passo avanti nella protezione dell'investitore⁷³⁰. Tale conclusione è rafforzata anche dalla considerazione della realtà empirica dei modelli di remunerazione della consulenza, che sono funzione della struttura dell'intermediario e che presentano differenze sostanziali a seconda del paese di riferimento⁷³¹, e che costituiscono indubbiamente un obiettivo difficile per l'armonizzazione europea.

⁷²⁵ Art. 52, comma 1, lett. c) del Regolamento Intermediari.

⁷²⁶ L'aspetto dell'ambivalenza delle disposizioni sugli incentivi è colto chiaramente dalla dottrina italiana: per tutti si veda S. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 139 ss.

⁷²⁷ Ed in particolare “una commissione in relazione ad una consulenza in materia di investimenti o a raccomandazioni generali, in circostanze in cui la consulenza o le raccomandazioni non siano distorte a seguito della ricezione della commissione, deve essere considerata come volta a rafforzare la qualità della consulenza in materia di investimenti data al cliente”.

⁷²⁸ Cfr. CESR, *Inducements under MiFID*, cit. (nt. 509), che specifica, tra l'altro, che sono pagamenti connessi al miglioramento della qualità del servizio anche quelli che consentono al cliente di ricevere consulenza su di una varietà di prodotti più ampia di quella normalmente prevista. Il tema, tuttavia, è talmente sensibile che il CESR decise di intervenire di nuovo nel 2010, specificando quali comportamenti dovessero, in pratica, considerarsi rilevanti ai fini della nozione di incentivo e quali no: cfr. CESR, *Inducements Report*, cit. (nt. 509).

⁷²⁹ Si veda MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 344.

⁷³⁰ Si veda MOLONEY, *How to Protect Investors*, cit. (nt. 105), 264.

⁷³¹ Si veda, per un'analisi della letteratura e per una considerazione empirica di queste variabili, G. NICOLINI-C. MAZZOLI, *Il pricing della consulenza in materia di investimento in Italia*, in *Econ. dir. terz.*, 2010, 491 ss.

5.7. Il contratto

Venendo ora al piano del contratto⁷³², l'espressa esclusione di obblighi formali per il contratto di consulenza in materia di investimenti, operata dall'art. 23, comma 1 t.u.f., risponde a due ragioni logiche: la prima è quella dell'incentivazione della conclusione di contratti di consulenza, che sarà più semplice senza l'ottemperanza di requisiti formali, e la seconda, forse meno immediata, è la possibilità di applicare la disciplina di particolare tutela del cliente che si applica alla consulenza ogniqualvolta una raccomandazione personalizzata avente ad oggetto determinati strumenti finanziari venga formulata da un intermediario ad un cliente, indipendentemente dalla previa conclusione di un contratto.

Questa disposizione ha l'effetto di incrementare il rischio di confusione tra le diverse discipline di adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione o ricezione di ordini⁷³³ a conseguenza di quanto detto in tema di pervasività della consulenza e sua applicabilità anche al consiglio *spot*⁷³⁴. Non è certo che l'assenza di forma scritta, modificando il previgente regime⁷³⁵, costituisca di per sé un pregiudizio per il cliente, essendone chiari i meriti⁷³⁶, ma essa rappresenta comunque un ulteriore indice del fondamentale allontanamento dall'ottica dell'investitore razionale ed informato, al quale viene "sottratto" il contratto di consulenza.

Anche sotto il profilo della disciplina della forma, pertanto, le differenze tra consulenza *tout court* e la consulenza che si è definita "indipendente" sono marcate, e benché la tipicità dell'uno e dell'altro contratto sia discussa e discutibile⁷³⁷, scarsa mi sembra la rilevanza della questione: la disciplina tipica prevista dalle norme speciali sulla condotta degli intermediari è già sufficientemente pervasiva e dettagliata – e costituisce, come si è visto, una specificazione delle clausole generali di origine civilistica⁷³⁸ –.

⁷³² Secondo quanto visto al capitolo II, paragrafo 1.

⁷³³ In questo senso, ad esempio, DE MARI, *La "nuova" consulenza*, cit. (nt. 18), 190.

⁷³⁴ Si veda il paragrafo 3.6.

⁷³⁵ Cfr. capitolo II, paragrafo 5.

⁷³⁶ Per il rilievo sull'efficienza e l'economicità dell'assenza di tale requisito si veda R. LENER, *Forma contrattuale*, cit. (nt. 435), 4 ss.

⁷³⁷ Conclude per la tipicità del contratto di consulenza in materia di investimenti, ad esempio, PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, cit. (nt. 151), 1025 s., nonostante non solo la mancanza della forma scritta, ma soprattutto la carenza di un contenuto tipico. Questo argomento potrebbe trovare una conferma *a fortiori* con riferimento alla tipicità del contratto di consulenza finanziaria indipendente, il cui contenuto è, come si è visto (nt. 653), minuziosamente dettagliato dal Regolamento 17130.

⁷³⁸ Si veda ad esempio il capitolo II, paragrafo 3.5.

5.8. Conclusioni sulla disciplina.

Al pari della fattispecie, anche la disciplina della consulenza in materia di investimenti è variegata, complessa e particolarmente attenta al punto di vista del cliente.

L'analisi dei soggetti abilitati, inoltre, ha consentito di individuare una categoria di attività, quella prestata da consulenti finanziari e società di consulenza finanziaria, che, quantomeno sulla carta, è dotata di caratteristiche tali da potere costituire una fattispecie indipendente: essa ingloba, difatti, la definizione normativa nei paragrafi ad essa dedicati, ma prevede ulteriori requisiti di indipendenza e norme di comportamento che paiono, anche al netto delle imprecisioni e delle mancanze che si sono rilevate, poterla contraddistinguere come autonoma fattispecie: la consulenza indipendente. Si potrebbe obiettare che queste caratteristiche aggiuntive non svolgano altra funzione che quella di compensare la mancanza dei requisiti patrimoniali ed organizzativi che gravano su di un soggetto abilitato in capo a chi, di fatto, svolge un'attività riservata. Questa osservazione si inserirebbe nel solco della politica della credibilità che già si è sottolineata⁷³⁹, che usava la maggiore capacità attrattiva dei soggetti abilitati per giustificare le marcate differenze di disciplina della consulenza servizio accessorio nel regime previgente. Non pare, tuttavia, che tale funzione di “certificazione reputazionale” possa essere impiegata per annullare la valenza della consulenza indipendente come fattispecie autonoma, perché le caratteristiche dei soggetti non possono che incidere, come si è visto, sul tipo (e non solo sulla qualità) del servizio prestato, andando così oltre la vista fattispecie di consulenza.

Si va dunque verso la c.d. polarizzazione del sistema della consulenza verso due diversi capi: il modello della banca consulente e distributrice, già fortemente radicato nel nostro paese, e quello del consulente indipendente *fee only*. Il processo è lungo data la diffusione dei *pattern* operativi che caratterizzano il primo modello; i *bias* visti nel primo capitolo e le abitudini dei risparmiatori sicuramente non aiuteranno la diffusione del modello (dove la “consulenza” cessa di essere gratuita e deve improvvisamente essere retribuita), ed è per questo che sarebbe necessario un intervento di educazione finanziaria sul servizio, unitamente ad uno stimolo pubblicistico al servizio di consulenza indipendente per favorire l'accessibilità del costo del servizio.

Lodevole è, inoltre, che l'iniziativa del consulente indipendente non sia derivata, da un intervento comunitario, il che conferma la bontà – di nuovo, quantomeno teorica – di alcune scelte peculiari al nostro legislatore.

⁷³⁹ Cfr. capitolo II.

Quanto alle strategie normative, gli strumenti sono formalmente simili a quelli visti nello scorso capitolo, ma, sostanzialmente, vengono impiegati in maniera profondamente diversa.

L'informazione è sempre sullo sfondo, ma spesso cambia ruolo, e così permane nella disciplina del conflitto di interessi, che però è oggi prevalentemente *ex ante* ed organizzativa; è fortemente presente nell'adeguatezza, ma proviene dall'investitore ed è condizione di prestabilità del servizio di consulenza; è presente inoltre nella disciplina degli incentivi, ma è sempre residuale al divieto condizionato. La *disclosure*, insomma, sembra acquisire un ruolo maggiormente servente piuttosto che portante nella prestazione del servizio di consulenza, a favore di regole di comportamento che siano più idonee a disciplinare un rapporto fiduciario quale quello tra consulente ed intermediario.

Quanto al contratto, infine, si è visto come la sua forma assuma rilevanza solamente per la consulenza indipendente, ed il cui contenuto è già in gran parte determinato dalla Consob: considerato il sistema di norme nel quale esso si inserisce, norme fortemente protezionistiche per il cliente, esso costituisce un utile complemento di trasparenza.

CONCLUSIONI

Si è visto che la consulenza in materia di investimenti ha la funzione di attenuare sia l'asimmetria informativa esistente tra investitore ed operatori del mercato, sia gli effetti dei limiti della razionalità del primo; di conseguenza l'importanza che ricopre è direttamente proporzionale alla complessità dell'offerta di servizi e prodotti finanziari, e va quindi costantemente aumentando.

Il rischio più grave per la qualità della consulenza, che può inficiare la sua capacità di risolvere detti problemi, è quello che il consulente versi in conflitto di interessi, poiché il servizio che presta, in tali condizioni, perde gran parte del suo valore, diversamente da quanto avviene per le attività di intermediazione vere e proprie.

L'ordinamento può dare due risposte di massima a questi problemi. La prima presuppone un concetto di investitore tendenzialmente razionale, che effettua scelte basate sul calcolo costi-benefici e che richiede solamente che l'intermediario sia obbligato a comunicargli le informazioni necessarie per compiere tali scelte: in questo scenario il ruolo della consulenza è marginale. La seconda risposta è più sensibile alle carenze cognitive dell'investitore medio, ed implica un intervento più marcato in una relazione fiduciaria, basata su obblighi di comportamento stringenti, dove la consulenza è rigidamente regolamentata. Un intervento equilibrato dovrebbe contemperare i due approcci, consentendo ad un investitore reale e non idealizzato di relazionarsi con il mercato, ma soprattutto con il proprio consulente, in maniera fiduciosa.

L'analisi storica ha dimostrato che il nostro ordinamento è stato per lungo tempo lontano dall'adottare un'impostazione bilanciata. Le istanze più "protezionistiche" sono infatti state respinte da una realtà nella quale la consulenza in materia di investimenti, più che un servizio di supporto al cliente, preferiva affermarsi come il semplice momento strumentale (e squisitamente promozionale) ad un'attività di vendita. Di conseguenza, le tecniche di tutela dell'investitore non costituivano più di un'informativa precontrattuale. Non mancavano tuttavia alcuni interventi di segno opposto, particolarmente ad opera della Consob, che si inserivano però in un complesso di fattispecie poco funzionale.

La situazione è cambiata con il regime MiFID, che, pur avendo lo svantaggio di non considerare le specificità del nostro paese, è stato impiegato dal CESR e dalla Consob per realizzare una sostanziosa svolta fiduciaria nei rapporti tra cliente ed intermediario. La fattispecie della consulenza è stata innovata ed interpretata in modo che rispecchiasse quella pervasività del consiglio che, nella pratica della relazione tra cliente ed intermediario, può concretizzarsi anche solo in un atteggiamento o in un'allusione: tali eventi possono generare un'impressione che è rilevante

nella formazione del convincimento riguardo ad una scelta di investimento. Ma la pervasività della consulenza ha trovato riconoscimento anche all'esterno della relazione consulenziale strettamente intesa, poiché le sue regole sono divenute applicabili anche alla raccomandazione fornita in occasione della prestazione di servizi diversi, per fare sì che la disciplina di protezione si applicasse anche a questi ultimi, enfatizzando il loro lato fiduciario ed abolendo, di fatto, la consulenza strumentale. L'istituto della consulenza in materia di investimenti, in altre parole, è stato impiegato come cavallo di Troia per estendere il regime dell'adeguatezza ad altri servizi di investimento, in modo forse impreciso ma efficace.

La disciplina attuale, tuttavia, non è ancora in grado di garantire una regolamentazione della consulenza in materia di investimenti che possa stimolare la fiducia del cliente, poiché l'intermediario manca di indipendenza, e le misure predisposte per la gestione dei conflitti di interesse non sono sufficienti. Tale problematica è acuita dalla struttura del mercato italiano, che si avvale di reti distributive bancarie che agiscono da "supermercati" finanziari polifunzionali. Si è visto, infatti, come gli strumenti oggi a disposizione non possano garantire che tale fiducia sia sempre ben riposta, ed in particolare che la regola di adeguatezza non è da sola capace di assicurare la qualità del servizio di consulenza.

Sarebbe necessaria, al contrario, l'istituzionalizzazione di nuovi soggetti strutturati in modo da erogare esclusivamente un servizio di consulenza indipendente. I tratti essenziali di un simile servizio possono ritrovarsi in quella che è oggi la consulenza prestata *ex artt. 18-bis e 18-ter t.u.f.* La relativa regolamentazione, pur in principio utile per sopperire alle carenze del sistema, è stata attuata in maniera poco precisa innanzitutto sotto il profilo normativo: sono infatti evidenti i difetti che potrebbero consentire una facile elusione dei requisiti imperativi richiesti. Pertanto il percorso verso una consulenza veramente indipendente, che riesca a giustificare la fiducia che il cliente ha la necessità di riporvi, non è ancora compiuto.

Per quanto riguarda l'aspetto della praticabilità concreta del nuovo regime della consulenza indipendente, poi, questa è alquanto incerta, e richiederebbe miglioramenti ed iniziative aggiuntive.

La consulenza indipendente dovrebbe innanzitutto essere dotata di regole più precise in tema di indipendenza e più categoriche per il conflitto di interessi; si dovrebbero adottare, inoltre, meccanismi di valutazione esterni della qualità dell'operato dei consulenti, come un meccanismo di *rating* che consenta agli investitori di parametrare efficacemente le loro prestazioni (cosa che è molto difficile da fare in autonomia e quando si rischia il proprio patrimonio) per aiutarli a scegliere.

Sarebbe poi necessaria un'operazione di efficace "commercializzazione" di questo tipo di servizio, perché le limitazioni della nostra razionalità ci portano a vedere la consulenza indipendente come poco desiderabile non solo per il fatto di dovere essere retribuita a parte (se confrontata con il

modello di consulenza apparentemente “gratuita” che si è abituati a ricevere tramite le reti di distribuzione), ma anche per la necessità di affidarsi ad un nuovo soggetto. Queste problematiche possono essere affrontate tramite lo strumento dell’educazione finanziaria, che verrebbe qui impiegata non per orientare nell’investimento, ma piuttosto nella scelta del consulente più adatto: in altre parole, educare gli investitori a fidarsi di un servizio di consulenza regolamentato in modo da essere effettivamente indipendente ed imparziale, con l’obiettivo di attribuirgli preminenza sul mercato.

Rimane, ovviamente, il problema dei costi di un sistema orientato primariamente alla consulenza indipendente, specialmente considerando come non sia possibile vietare la consulenza non indipendente *tout court* e con effetto immediato, e considerando che il prezzo da pagare per un servizio personalizzato e disinteressato potrebbe essere troppo alto per la media degli investitori ai quali esso intenderebbe rivolgersi. In questo senso, oltre a stimolare la concorrenza tra consulenti indipendenti tramite il meccanismo di *rating* al quale prima si è accennato, non è trascurabile – come avviene in altri paesi – l’apporto delle *charity*, che si impegnano a fornire gratuitamente ed a basso costo una consulenza finanziaria alle fasce più deboli; il fiorire di questo tipo di attività dovrebbe, ovviamente, essere supportato da un’adeguata normativa di favore.

Concentrare più seriamente l’attenzione sulla consulenza indipendente, in altre parole, costituisce la strada per arrivare il più vicini possibile ad un contesto ottimale nel quale venga prestata esclusivamente la sola consulenza veramente utile: quella fornita da un soggetto indipendente ad un cliente ragionevolmente fiducioso.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *Relazione sul Codice di Commercio del Ministro di Grazia e Giustizia*, in *Il Codice di Commercio del Regno d'Italia*, Milano, Borroni, 1865.
- AA. VV. *Lavori preparatori del Codice di Commercio del Regno d'Italia*, I, 2, Roma, Ripamonti, 1883.
- AA.VV., *Schema di disegno di legge sulla riforma delle Borse Valori*, in *Riv. soc.*, 1968, 942 ss.
- AA.VV., *La riforma-stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori: atti del seminario promosso dalla facoltà di economia e commercio dell'Università Cattolica del Sacro Cuore e dall'Associazione per lo sviluppo degli studi di Banca e Borsa*. Milano, 11-13 novembre 1974, Milano, Vita e pensiero, 1975.
- AA. VV., *Ageing and Pension System Reform: implications for Financial Markets and Economic Policies. A report prepared at the request of the Deputies of the Group of Ten by an experts group chaired by Ignazio Visco*, 2005, disponibile su www.imf.org.
- ABBADESSA, P., *Diffusione dell'informazione e doveri dell'intermediario finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, I, 305 ss.
- ABRIANI, N., *Diritto commerciale*, in *Dizionari del diritto privato*, promossi da N.Irti, Milano, Giuffrè, 2011.
- AKERLOF, G., *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1970, 488 ss.
- ALESSI, R., *La disciplina dell'intermediazione mobiliare in una prospettiva comparatistica: in particolare il conflitto di interessi*, in *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di A. Predieri, Milano, Giuffrè, 1993, 176 ss.
- ALLEN, W., *The Pretty Efficient Capital Market Hypothesis*, in *Journal of Corporation Law*, 2003, 554 ss.
- ALLEN, F., SANTOMERO, A., *What do financial intermediaries do?*, in *Journal of Banking and Finance*, 2001, 274 ss.
- ANDERSON, C., *The Psychology of Doing Nothing: Forms of Decision Avoidance Result from Reason and Emotion*, in *Psychological Bulletin*, 2003, 139 ss.
- ANNUNZIATA, F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari: l'esperienza francese, inglese e italiana*, Milano, Egea, 1993.
- ANNUNZIATA, F., *Modelli di regolamentazione e di controllo degli intermediari in un documento del Securities and Investment Board*, in *Riv. soc.* 1993, 707 ss.
- ANNUNZIATA, F., *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, 634 ss.

- ANNUNZIATA, F., *I primi regolamenti di attuazione del decreto «Eurosime»*, in *Riv. soc.*, 1997, 450 ss.
- ANNUNZIATA, F., *Regole generali di comportamento degli intermediari*, in *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosime al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, Bancaria, 1998, 103 ss.
- ANNUNZIATA, F., *Best execution, regole di mercato ed altre trading venues*, in *La nuova direttiva MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, Cedam, 2008, 159 ss.
- ANNUNZIATA, F., *Il nuovo regolamento Consob sui consulenti finanziari (artt. 18-bis e 18-ter TUF)*, in *Corr. giur.*, 2010, 285 ss.
- ANTONUCCI, A., *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 9 ss.
- ASCARELLI, T., *Qualifica di imprenditore e fallimento dell'agente di cambio; legge sulle locazioni*, in *Problemi giuridici*, II, Milano, Giuffrè, 1959.
- ASSONIME, *Circolare n. 5/1991*, in *Riv. soc.*, 1991, 314 ss.
- ASSOGESTIONI, *Legge 2 gennaio 1991, n. 1 «disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari». Un commento preliminare*, Roma, Bancaria, 1991.
- BAYES, T., *Studies in the History of Probability and Statistics: IX. Thomas Bayes' Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances*, in *Biometrika*, 1958, 296 ss.
- BARCA, F., BRECHT, M., *The Control of Corporate Europe*, Oxford, OUP, 2001.
- BAILEY, W., KUMAR, A., NG, D., *Behavioral Biases of Mutual Fund Investors*, in *Journal of Financial Economics*, 2011, 1 ss.
- BALOSSINI, C.E., COLTRO CAMPI, C., *Gli usi di banca, di borsa e di leasing²*, Milano, Giuffrè, 1980.
- BANCA CENTRALE EUROPEA, *Parere riguardo a una proposta di direttiva relativa ai servizi di investimento ed ai mercati regolamentati*, 12 giugno 2003, pubblicato in *G.U.U.E.* del 20 giugno 2003 n. C 144, 6 ss.
- BARBERIS, N., THALER, R., *A Survey on Behavioral Finance*, NBER Working Paper no. 9222, disponibile su www.nber.com.
- BEBCHUCK, L., NEEMAN, Z., *Investor Protection and Interest Group Politics*, in *Review of Financial Studies*, 2010, 1089 ss.
- BECKER, G., *The Economic Approach to Human Behavior*, Chicago, UCP, 1976.
- BENSTON, G., SMITH, C., *A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation*, in *The Journal of Finance*, 1976, 215 ss.
- BERLANDA, E., *Commento alla legge sull'intermediazione mobiliare*, in D. Viani, E. Zanelli, *Sim. Società di intermediazione mobiliare (Legge 2 gennaio 1991, n. 1)*, Trieste, Ergon, 1991, XV ss.

- BERLE, A., MEANS, G., *The Modern Corporation and Private Property*, 1932 (1991), New Brunswick, Transaction.
- BESSONE, M., BUSNELLI, F., *La vendita "porta a porta" di valori mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1992.
- BIANCHI, T., *Mercato finanziario e borsa valori*, Milano, Giuffrè, 1958, 9 ss.
- BIANCHI, B., MARCELLI, R., MEZZACAPO, V., *Recenti fenomeni di intermediazione finanziaria con emissione di titoli atipici: forme, dimensioni e disciplina*, 1982, in *Riv. soc.*, 1982, 1256 ss.
- BIANCHI D'ESPINOSA, L., *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura di A. Cicu e F. Messineo, XXXV, 2, Milano, Giuffrè, 1969.
- BILANCIA, P., *Alla ricerca di un mercato unico dei servizi finanziari*, in *Tutela del risparmio, authorities e diritto societario*, a cura di P. Bilancia, G.C.Rivolta, Milano, Giuffrè, 2008, 11 ss.
- BLACK, J., *Involving Consumers in Securities Regulation: Research Study for the Taskforce to Modernise Securities Regulation in Canada*, disponibile su www.lse.ac.uk.
- BLAIR, M., *Financial Services: the New Core Rules*, Londra, Blackstone Press, 1991.
- BLUETHGEN, R., GINTSCHEL, A., HACKERTHAL, A., MUELLER, A., *Financial Advice and Individual Investors' Portfolios*, disponibile su www.ssrn.com.
- BOCHICCHIO, F., *Gestione impropria da parte dei promotori finanziari: la regolamentazione delle attività di investimento tra valutazioni di merito e lo statuto degli operatori economici professionali*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 336 ss.
- BME CONSULTING, *The EU Market for Consumer Long-Term Retail Savings Vehicles*, 15 novembre 2007, disponibile su www.europa.eu.
- BOCHICCHIO, F., *Intermediazione mobiliare e sollecitazione del pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XX, Padova, Cedam, 1995.
- BONELLI, F., *La crisi del 1907: una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, Einaudi, 1971.
- BROSS, I., *Design for Decision*, New York, MacMillan, 1953.
- BRUNO, S., *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 785 ss.
- BUITER, W.H., *Lessons from the 2007 Financial Crisis*, 11 dicembre 2007, pubblicato come *CEPR Policy Insight no. 18*, ma oggi disponibile sul www.econ.tu.ac.th.
- BUONOMO, D., *L'attività personalizzata di consulenza in strumenti finanziari quale attività riservata*, in *Studi per Franco Di Sabato. Diritto dell'economia*, I, ESI, Napoli, 2009, 111 ss.

- CAMERA DEI DEPUTATI, *Indagine parlamentare e conoscitiva sull'evoluzione del sistema e dell'ordinamento bancario e finanziario. Documento conclusivo pubblicato nella seduta del 29 luglio 1988*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1989, II, 39 ss.
- CAMERER, C., LOVALLO, D., *Overconfidence and Excess Entry: an Experimental Approach*, in *The American Economic Review*, 1999, 306 ss.
- CAMPOBASSO, G.F., Sub art. 1, in *L'Eurosìm. D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Giuffrè, Milano, 1994, 5 ss.
- CAMPOBASSO, G.F., Sub art. 1, in *Testo unico della finanza. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, I, Torino, Utet, 1998, 6 ss.
- CAPRIGLIONE, F., *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, I, 24 ss.
- CAPRIGLIONE, F., *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di F. De Poli, Padova, Cedam, 2009, 1 ss.
- CASTRONOVO, C., *Diritto civile e legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, a cura di S. Mazzamuto e G. Terranova, Napoli, Jovene, 1993, 25 ss.
- CAPRIGLIONE, F., *Le gestioni di patrimoni mobiliari: un'analisi comparata*, Milano, Giuffrè, 1991.
- CAPRIGLIONE, F., *Varietà dalla trasparenza alla «best execution»: il difficile percorso verso il «giusto prezzo»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 475 ss.
- CARBONETTI, F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, Giuffrè, 1992.
- CARLUCCIO, E.M., *L'attività di consulenza nel risparmio gestito*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. De Mari, Padova, Cedam, 2009, 125 ss.
- CAROZZI, A.M., *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo (opportunità, limiti, nuove soluzioni)*, Roma, Bancaria, 2007.
- CASANOVA, M., Voce "Agente di cambio", in *Enc. dir.*, Milano, Giuffrè, 1958, 843 ss.
- CASMEF, *Il collocamento e la distribuzione dei prodotti finanziari in Europa*, Marzo 2012, 66, disponibile su www.casme.luiss.edu.
- CAVAZZUTI, F., *Conflitti di interessi e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca, impresa, società*, 1989, 357 ss.
- CERA, M., *Le società di intermediazione mobiliare*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G. B. Portale, Torino, Utet, 1993, 10*, 3 ss.

- CERINI, D., *Report sul Piano d'azione della Commissione in materia di servizi finanziari (COM (1999) 232)*, in *Dir. econ. ass.*, 2000, 495 ss.
- CESR, *Technical advice on possibile Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments. 1st Set of Mandates*, CESR/05-025, gennaio 2005, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CESR, *Technical Advice on Level 2 Implementing Measures on the First Set of Mandates. Market in Financial Instruments Directive. Feedback Statement*, CESR/05-025, gennaio 2005, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CESR, *Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments. 1st Set of Mandates where the deadline was extended and 2nd Set of Mandates*, CESR/05-290b, aprile 2005, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CESR, *Inducements under MiFID. Recommendations*, CESR/07-228b, maggio 2007, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CESR, *Consultation paper. Understanding the definition of advice under MiFID*, CESR/09-665, 14 ottobre 2009, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CESR, *Feedback statement. Understanding the definition of advice under MiFID*, CESR/10-294, 14 ottobre 2009, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CESR, *Inducements: good and poor practices*, CESR/09-958, del 22 ottobre 2009, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CESR, *Inducements: report on good and poor practices*, CESR/10-295, 19 aprile 2010, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CESR, *Questions and answers. Understanding the definition of advice under MiFID*, CESR/10-293, 19 aprile 2010, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CESR, *Your questions on MiFID*, disponibile su www.esma.europa.eu.
- CHIAPPETTA, F., *Le gestioni patrimoniali: dalla legge 1/91 al D. Lgs. 415/96*, in *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, Bancaria, 1998, 135 ss.
- CHIONNA, V., *Le origini della nozione di valore mobiliare*, in *Riv. Soc.*, 1999, 831 ss.
- CHIEPPA MAGGI, A., *Sub art. 22*, in *L'Eurosim. D.LGS. 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, Giuffrè, 1997, 172 ss.
- CHOI, S., *A framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, in *Berkeley Business Law Journal*, 2004, 45 ss.
- CHOI, S., PRITCHARD, A., *Behavioral Economics and the SEC*, in *Stanford Law Review*, 2003, 1 ss.
- CLARIZIA, R., MAGNONI, A., *La gestione personalizzata di patrimoni mobiliari*, Milano, Giuffrè, 1993.

- COLLETTI, A., *Il conflitto di interessi nella disciplina dei servizi d'investimento*, in *La tutela del consumatore dei servizi finanziari. Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, a cura di L. Di Nella, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 97 ss.
- COLTRO CAMPI, C., *La nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria e dei mercati mobiliari. Commento alla l. 2 gennaio 1991, n. 1*, Torino, Utet, 1991.
- COLTRO CAMPI, C., *Voce "Promotori di servizi finanziari"*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, Torino, Utet, 1995, 405 ss.
- COLTRO CAMPI, C., *Voce "SIM"*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, Torino, Utet, 1996, 493 ss.
- COASE, R., *The Nature of the Firm*, in *Economica*, 1937, 386 ss.
- COASE, R., *The Firm, the Market and the Law*, Chicago-Londra, UCP, 1988.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Completing the internal market*, Com(85) 310 final, Bruxelles, giugno 1985, disponibile su www.europa.eu.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Attuazione del quadro d'azione per i servizi finanziari: Piano d'azione*, COM(1999) 232, Bruxelles, 11 maggio 1999, disponibile sul sito www.europa.eu.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Revision of the Investment Services Directive (93/22). Summary of responses to the preliminary orientations of commission services*, luglio 2001, disponibile su www.europa.eu.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati*, Bruxelles, 19 novembre 2002, COM(2002) 625 definitivo, disponibile su www.europa.eu.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Revisione della direttiva relativa ai servizi di investimento (93/22/CEE): seconda consultazione. Documento di sintesi*, non datato, disponibile su www.europa.eu.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Report on non-equities markets transparency pursuant to article 61(5) of Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments (MiFID). DG Internal Market and Services Working Document*, disponibile su www.europa.eu.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Working document ESC/24/2005*, Bruxelles, 11 luglio 2005, 2, disponibile su www.europa.eu.
- COMPORITI, C., *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004, 269 ss.
- CONSIGLIO EUROPEO, *Conclusioni della Presidenza del Consiglio Europeo di Lisbona*, 23 e 24 marzo 2000, disponibile su www.europarl.europa.eu.
- CONSOB, *Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*, 30 aprile 1987, in *Quadrimestre*, 1987, 779 ss.
- CONSOB, *Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti*, in *Nuovo Regolamento Intermediari. Esito delle consultazioni*, 30 ottobre 2007, disponibile su www.consob.it.

- CONSOB, *Schede di approfondimento. I servizi e le attività di investimento. Alcune nozioni*, ottobre 2007, disponibile su www.consob.it.
- CONSOB, *Nuovo regolamento intermediari. Esito delle consultazioni*, 30 ottobre 2007, disponibile su www.consob.it.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Green Paper on Retail Financial Services in the Single Market*, COM (2007) 0226, final, disponibile su www.europa.eu.
- CONSOB, *Piano strategico 2010-2012*, disponibile su www.consob.it.
- CONTI, C., *La legge sulle SIM. Aspetti di disciplina degli intermediari e di regole del mercato*, in *Riv. soc.*, 1991, 1422 ss.
- COPI, I.M., COHEN, C., *Introduction to logic*¹⁰, Upper Saddle River, Prentice-Hall.
- COSSU, M., *Contratto di gestione di portafogli*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, I, 699 ss.
- COSTI, R., *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1984, I, 273 ss.
- COSTI, R., *Sulla intermediazione finanziaria non bancaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, 129 ss.
- COSTI, R., *Mercato finanziario e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1989, 321 ss.
- COSTI, R., *La gestione di patrimoni e la legge sulle SIM*, in *La banca e i nuovi contratti*, a cura di G. De Nova, Milano, Edibank, 1993, 11 ss.
- COSTI, R., *Il mercato mobiliare. I servizi e le imprese di investimento*, in *Manuale di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Torino, Giappichelli, 1997, 692 ss.
- COSTI, R., *Il mercato mobiliare*¹, Torino, Giappichelli, 1997.
- COSTI, R., *Il mercato mobiliare*⁵, Torino, Giappichelli, 2007.
- COSTI, R., *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. Comm.*, 1998, I, 313 ss.
- COSTI, R., *L'ordinamento bancario*⁵, Bologna, Il Mulino, 2012.
- COX, J.D., WILLIAMS, R.H., LANGEVOORT, D.C., *Securities regulation. Cases and materials*. Boston, Little Brown, 1991.
- CRISCUOLI, G., *Introduzione allo studio del diritto bancario inglese: B) il cliente della banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1972, 321 ss.
- CUNNINGHAM, L., *A prescription to Retire the rethoric of 'Principle-Based System' in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting*, 2007, disponibile su www.ssrn.com.
- D'APICE, R., *I nuovi consulenti finanziari tra indipendenza del soggetto e distribuzione del prodotto*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, 263 ss.
- DE MARI, M., SPADA, L., *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in *Foro it.*, 2002, 1243 ss.
- DE MARI, M., *La "nuova" consulenza in materia di investimenti tra fattispecie e disciplina*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le*

- direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. De Mari, Padova, Cedam, 2009, 153 ss.
- DE MARI, M., SPADA, L., *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, Zanichelli, 2005.
- DE POLI, M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002.
- DE POLI, M., *La nuova gestione degli ordini e la trasparenza del prezzo*, in *La nuova direttiva MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, Cedam, 2008, 67 ss.
- DELLA VECCHIA, R., *Il servizio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari: profili interpretativi ed applicativi*, in *Banche, promotori e internet nell'offerta di prodotti finanziari*, a cura di F. Parrella e M. Toffanelli, Milano, Il Sole 24 Ore, 2000.
- DIA, E., *Il credito e l'evoluzione degli intermediari bancari*, Pavia, Biblioteca delle scienze, 2010.
- DI AMATO, A., *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano, Giuffrè, 2008.
- EASTERBROOK, F., FISCHER, D., *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, in *Virginia Law Review*, 1984, 669 ss.
- EASTERBROOK, F., FISCHER, D., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (MA)-London, Harvard University Press, 1991.
- ENRIQUES, L., *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. Soc.*, 1998, 1016.
- ENRIQUES, L., *Il conflitto d'interesse degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2000.
- ENRIQUES, L., VELLA, F., *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di A. Banfi e M.L. Di Battista, Bologna, Il Mulino, 1998, 343 ss.
- ENRIQUES, L., VOLPIN, P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2007, 117 ss.
- ENRIQUES, L., POMELLI, A., *Sub art. 2391*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, Cedam, 2005, 758 ss.
- ESMA, *Consultation paper. Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, ESMA/2011/445, dicembre 2011, disponibile su www.esma.europa.eu.
- ESMA, *Final report. Guidelines on certain aspects of the MiFID suitability requirements*, ESMA/2012/387, 6 luglio 2012, disponibile su www.esma.europa.eu.
- ESMA, *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance function requirements*, 6 luglio 2012, ESMA/2012/388, disponibile su www.esma.europa.eu.
- EXPERT FORUM OF FINANCIAL SERVICES USERS, *Financial Education: Changing to Second Gear. Envisioning the Way Ahead*, gennaio 2008, disponibile su www.europa.eu.

- EXPERT GROUP ON BANKING, *Financial Services Action Plan: Progress and Prospects. Final Report*, maggio 2004, disponibile su www.europa.eu.
- FAMA, E., *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *The Journal of Finance*, 1970, 383 ss.
- FAMA, E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in *Journal of Political Economy*, 1980, 288 ss.
- FAMA, E., *Efficient Capital Markets: II*, in *The Journal of Finance*, 1991, 1575 ss.
- FERRARI, A., *Gli intermediari finanziari non bancari*, Milano, Franco Angeli, 1978.
- FERRARINI, G., *I nuovi confini del valore mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1989, 741 ss.
- FERRARINI, G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, 10, **, Torino, Utet, 1993, 3 ss.
- FERRARINI, G., *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento: temi e problemi*, in *Riv. soc.*, 1995, 623 ss.
- FERRARINI, G., *Novità e problemi del Decreto Eurosim*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, 883 ss.
- FERRI, G., *Manuale di diritto commerciale*⁴, Torino, Utet, 1974.
- FERRO-LUZZI, P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 44 ss.
- FORTUNATO, S., *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 136 ss.
- FRIEDMAN, M., *Essays in Positive Economics*, Chicago, UCP, 1953
- FSA, *Informed decisions? How consumers use Key Features: a synthesis of research on the use of product information at the point of sale*, Consumer Research no. 5., novembre 2000, disponibile su www.transact.org.uk.
- GALLETTI, D., *I servizi accessori delle SIM nel Testo Unico della finanza*, in *Banca, Impresa, Società*, 1999, 125 ss.
- GANDINI, C., *La nozione di intermediazione mobiliare*, in *Contr. impr.*, 1992, 131 ss.
- GENTILE, M., SICILIANO, G., *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, in *Quaderni di Finanza Consob*, Luglio 2009.
- GENTILI, P., *Sub art. 25*, in *L'Eurosim. D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Giuffrè, Milano, 1994, 199 ss.
- GERNER-BEUERLE, C., *United in diversity: maximum versus minimum harmonization in EU securities regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 2012, 317 ss.
- GIANNINI, M.S., *Gli ordinamenti sezionali rivisitati (traendo spunto dall'ordinamento creditizio)*, in *La ristrutturazione delle banche pubbliche. L'attuazione della l. 218/1990*, a cura di S. Amorosino, Milano, Giuffrè, 1991, 9 ss.
- GINELLA, R., *Trattato di borsa*³, Milano, La stampa commerciale, 1955.

- GILSON, R., KRAAKMAN, R., *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Review*, 1984, 549 ss.
- GILSON, R., KRAAKMAN, R., *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: the Hindsight Bias*, in *Journal of Corporation Law*, 2003, 715 ss.
- GINEVRA, E., *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Giuffrè, Torino, Giappichelli, 2012.
- GOBBO, G., Sub art. 21, in *Commentario TUF*, a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, I, 258 ss.
- GRILLO, S., *Il nuovo ordinamento della borsa valori*, Milano, Pirola, 1991.
- GUFFANTI, E., *Il servizio di consulenza: i confini della fattispecie*, in *Società*, 2011, 555 ss.
- GUGLIELMUCCI, L., MAGNANI, C., JOVENITTI, P.M., *I certificati di partecipazione. Profili civilistici, tributari, negoziali*, Milano, Giuffrè, 1981.
- GURLEY, J., SHAW, E., *Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process*, in *The Journal of Finance*, 1956, 257 ss.
- GURLEY, J., SHAW, E., *Money in a Theory of Finance*, Washington, Brooking Institution, 1960.
- HANSMANN, H., KRAAKMAN, R., *Agency Problems and Legal Strategies*, in *The Anatomy of Corporate Law*, a cura di R. Kraakman et al., *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, Oxford, OUP, 2004, 21 ss.
- HOECHLE, D., RUENZI, S., SCHAUB, N., SCHMID, M., *Don't answer the phone. Financial Advice and Individual Investors' Performance*, march 9, 2013, disponibile su www.ssrn.com.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Characteristics of mutual fund investors*, 2010, disponibile su www.ici.org.
- IANNUZZI, C., *La consulenza sulle operazioni relative a valori mobiliari: il suo duplice profilo nel nuovo sistema di tutela del risparmio*, in *Bancaria*, 1993, 3, 27 ss.
- IBBA, C., *Professione intellettuale e impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, II, 370 ss.
- INCORVATI, L., MARCHESINI, E., *Venditore o consulente? In palio c'è il guadagno*, in *Il sole 24 ore*, 12 dicembre 1998.
- IUDICA, F., *Gli obblighi informativi*, in *Manuale del mercato mobiliare*, a cura di F. Iudica, Torino, Giappichelli, 2012, 19 ss.
- JACKSON, H., *The Regulation in a Multi-Sectored Financial Industry: an Exploratory Essay*, in *Washington University Law Quarterly*, 1999, 257 ss.
- JENSEN, M., MECKLING, W., *Theory of the Firm: Managerial behaviour, Agency Costs and capital Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 305 ss.

- JENSEN, M., *A theory of the Firm. Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Boston, HUP, 2003.
- KAHNEMAN, D., TWERSKY, A., *On the Psychology of Prediction*, in *Psychological Review*, 1973, 237 ss.
- KAHNEMAN, D., TWERSKY, A., *Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk*, in *Econometrica*, 1979, 263 ss.
- KAHNEMAN, D., RIEPE, M., *Aspects of Investor Psychology*, in *Journal of Portfolio Management*, 1998, 52 ss.
- KAPLOW, L. *Rules Versus Standards: an Economic Analysis*, in *Duke Law Review*, 1992, 557 ss.
- KRAUSZ, M., PAROUSH, J., *Financial advising in the presence of conflicts of interests*, in *Journal of Economics and Business*, 2002, 55 ss.
- LAMFALUSSY, A., *et al.*, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of Europea Securities Markets*, 12, Bruxelles, 15 febbraio 2001, disponibile su www.europa.eu.
- LENAERTS, K., VAN NUFFEL, P., *European Union Law*, London, 2011.
- LENER, R., *Attuazione della direttiva sui servizi di investimento: alcuni errori da evitare*, in *Società*, 1996, 385 ss.
- LENER, R., *Decreto Eurosim: il sistema di vigilanza*, in *Società*, 1996, 1028 ss.
- LENER, R., *Forma contrattuale e tutela del “contraente non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 1996.
- LENER, R., *Strumenti finanziari e servizi di investimento: profili generali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 326 ss.
- LENER, R., *Strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, Bancaria, 1998, 73 ss.
- LINCIANO, N., *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di finanza Consob*, n. 66, gennaio 2010, disponibile su www.consob.it.
- LINCIANO, N., *La consulenza finanziaria tra errori di comportamento e conflitti di interesse*, in *AGE*, 2012, 135 ss.
- LLEWELLYN, D., *The Economic Rationale for Financial Regulation*, FSA Occasional Paper n. 1, Aprile 1999, disponibile su www.fsa.gov.uk.
- LÖFGREN, K., PERSSON, T., WEIBULL, J., *Market with Asymmetric Information: the Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz*, in *Scandinavian Journal of Economics*, 2002, 195 ss.
- LONDON ECONOMICS, *Quantification of the macro-economic impact of EU financial markets*, november 2002, oggi disponibile su www.kapitalmarktrecht-im-internet.eu.
- LOSS, L., *Fundamentals of securities regulation²*, Boston, Little Brown, 1987.

- MAFFEI ALBERTI, A., *Nota introduttiva al commentario della l. 23 marzo 1983, n. 77 (istituzione della disciplina dei fondi comuni d'investimento)*, in *NLCC*, 1984, 380 ss.
- MANSFIELD, E., *Microeconomia*, Bologna, Il Mulino, 1975.
- MARCHETTI, P., *La costruzione di una disciplina organica del mercato mobiliare*, in *Giur. comm.*, 1985, I, 242 ss.
- MASON, I., *Principle Based Regulation – Will it work?*, in *The future of Investing in Europe's Market after MiFID*, a cura di C. Skinner, Chicester, Wiley&Sons, 2007, 85 ss.
- MEHRAN, H., STULZ, R., *The Economics of Conflicts of Interest in Financial Institutions*, in *Journal of Financial Economics*, 2007, 267 ss.
- MEGLIANI, M., *Il quadro evolutivo dei mercati finanziari europei nella prospettiva internazionale*, in *Dir. Un. eur.*, 2001, 677 ss.
- MILL, J.S., *On the definition of political economy, and on the method of investigation proper to it*, rist. in *The Collected Works of John Stuart Mill, III - Principles of Political Economy Part II* (1848), 321 ss.
- MIOLA, M., PISCITELLO, P., *Sub art. 17*, in *L'Eurosime, D.LGS. 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di G.F. Campobasso, Giuffrè, Milano, 1997, 117 ss.
- MIOTTO, L., *Le società di consulenza finanziaria*, in *NLCC*, 2012, 1001 ss.
- MUTH, J., *Rational Expectations and the Theory of Price Movements*, in *Econometrica*, 1961, 315 ss.
- MAFFEIS, D., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 67 ss.
- MICIELLI, N., *Sub art. 18*, in *Commentario T.U.F.* a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1, 217 ss.
- MINERVINI, G., *SIM e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, in *Corr. giur.*, 1991, 129 ss.
- MINERVINI, G., *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992, 5 ss.
- MOLONEY, N., *Effective Policy Design For the Retail Investment Services Market: Challenges and Choices Post FSAP*, in *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, a cura di G.Ferrarini ed E.Wymeersch, 2006, 381 ss.
- MOLONEY, N., *How to Protect Investors. Lessons From the EC and the UK*, Cambridge, CUP, 2010.
- MORLUPO, P., *Gli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*, in *La tutela del consumatore dei servizi finanziari. Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*, a cura di L. Di Nella, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2007, 9 ss.
- NADOTTI, L., PORZIO, C., PREVIATI, D., *Economia degli intermediari finanziari*, Milano, McGraw-Hill, 2013.
- NICOLINI, G., *Voce "Consulenza"*, in *Dig. disc. priv., Sez. comm.*, III, Torino, Utet, 1988, 462 ss.

- NICOLINI, G., MAZZOLI C., *Il pricing della consulenza in materia di investimento in Italia*, in *Econ. dir. terz.*, 2010, 491 ss.
- NIGRO, A., *Intermediari finanziari: problemi e prospettive di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, I, 489 ss.
- OCCHILUPO, R., *Sub art. 5*, in *Commentario T.U.F.*, diretto da F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, 1, 85 ss.
- ONADO, M., *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, Il Mulino, 2000.
- OXERA, *Assessment of the benefits of the FSA suitability letter*, Aprile 2007, disponibile su www.oxera.com.
- PACCES, A., *Financial Intermediation in the Securities Markets. Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, in *International Review of Law and Economics*, 2000, 479 ss.
- PAGE, A.C., FERGUSON, R.B., *Investor protection*, Londra, Weidenfeld and Nicholson, 1998.
- PAGNONI, E., PIATTI, L., *Gestione di patrimoni e tutela degli investitori*, in *Consob. Quaderni di finanza*, n. 19, 1997.
- PALLADINO, G., *Fondi comuni mobiliari. Guida pratica per risparmiatori, banche, società di assicurazione e consulenti finanziari*⁴, Roma, Buffetti, 1986.
- PALMIERI, G., *Sub art. 2*, in *L'Eurosim. D.lgs. 23 luglio 1996, n. 415. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Giuffrè, Milano, 1994, 12 ss.
- PALMITER, A., TAHA, A., *Mutual fund investors: divergent profiles*, in *Columbia Business Law Review*, 2008, 934 ss.
- PARACAMPO, M.T., *Le società di consulenza finanziaria: una disciplina in itinere*, in *Società*, 2009, 1459 ss.
- PARLAMENTO EUROPEO, *Prima relazione sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati*, A5-0287/2003, 4 settembre 2003.
- PARTNOY, F., *Why Markets Crash and What Law can do About It*, in *University of Pittsburgh Law Review*, 2001, 741 ss.
- PARRELLA, F., *Il contratto di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e E. Lener, Torino, Utet, 2011, 1021 ss.
- PARRELLA, F., *Consulenza in materia di investimenti*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, 183 ss.
- PERRONE, A., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003.
- PERRONE, A., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato?*, in *Banca, impresa, società*, 2008, 389 ss.
- PERRONE, A., *Il diritto dei mercati finanziari dopo la crisi: dalla trasparenza alla fiducia*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari. Tra diritto*

- privato e regole del mercato finanziario*, a cura di E. Ginevra, Milano, Giuffrè, 2012, 405 ss.
- PIANIGIANI, O., *Voce "Consulente" in Dizionario etimologico della lingua italiana*, Roma, Albrighi&Segati, 1907.
- PICHLER, F., *Profili teorici e di regolamentazione dei sistemi finanziari*, Milano, Giuffrè, 2005.
- POMELLI, A., *Sub art. 201*, in *Commentario TUF*, a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, II, 1913 ss.
- PORTALE, G.B., *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, 3 ss.
- PREDIERI, A., *I regolamenti di intesa nella Consob e nella Banca d'Italia del 2 luglio 1991 sulle società di intermediazione mobiliare*, in *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di A. Predieri, Milano, Giuffrè, 1993, 1 ss.
- PURPURA, L., *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post MiFID*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, II, 609 ss.
- PURPURA, L., *L'evoluzione "fiduciaria" dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di E. Ginevra, Milano, Giuffrè, 2012, 365 ss.
- REALMONTE, F., *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, 617 ss.
- RABITTI BEDOGNI, R., *Sub art. 22*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, Cedam, 1997, 187 ss.
- RIGHINI, E., *Behavioural Law and Economics*, Milano, Franco Angeli, 2012.
- RIOLO, R., *La disciplina bancaria CEE e le SIM*, in *Riv. soc.*, 1991, 263 ss.
- ROMANO, R., *Empowering Investors: a Market Approach to Security Regulation*, in *Yale Law Journal*, 1998, 2359 ss.
- ROMANO, R., *A Comment on Information Overload, Cognitive Illusion, and Their Implications for Public Policy*, in *Southern California Law Review*, 1986, 313 ss.
- ROPPO, E., *L'accesso degli operatori all'attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *La vendita porta a porta di valori mobiliari*, a cura di M. Bessone e F.D. Busnelli, Milano, Giuffrè, 1992, 64 ss.
- ROPPO, V., *Promotori finanziari e mercato del risparmio: un mercato che cambia, una professione che cresce*, in *Econ. dir. terz.*, 2009, 203 ss.
- ROOIJ, M., LUSARDI, A., ALESSIE, R., *Financial Literacy and Stock Market Participation*, in *NBER Working Paper Series*, October 2007, disponibile su www.nber.org.
- ROSSI, G., *Trasparenze e vergogna*, Milano, Il saggiatore, 1982.

- ROTONDI, M., *La borsa valori e i suoi organi*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, 417 ss.
- ROVITO, V., PICARDI, L., Sub art. 23, in *Testo unico della finanza, commentario* a cura di G.F. Campobasso, I, Torino, Utet, 2002, 200.
- RUSSO, C., Sub art. 94, in *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, Torino, Giappichelli, 2012, I, 898 ss.
- SALAMONE, L., *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milano, Giuffrè, 1995.
- SANDLER, R., *Medium and Long-Term Retail Savings in the UK. A Review*, Luglio 2012, 4, disponibile su www.hm-treasury.gov.uk.
- SANGIOVANNI, V., *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MiFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785 ss.
- SANTINI, G., *Commercio e servizi*, Bologna, Il Mulino, 1988.
- SAPIENZA, P., TOLDRA, A., ZINGALES, L., *Understanding Trust*, NBER Working Paper, n. 13387, settembre 2007, disponibile su www.nber.org.
- SANTORO, V., *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.* 1994, 785 ss.
- SARTORI, F., *I conflitti di interessi tra intermediari e investitori: prime riflessioni*, in *Riv. dir. banc.*, 2002, 1 ss., disponibile su www.dirittobancario.it.
- SCHAEKEN WILLEMAERS, G., *The EU Issuer-Disclosure Regime: Objectives and Proposals for Reform*, London, Kluwer, 2011.
- SCIARRONE ALIBRANDI, A., *La consulenza in materia di investimenti: profili di novità della fattispecie*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di L. Frediani e V. Santoro, 2008, Milano, Giuffrè, 75 ss.
- SCOGNAMIGLIO, G., *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 137 ss.
- SCOTTI CAMUZZI, S., *La normativa sul conflitto di interessi fra intermediari e clienti nella prestazione di servizi di investimento (prima e dopo il decreto Eurosim e prima e dopo la ricezione della MiFID)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 287 ss.
- SENA, G., *La legge 7 giugno 1971 n. 216 e gli obblighi delle società quotate in borsa: l'obbligo di informazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1975, 15 ss.
- SERRA, A., *Voce "Agenti di cambio"*, in *Enciclopedia Giuridica*, 1988, 1 ss.
- SESSA, T., SCAGLIONE, A., *Il mercato finanziario unico nella CEE: l'atto unico, la libera circolazione dei capitali, la costituzione e la fusione delle società, la banca centrale e la borsa unica europea*, Milano, Pirola, 1988.
- SHILLER, R., *From Efficient Market Theory to Behavioral Finance*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2003, 83 ss.

- SIMON, H., *A Behavioral Model of Rational Choice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1955, 99 ss.
- SIMON, H., *Models of Bounded Rationality Vol. 3. Empirically Grounded Economic Reason*, Cambridge-MA, MIT, 1982.
- SMARGIASSI, M., *Le innovazioni del «Decreto Eurosim» in materia di offerta fuori sede ed il ruolo dei promotori finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, 691 ss.
- SODA, S., *Definizioni – Soggetti abilitati*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commentario al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di F. Capriglione, Padova, Cedam, 1997, 5 ss.
- STIGLER, S., *Thomas Bayes' Baesian Inference*, in *Journal of the Royal Statistic Society*, 1982, A, 250 ss.
- STIGLITZ, J., *Distinguished Lecture on Economics in Government: the Private Uses of Public Interest*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1998, 3 ss.
- SUNSTEIN, C., *Behavioral Law and Economics*, Cambridge, CUP, 2000.
- TABELLINI, T., *Una prima lettura delle nuove norme sul «promotore di servizi finanziari»*, in *Dir. fall.*, 1992, 280 ss.
- THALER, R., *From Homo Economicus to Homo Sapiens*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2004, 133 ss.
- TEDESCHI, F., *La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, in www.dirittobancario.it.
- TROIANO, V., *Negoziare per conto proprio ed esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, Il Mulino, 2010, 219 ss.
- TWERSKY, A., KAHNEMAN, D., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, in *Science*, 1974, 1124 ss.
- VALENTINO, P., *Decreto Eurosim: focus sul big bang del mercato finanziario italiano*, in *Società*, 1996, 999 ss.
- VAN MIEGHEM, J., *Coordinating Investment, Production and Subcontracting*, in *Management Science*, 1999, 954 ss.
- VENTORUZZO, M., *Sub art. 2391*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P.G. Marchetti et al., Milano, Egea, 2005, 462 ss.
- VISENTINI, G., *La vigilanza sulle attività finanziarie. Appunti per un'ipotesi di disciplina organica dell'attività di intermediazione finanziaria*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1987, I, 24 ss.
- VISENTINI, G., *Relazione di sintesi per i profili giuridici*, in *Ricerca sulle trasformazioni del sistema finanziario italiano: innovazione e deregolamentazione*, Roma, Ceradi, 1989, I, 38 ss.
- VIANI, D., ZANELLI, E., *Sim. Società di intermediazione mobiliare (Legge 2 gennaio 1991, n. 1)*, Trieste, Ergon, 1991.
- VON NEUMANN, J., MORGENSTERN, O., *Theory of Games and Economic Behaviour*, Princeton-NJ, PUP, 1953.

- WALTER, I., *Conflicts of Interests and Market Discipline Among Financial Services Firms*, NYU Stern Working Paper Series no. SC-AM-03-08, Ottobre 2003.
- WILLIAMSON, O., *Transaction-Cost Economics: the Governance of Contractual Relations*, in *Journal of Law and Economics*, 1979, 233 ss.
- ZITIELLO, L., *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Società*, 1996, 1015 ss.
- ZITIELLO, L., *Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel Reg. Consob n. 11522*, in *Società*, 1998, 1151 ss.
- ZITIELLO, L., *La consulenza in materia di investimenti*, in *La MiFID in Italia. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*², 2009, Torino, Itaedizioni, 475 ss.