

**DECLARATORIA SULLA TESI DI DOTTORATO**

Il/la sottoscritto/a

COGNOME

COSTA

NOME

SEBASTIANO

Matricola di iscrizione al Dottorato

1538156

Titolo della tesi:

LE REGOLE ORGANIZZATIVE DEGLI INTERMEDIARI NELLA PRESTAZIONE  
DEI SERVIZI D'INVESTIMENTO

Dottorato di ricerca in

DIRITTO DELL'IMPRESA

Ciclo

XXVI

Tutor del dottorando

PROF. F. ANNUNZIATA

Anno di discussione

2015

**DICHIARA**

sotto la sua responsabilità di essere a conoscenza:

- 1) che, ai sensi del D.P.R. 28.12.2000, N. 445, le dichiarazioni mendaci, la falsità negli atti e l'uso di atti falsi sono puniti ai sensi del codice penale e delle Leggi speciali in materia, e che nel caso ricorressero dette ipotesi, decade fin dall'inizio e senza necessità di nessuna formalità dai benefici previsti dalla presente declaratoria e da quella sull'embargo;
- 2) che l'Università ha l'obbligo, ai sensi dell'art. 6, comma 11, del Decreto Ministeriale 30 aprile 1999, n. 224, di curare il deposito di copia della tesi finale presso le Biblioteche Nazionali Centrali di Roma e Firenze, dove sarà consentita la consultabilità, fatto salvo l'eventuale embargo legato alla necessità di tutelare i diritti di enti esterni terzi e di sfruttamento industriale/commerciale dei contenuti della tesi;

- 3) che il Servizio Biblioteca Bocconi archiverà la tesi nel proprio Archivio istituzionale ad Accesso Aperto e che consentirà unicamente la consultabilità on-line del testo completo (fatto salvo l'eventuale embargo);
- 4) che per l'archiviazione presso la Biblioteca Bocconi, l'Università richiede che la tesi sia consegnata dal dottorando alla Società NORMADEC (operante in nome e per conto dell'Università) tramite procedura on-line con contenuto non modificabile e che la Società Normadec indicherà in ogni piè di pagina le seguenti informazioni:
- tesi di dottorato (*titolo tesi*): Le regole organizzative degli intermediari nella prestazione dei servizi d'investimento;
  - di (*cognome e nome del dottorando*) Costa Sebastiano;
  - discussa presso l'Università commerciale Luigi Bocconi – Milano nell'anno 2015 (*anno di discussione*);
  - La tesi è tutelata dalla normativa sul diritto d'autore (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche). Sono comunque fatti salvi i diritti dell'Università Commerciale Luigi Bocconi di riproduzione per scopi di ricerca e didattici, con citazione della fonte;
- 5) che la copia della tesi depositata presso la NORMADEC tramite procedura on-line è del tutto identica a quelle consegnate/inviata ai Commissari e a qualsiasi altra copia depositata negli Uffici dell'Ateneo in forma cartacea o digitale e che di conseguenza va esclusa qualsiasi responsabilità dell'Ateneo stesso per quanto riguarda eventuali errori, imprecisioni o omissioni nei contenuti della tesi;
- 6) che il contenuto e l'organizzazione della tesi è opera originale realizzata dal sottoscritto e non compromette in alcun modo i diritti di terzi (legge 22 aprile 1941, n.633 e successive integrazioni e modifiche), ivi compresi quelli relativi alla sicurezza dei dati personali; che pertanto l'Università è in ogni caso esente da responsabilità di qualsivoglia natura, civile, amministrativa o penale e sarà dal sottoscritto tenuta indenne da qualsiasi richiesta o rivendicazione da parte di terzi;
- 7a) che la tesi di dottorato non è il risultato di attività rientranti nella normativa sulla proprietà industriale, non è stata prodotta nell'ambito di progetti finanziati da soggetti pubblici o privati con vincoli alla divulgazione dei risultati; non è oggetto di eventuali registrazioni di tipo brevettale o di tutela, e quindi non è soggetta a embargo.

Data, 31 gennaio 2015

COGNOME

COSTA

NOME

SEBASTIANO

*Alla mia famiglia*

## Indice – Sommario

### CAPITOLO I L'ORGANIZZAZIONE INTERNA E LA PRESTAZIONE DEI SERVIZI D'INVESTIMENTO

1.- La tutela degli investitori: tra “vecchie” soluzioni e “nuovi” approcci.....	1
1.1. Delimitazione del campo d'indagine.....	13
2.- Dalla «professionalità» alla organizzazione interna degli intermediari finanziari..	14
3.- Le regole organizzative per la prestazione dei servizi d'investimento: premessa...	22
3.1. Il conflitto di interessi.....	22
4.- (Segue) Le altre regole organizzative: la regola di <i>best execution</i> .....	35
4.1. Il giudizio di adeguatezza e di appropriatezza.....	40
4.2. La classificazione della clientela.....	46
4.3. La gestione degli ordini.....	51
5.- La “proceduralizzazione” dell'agire e le sue finalità: l'efficienza allocativa e la tutela degli investitori.....	53
5.1. Piano dell'indagine.....	59

### CAPITOLO II I CONTRATTI D'INTERMEDIAZIONE E L'AFFIDAMENTO FIDUCIARIO

1.- I contratti d'intermediazione mobiliare come “contratti d'impresa”.....	61
2.- (Segue) L'organizzazione d'impresa e i contratti d'intermediazione mobiliare.....	68
3.- Verso un nuovo approccio: la fiducia e il rapporto fiduciario in termini reali.....	73
4.- La fattispecie fiduciaria e l'intermediazione finanziaria.....	83

### CAPITOLO III L'AFFIDAMENTO FIDUCIARIO NEI SINGOLI SERVIZI E LE REGOLE DI ORGANIZZAZIONE

#### SEZIONE I I SINGOLI SERVIZI D'INVESTIMENTO E GLI OBBLIGHI FIDUCIARI

1.- I singoli servizi di investimento e l'affidamento fiduciario: la gestione di portafoglio e il servizio di consulenza.....	97
2.- (Segue) Gli altri servizi e la disciplina del deposito e sub-deposito degli strumenti finanziari.....	107
3.- Le regole organizzative come tipizzazione legale degli obblighi fiduciari.....	121

4.- Le regole organizzative e l'integrazione dei contratti di investimento.....	125
---	-----

## SEZIONE II

### I RIMEDI SPECIFICI IN CASO DI VIOLAZIONE DELLE REGOLE DI ORGANIZZAZIONE

5.- I rimedi reali nel diritto italiano: artt. 1148 c.c. e 2038 c.c. ....	130
---	-----

6.- (Segue) I rimedi contrattuali: la risoluzione del contratto quadro. Cenni.....	141
--	-----

BIBLIOGRAFIA .....	144
--------------------	-----

INDICE DELLA GIURISPRUDENZA.....	168
----------------------------------	-----

INDICE DEI DOCUMENTI.....	171
---------------------------	-----

# CAPITOLO I

## L'ORGANIZZAZIONE INTERNA E LA PRESTAZIONE DEI SERVIZI D'INVESTIMENTO

SOMMARIO: – 1. La tutela degli investitori: tra “vecchie” soluzioni e “nuovi” approcci. – 1.1. Delimitazione del campo d’indagine. – 2. Dalla «professionalità» alla organizzazione interna degli intermediari finanziari. – 3. Le regole organizzative per la prestazione dei servizi di investimento: premessa. – 3.1. Il conflitto d’interessi. – 4. (Segue) Le altre regole organizzative: la regola di *best execution*. – 4.1. Il giudizio di adeguatezza e di appropriatezza. – 4.2. La classificazione della clientela. – 4.3. La gestione degli ordini. – 5. La “proceduralizzazione” dell’agire e le sue finalità: l’efficienza allocativa e la tutela degli investitori. – 5.1. Il piano dell’indagine.

### 1.- La tutela degli investitori: tra “vecchie” soluzioni e “nuovi” approcci.

La recente crisi dei mercati finanziari ha messo in evidenza, col fragore proprio di tutte le crisi, i limiti di un sistema finanziario improntato sul modello della *deregulation*<sup>1</sup>. L’eccessiva produzione di rischi da parte di banche e intermediari finanziari, nonché la loro dispersione in un mercato spesso persino incapace di valutarne (correttamente) la portata, ha determinato uno dei capovolgimenti finanziari più gravi degli ultimi decenni<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Numerosissimi sono stati gli studi sulle cause, dirette o indirette, e sulle implicazioni della crisi finanziaria; piace ricordare: ONADO, *I nodi al pettine: la crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari, 2009; AKERLOF, SHILLER, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, 2009; RAJAN-DIAMOND, *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies*, 2009, in *www.ssrn.com*, 5ss.; COFFEE, *Enhancing Investor Protection and The Regulation of Securities markets*, in *www.ssrn.com*, 16 ss.; The High Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, 2009, in *www.ec.europa.eu*, 10.

<sup>2</sup> Strumento indispensabile per la distribuzione dei rischi finanziaria è stata, come noto, la cartolarizzazione dei crediti. Così, nel corso degli anni '90 e del decennio appena trascorso, l’adozione sempre più frequente del modello *originate to distribute*, è stata tale da aver determinato un mutamento, ad oggi, permanente dell’organizzazione e delle strategie di sviluppo degli intermediari bancari. Il che peraltro si è accompagnato al sempre maggiore e frequente ingresso delle banche nel mercato dei servizi mobiliari, caratterizzato dall’assenza del rischio di insolvenza e di liquidità. Su questi temi cfr. MOTTURA, *Banche. Strategie, organizzazione e concentrazioni*, Milano, 2011, p. 207 ss.; e da un diverso punto di vista vedi URBANI, *I servizi, le attività di investimento e gli strumenti finanziari*, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2010, p. 431. In argomento, e per ampi riferimenti statistici, si veda lo studio, condotto su incarico del Commissario europeo per il mercato interno e i servizi finanziari, volto a valutare ipotesi di interventi strutturali nel settore bancario: *High-Level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Final report*, Brussels, 2 ottobre 2012, 11 ss., ove si rileva, tra l’altro e per quanto qui rileva, la crescita esponenziale delle attività del settore bancario dovute non già alle

Tralasciamo in questa sede tutte le molteplici questioni che la crisi ha posto, e concentriamo l'attenzione invece su quelle attinenti ai rapporti tra intermediari e clienti. Per vero, benché i prodotti finanziari responsabili della suddetta smisurata assunzione di rischio siano stati negoziati principalmente in mercati riservati a controparti professionali, per i quali (specie nel regime precedente all'implementazione della direttiva 2004/39/CE – d'ora in poi MiFID 1) non trovava applicazione il regime di protezione definito dal diritto speciale dei mercati finanziari<sup>3</sup>, va nondimeno considerato che la collocazione di prodotti altamente strutturati ha riguardato pure i risparmiatori c.d. *retail*<sup>4</sup>.

L'efficacia del sistema di tutela degli investitori è stata altresì messa a dura prova (almeno nel nostro ordinamento) da clamorosi *default* (di società e finanche Stati) – peraltro precedenti la crisi – che hanno dunque portato a esaltare il ruolo della giurisprudenza civile quale arbitro delle istanze risarcitorie promosse dagli investitori, dando luogo alla stagione del c.d. “risparmio tradito”<sup>5</sup>.

In questo contesto, da più parti e sempre con maggiore frequenza, è stato evidenziato il *deficit* di effettività degli strumenti di reazione riconosciuti ai risparmiatori, in presenza di comportamenti opportunistici degli intermediari. E così, tanto in Europa quanto negli USA, si è aperto un dibattito (tuttora in corso) che – pur tenendo conto delle

---

tradizionali attività delle banche commerciali, bensì all'incremento dell'attività di intermediazione mobiliare.

<sup>3</sup> Segnala tale circostanza PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. Soc.*, 2010, p. 522.

<sup>4</sup> CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria e nuove regole. Fine del modello originate to distribute?*, in *Diritto, mercato ed etica dopo la crisi*, a cura di Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2010, p. 248.

<sup>5</sup> DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi Cirio e Parmalat*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 331 ss. Non si può non ricordare come sia invero ricorrente il compimento di comportamenti opportunistici da parte degli intermediari che periodicamente agiscono «in modo disdicevole [...] determinando buchi spaventosi, dei quali, ovviamente, le principali vittime sono stati quanti ingenuamente si erano fidati di lusinghe e di agenti di facile eloquio»: SCHLESINGER, *Mercato finanziario e regolamentazione operativa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1992, I, p. 721.

peculiarità di ciascun sistema<sup>6</sup> – pone l'accento proprio sull'opportunità di assicurare una maggiore tutela agli investitori<sup>7</sup>.

L'emergere di tale esigenza pone all'attenzione dell'interprete (come pure del legislatore) la verifica dell'efficacia del paradigma tradizionalmente posto alla base della disciplina dei servizi di investimento: il riferimento è, con evidenza, alla *disclosure philosophy*, che, come un filo rosso, accomuna da sempre (anche se con le dovute differenze) la disciplina moderna dell'attività di intermediazione mobiliare negli ordinamenti europei e americano<sup>8</sup>. L'imposizione di obblighi di informazione a carico

---

<sup>6</sup> A tal riguardo, si segnala, ad esempio, che nel sistema americano il dibattito sull'introduzione di una maggiore tutela per gli investitori si è incentrato sul tema dell'unificazione dei diversi regimi normativi previsti per *broker-dealer* e *investment advisers*: sul tema, tra i tanti, vedi: B.BLACK, *How To Improve Retail Investor Protection After The Doddfrank Wall Street Reform And Consumer Protection Act*, in 13 U. Pa. J. Bus. L. 59, (2010), p. 59 ss.; THOMAS LEE HAZEN, *Stock Broker Fiduciary Duties And The Impact Of The Dodd-Frank Act*, in 15 N.C. Banking Inst. 47, (2011), p. 48; ID., *Are Existing Stock Broker Standards Sufficient? Principles, Rules, And Fiduciary Duties*, in 710 Colum. Bus. L. Rev. (2010), p. 711 ss.; HAROLD S. BLOOMENTHAL, *Fiduciary Standard of Broker Dealers and Investment Advisers*, in 5 Securities and Federal Corporate Law (2011), p. 33 ss.; R. JORDAN, *Thinking Before Rulemaking: Why The Sec Should Think Twice Before Imposing A Uniform Fiduciary Standard On Broker-Dealers And Investment Advisers*, in 50 U. Louisville L. Rev. 491, (2012), p. 492 ss.; ARTHUR B. LABY, *Fiduciary Obligations Of Broker-Dealers And Investment Advisers*, in 55 Vill. L. Rev. 701, (2010), p. 702 ss.; ID., *Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers*, in 65, The Business Lawyer (2010), p. 396 ss.; ID., *Sec V. Capital Gains Research Bureau And The Investment Advisers Act Of 1940*, in Boston University Law Review May, (2011), p. 1098; ID., *Selling Advice And Creating Expectations: Why Brokers Should Be Fiduciaries*, in 87 Wash. L. Rev. 707 (2012), p. 716 ss.; ELISSE B. WALTER, *Regulating Broker-Dealers And Investmentadvisers: Demarcation Or Harmonization?*, in 35 J. Corp. L. (2009), p. 2 ss.; *SEC-Study On Investment Advisers And Broker-Dealers*, January 21, 2011, p. 1 ss. Per completezza si segnala che nel marzo del 2013 la SEC pubblicato una richiesta di dati e analisi relative ai costi e ai benefici che potrebbero derivare dall'adozione di un uniforme dovere fiduciario in capo a *broker-dealers* e *investment advisers*.

<sup>7</sup> Cfr. *Summit on Financial Markets and the World Economy, Declaration*, Washington, November 15, 2008, in [www.g20.org](http://www.g20.org), n. 3. L'urgenza di provvedere a una revisione del sistema di tutela è affermata anche dal legislatore europeo e americano: a titolo esemplificativo, cfr. sec. 913(b), Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 2010; considerando n. 4 e 5, direttiva 2014/65/UE, con la quale, come noto, è stata in parte modificata e in parte sostituita la direttiva MiFID 1.

<sup>8</sup> LLEWELLYN, *The Economic Rationale of Financial Regulation*, FSA Occasional Paper, n. 1, 1999, in [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk), 21 ss.; PACCES, *Financial Intermediation in the Securities markets. Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, in 20 Int'l Rev. Law & Econ. (2000), p. 481 ss.; GRUNDMANN, *L'autonomia privata nel mercato interno: le regole di informazione come strumento*, in *Eur. dir. priv.*, 2001, p. 274ss.; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tr. dir. comm.*, diretto da Cottino, VIII, Padova, 2004, p. 8 ss. Merita di essere ricordato che la dottrina italiana aveva affrontato il tema dell'informazione in relazione alla portata della regola della correttezza precontrattuale enunciata dall'art. 1337 c.c., collocando in tale norma la fonte di generali obblighi di informazione durante le trattative per la generalità dei rapporti negoziali e successivamente in quelli, in particolare, del mercato finanziario: cfr., tra i tanti, PIETROBON, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Padova, 1963, p. 105 ss.; VISINTINI, *La reticenza nella formazione dei contratti*, Padova, 1972, p. 98; GRISI, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Napoli, 1990; SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, p. 167 ss.; DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, *passim*.



degli intermediari ha invero rappresentato l'architrave dell'intero sistema di tutela del risparmiatore<sup>9</sup>.

Così, il legislatore, attesa la posizione di inevitabile e generalizzata asimmetria informativa tra investitori e intermediari<sup>10</sup>, impone a questi ultimi degli obblighi di trasparenza che (seppur con le peculiarità e le differenze della regolamentazione tempo per tempo vigente) garantiscono ai clienti la possibilità di accedere a quante più informazioni possibili; informazioni concernenti non solo gli strumenti finanziari offerti, ma anche, in buona sostanza, la posizione soggettiva dell'intermediario, oltre alla natura e ai risultati del servizio<sup>11</sup>.

È affermazione ricorrente che la finalità precipua del legislatore, nel prevedere siffatto sistema di obblighi di informazione, non sia tuttavia quella di garantire agli investitori l'acquisizione definitiva delle competenze necessarie per la gestione autonoma e personale dei rischi finanziari assunti<sup>12</sup>. Obiettivo dichiarato del complesso sistema di

---

<sup>9</sup> Va detto che il tema degli obblighi informativi nei mercati finanziari non è invero proprio solo del rapporto tra intermediari e clienti, ma rileva altresì su un piano ancor più generale e con riferimento alle relazioni tra emittente e clienti e tra questi ultimi e gli altri operatori del mercato: su questi ultimi temi vedi per tutti PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1982, I, p. 6 ss.; ABBADESSA, *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1982, I, p. 305 ss.; PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003, *passim*; SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, *passim*.

<sup>10</sup> Come noto, tanto nell'ordinamento americano quanto in quelli europei, grande è stata la rilevanza riconosciuta nel corso del tempo al concetto delle asimmetrie informative, intesa quale dimensione dei rapporti tra gli operatori del mercato che giustifica l'intervento del diritto, al fine di assicurare l'effettiva concorrenza attraverso la comparazione dei beni e dei servizi. Si tratta dell'idea centrale della c.d. economica dell'informazione: cfr., per tutti, STIGLER, *The Economics of Information*, in 69 *Jour. Political Ec.* (1961), p. 212 ss. Secondo la teoria delle asimmetrie informative, l'intervento del diritto trova del pari piena giustificazione nella tendenza ad evitare che, realizzandosi fenomeni di *adverse selection* e *moral hazard*, si giunga a casi di *market failure*: cfr. il tradizionale lavoro di AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in 84 *Quarterly Journal of Economics* (1970), p. 488 ss.

<sup>11</sup> Per un commento agli obblighi d'informazione vigenti nel corso del tempo, vedi, tra i tanti: ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, p. 289 ss.; MIOLA, PISCITELLO, *sub art. 17*, in *L'Eurosì. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 1997, p. 117 ss.; ALPA, GUACCERO, *sub art. 17*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 119 ss.; ALPA, *sub art. 21*, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di Alpa – Capriglione, Milano, 1998, p. 212 ss.; MIOLA, *sub art. 21*, in *Testo Unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 158 ss.; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, *passim*.

<sup>12</sup> SARTORI, (nt. 11), p. 195, ove ulteriori riferimenti; *contra* DENOZZA, *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 157, il quale rileva che, stando alle caratteristiche della disciplina speciale che guarda al risparmiatore come a un "imprenditore", la finalità del legislatore sembra essere quella di incentivare i risparmiatori a imparare a proteggersi da soli.

trasparenza è invece quello di consentire agli investitori una scelta *consapevole* circa l'allocazione dei propri risparmi<sup>13</sup>.

Altrettanto riconosciuto è che il modello e le finalità dell'intervento legislativo così delineato si inseriscono (essendone state ampiamente influenzate) nell'ambito delle concezioni c.d. ordo-liberali, sviluppatesi a partire dagli anni Trenta del secolo scorso in seno alla Scuola di Friburgo. Secondo questa scuola di pensiero – che considera la condizione di concorrenza nei mercati non già un fenomeno naturale, bensì una condizione artificiale a cui tendere mediante l'intervento del legislatore – la concreta realizzazione del modello della concorrenza all'interno del mercato sarebbe ostacolata dall'esistenza di situazioni di asimmetrie informative. L'imposizione legislativa degli obblighi di trasparenza consentirebbe dunque di rimediare a tale disfunzione, garantendo la concretizzazione di una libera ed effettiva concorrenza nel mercato. Il presupposto di questa concezione – e, quindi, delle scelte regolamentari operate dal legislatore comunitario – risiede nella possibilità di postulare l'agire razionale dei singoli operatori del mercato; soggetti che, qualora dispongano di tutte le informazioni rilevanti, sarebbero in grado di assumere scelte razionali e in sintonia con un'efficiente allocazione delle risorse<sup>14</sup>.

Ciò detto, occorre subito precisare che, nel corso del tempo, numerose sono state le voci critiche sull'affermato legame tra informazione e conoscenza. In particolare, non sono mancati gli studi volti a dimostrare, *da un lato*, i rischi connessi a un eccesso di informazioni, che potrebbe minare la capacità dei risparmiatori di comprenderne

---

<sup>13</sup> Cfr., art. 28, comma 2, Regolamento Consob 1 luglio 1998, n. 11522; nell'attuale disciplina: art. 19, comma 3, Direttiva 2004/39/CE, ove si afferma: “*ai clienti o potenziali clienti vengono fornite[...]informazioni appropriate sull'impresa di investimento e sui relativi servizi, sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento [...], cosicché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa*”. Più in generale vedi: IOSCO Technical Committee, Bulletin Regarding Investor Protection in the New Economy, 2000, in [www.iosco.org](http://www.iosco.org), p. 11, ove, definendo il proprio compito, tale autorità rileva appunto l'importanza di garantire che gli investitori ricevano tutte le informazioni di cui necessitano per operare in modo consapevole. In dottrina, tra i tanti e nel corso del tempo: COLOMBO, *Tutela del risparmio e «controllo» della Consob*, in *Riv. Soc.*, 1988, p. 24; COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, p. 719; GRUNDMANN (nt. 8), p. 295, il quale considera i prestatori di servizi di investimento come intermediari informativi deputati alla rielaborazione delle informazioni complesse note al mercato; BUONOCORE, AMATUCCI, *I servizi finanziari: il punto di vista del giurista*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 43; PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, I, p. 760.

<sup>14</sup> La razionalità dell'agente economico è anche il presupposto della c.d. *efficient capital market hypothesis*. Sul punto, per una diffusa indagine v. PERRONE (nt. 9), p. 4 ss.

effettivamente il contenuto<sup>15</sup>; *dall'altro*, e su un piano ancor più generale, lo stesso postulato della razionalità individuale su cui poggia la teoria in esame è stato altresì messo in discussione<sup>16</sup>. Le riferite critiche hanno del resto trovato facili argomenti anche in considerazione della particolarità dei “beni” negoziati nel mercato finanziario: poiché infatti tali beni si distinguono proprio in virtù dell'inevitabile componente *credence*, l'acquirente non sarà del tutto in grado di avere piena consapevolezza delle caratteristiche del prodotto, nemmeno dopo l'acquisto, e ciò indipendentemente dalla quantità o qualità delle informazioni ricevute<sup>17</sup>.

Non stupisce allora che anche nella moderna legislazione speciale sia stato dato rilievo, al tempo stesso, a quegli strumenti di tutela degli investitori che prescindono dal mero meccanismo dell'informazione. È innegabile infatti che – tanto nella l. 1/1991 quanto poi nella direttiva 93/22/CEE e nelle norme di attuazione interne sia legislative che regolamentari – fossero altresì previste per l'intermediario (e sempre più

---

<sup>15</sup> Nella letteratura economica si veda: SIMON, *A Behavioral Model for Rational Choice*, in *Quart. J. of Econ.*, 1955, p. 99; MILLER, *The Magical Number Seven Plus or Minus Two: Some Limits to our Capacity of Processing Information*, in 101 *Psychology Review* (1956), p. 81.

<sup>16</sup> Il riferimento è agli studi di *behavioral economics* che, come noto, evidenziano come, in situazioni di incertezza, anche gli operatori professionali, benché informati, adotterebbero condotte irrazionali che si rifletterebbero in dinamiche dei prezzi altrettanto “irrazionali”. La paternità di questi studi è generalmente attribuita a DE BONDT, THALER, *Does the stock market overreact?*, in 40 *Journal of finance* (1985), p. 793 ss.; successivamente, tra i molti, cfr.: SHLEIFER, SUMMERS, *The noise Trader Approach to Finance*, in 4 *J. Econ. Persp.* (1990), p. 19 ss.; LANGEVOORT, *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, in 140 *U. Pa. L. RE.* (1992), p. 857 ss.; C. Jolls, C.R. Sunstein, R. Thaler, *A Behavioral Approach To Law And Economics*, in 50 *Stand. Law Review* (1998), p. 1473; CUNNINGHAM, *Behavioral Finance and Investor Governance*, in 59 *Wash & Lee L. Rev.* (2002), p. 774 ss.

<sup>17</sup> È ormai acquisita da tempo la classificazione dei beni elaborata dalla teoria economica secondo la quale, sulla base delle modalità con cui l'acquirente di un prodotto ne conosce l'effettiva qualità, è possibile individuare tre tipologie di beni: *i) search goods*: per i quali è sufficiente un'adeguata attività di ricerca prima dell'acquisto; *ii) experience goods*: per i quali occorre invece l'esperienza diretta e concreta dopo l'acquisto (es. automobili usate); *iii) credence goods*: per i quali non basta neanche l'esperienza personale poiché dopo il loro acquisto il cliente rimane comunque incapace di valutarne compiutamente la qualità (es. servizi professionali, servizi finanziari e assicurativi). Per l'individuazione delle dette categorie cfr. NELSON, *Information and consumer behavior*, in 78 *Journal of Political Economy* (1970), p. 311 ss.; e soprattutto DARBY, KARNI, *Free competition and the optimal amount of fraud*, in 16 *Journal of Law and Economics* (1973), p. 67, ai quali si deve l'individuazione della categoria dei *credence goods*. Per la diversa rilevanza che assume l'informazione nelle categorie di beni cfr. BECKER, *To what extent are consumer requirements met by public quality policy?*, in *Quality policy and consumer behavior in the European Union*, a cura di Becker, Kiel, 2000, p. 247 ss.; WEIN, *Consumer information problems-Causes and consequences*, in *Party autonomy and the role of information in the internal market*, a cura di Grundmann-Kerber-Weatherill, Berlin, 2001, p. 80 ss.; e con specifico riferimento ai *credence goods v., ex multis*: DULLECK, KERSCHBAUMER, *On Doctors, Mechanics, and Computer Specialists: The Economics of Credence Goods*, in 44 *Journal of Economic Literature* (2006), p. 5 ss.; COSTI (nt. 13), p. 720, ove riferimento alla natura di beni futuri dei prodotti finanziari; CESARINI, *I servizi finanziari: il punto di vista dell'economista*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 28. Sul tema cfr. anche: SPADA, *La circolazione della “ricchezza assente” alla fine del millennio (riflessione sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1999, I, p. 407 ss.

compiutamente) delle regole comportamentali, volte ad assicurare il rispetto di obblighi di *collaborazione* tra questo e il cliente: si delineava cioè un sistema normativo che, seppur incentrato sulla trasparenza, tendeva ad assicurare – già allora e sulla scorta, soprattutto, dell’esperienze anglosassone e americana – decisioni di investimento o di disinvestimento *consapevoli* da parte del cliente, mediante anche la *cooperazione gestoria* dell’intermediario<sup>18</sup>.

Lungo il solco così delineato si inserisce la direttiva MiFID 1, con la quale il regolatore europeo si è proposto di raggiungere un livello di armonizzazione ben maggiore di quello assicurato in passato. Tale direttiva detta, come noto, una disciplina anch’essa di fatto incentrata sugli obblighi di informazione, tanto da poter ritenere che il settore dei servizi di investimento sia tuttora caratterizzato «*dalla filosofia del c.d. «formalismo negoziale» e sconta pesantemente quel dogma del «contratto informato», che ormai da tempo ha soppiantato, in materia negoziale, quello della volontà»*<sup>19</sup>.

Nondimeno non va ignorato che, al contempo, si è assistito a una maggiore articolazione delle regole di comportamento imposte agli intermediari, le quali se, per un verso, danno concretizzazione al paradigma della trasparenza, per l’altro rafforzano quelle forme di tutela degli investitori non riconducibili alla logica del *caveat emptor*, bensì più corrispondenti a una visione di *cooperazione* tra intermediari e clienti. Emblematica in tal senso pare la nuova regola della adeguatezza, per la quale, a differenza di quanto avveniva in passato, viene ora previsto in sostanza un divieto di compimento

---

<sup>18</sup> La più attenta dottrina ha da sempre messo in luce questa evoluzione della disciplina: vedi: ANNUNZIATA (nt. 11), p. 438: ove l’autore acutamente afferma che “*non vi è chi non veda quale sia l’evoluzione che, rispetto al passato, integrano previsioni quali la know your customer o la suitability rule: si tratta di norme che non si accontentano di assicurare la semplice informazione del cliente, ma che accompagnano detta informazione ad un pregnante intervento dell’intermediario improntato alla collaborazione ed al supporto delle decisioni del cliente*”; DI CHIO, *Regole di comportamento del nuovo intermediario polifunzionale*, in *Le Società*, 1991, p. 589; REGOLI, *Aspetti comparatistici della disciplina del mercato finanziario dell’investimento*, in *Riv. Soc.*, 1994, p. 144 ss.; ancor prima dell’intervento del legislatore del 1991 cfr. ABBADESSA (nt. 9), p. 309 ss., ove l’autore già rilevava la necessità di attribuire all’intermediario una funzione di ausilio degli investitori nella interpretazione del significato dei dati disponibili al mercato.

<sup>19</sup> SARTORI, *Violazione delle regole informative e modello di responsabilità*, in *L’attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2010, p. 618; PERRONE, *Gli obblighi di informazione*, ivi, p. 499; ID., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, I, p. 373, il quale peraltro precisa che invero gli obblighi di informazione finiscono con l’aver un compito “pedagogico” rispetto all’esatta percezione, da parte del cliente, del significato segnaletico dei prezzi di mercato e dei possibili effetti patrimoniali derivanti dall’operazione di investimento; BUONOCORE, AMATUCCI (nt. 13), p. 36; CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID*. Profili sistematici, Padova, 2008, p. 13. In generale sul formalismo negoziale v.: PONTIROLI E DUVIA, *Il formalismo nei contratti dell’intermediazione finanziaria e il recepimento della MiFID*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 151 ss.

dell'operazione, là dove l'intermediario valuti quel determinato ordine di investimento e/o disinvestimento inadeguato al profilo del cliente.

In questo quadro di riferimento normativo e culturale, il verificarsi della recente crisi dei mercati finanziari ha ravvivato le critiche mosse alla c.d. *disclosure philosophy*, mostrandone con evidenza i limiti e l'intrinseca fragilità. Più in particolare, il collasso dei mercati finanziari ha dimostrato quanto poco reale possa essere lo stesso postulato alla base dell'approccio finora così tanto seguito nella disciplina dei servizi di investimento. In altre parole, la crisi ha messo in discussione il punto di partenza dell'intero paradigma della trasparenza, dimostrando come il modello dell'agente economico razionale (secondo cui, qualora l'operatore del mercato sia informato pienamente, le sue scelte saranno razionali ed efficienti) non trovi invero sempre riscontro nella realtà<sup>20</sup>. È del resto ancor più significativo il fatto che, complice la crescente opacità degli strumenti finanziari negoziati, i limiti cognitivi si siano manifestati segnatamente proprio tra gli operatori professionali del mercato, i quali, in teoria, avrebbero dovuto essere in grado di comprendere meglio degli altri i rischi assunti<sup>21</sup>.

Ciò ha mostrato con tutta evidenza la fallacia dell'assunto che l'operatore sofisticato, dotato di per sé delle conoscenze e informazioni adeguate, è in grado di agire razionalmente e – a maggior ragione – che l'investitore *retail*, seppur adeguatamente informato, possa assumere sempre scelte razionali.

D'altro canto, il diffuso ricorso agli obblighi di informazione ha aperto la strada a soluzioni giurisprudenziali che hanno cercato di superare il formalismo del sistema prediligendo un approccio di tipo sostanzialistico, specie là dove più forte si è presentata

---

<sup>20</sup> PERRONE, *Dalla trasparenza alla fiducia. Il diritto del mercato finanziario dopo la crisi*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario, a cura di Ginevra, p. 406; MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Milano, 2013, p. 38. Sui limiti dell'investitore nel comprendere esattamente i rischi dell'investimento finanziario cfr. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, p. 83 ss.; più in generale, sul tema della c.d. razionalità limitata degli investitori, vedi DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, 2002, p. 39 ss., ove ampi riferimenti.

<sup>21</sup> PERRONE (nt. 3), p. 525; BUONOCORE, AMATUCCI (nt. 13), p. 44, il quale fa riferimento a SCHWARCZ, *The alchemy of asset securitization*, in *Stanford Journ. L. Bus. & Fin.*, 1994, 1, p. 133; NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, p. 52. Va pure ricordato come anche le autorità comunitarie hanno evidenziato quanto la complessità dei prodotti finanziari, diffusi nel mercato, non trovi invero giustificazione nelle esigenze di investimento, specie dei clienti *retail*, ma sia piuttosto volta a generare una maggiore possibilità di profitto per emittenti e distributori: cfr., ad esempio, Economic Report n. 1 del 2013 dell'ESMA, "*Retailisation in the EU*".

l'esigenza di assicurare tutela ad investitori sprovveduti e con limitate risorse<sup>22</sup>. Siffatto approccio ha però condotto, al contempo, a soluzioni troppo condizionate dalla natura stessa dell'investitore, in quanto, se meno sprovveduti e con maggiori risorse, i clienti sono stati in pratica reputati capaci di scelte consapevoli, lasciando perciò tendenzialmente disattese le loro pretese risarcitorie<sup>23</sup>. È dunque chiaro che un approccio di questo tipo sia tendenzialmente insoddisfacente, non garantendo né piena tutela agli investitori al dettaglio (seppur facoltosi), né consentendo sempre di evitare che le pretese opportunistiche degli investitori (anche meno abbienti) abbiano successo.

In un simile contesto, negli ultimi anni, si è avviato un dibattito, sempre più nutrito, volto a delineare nuove risposte alla riferita esigenza di maggior tutela, pur rimanendo nell'ambito di un contesto normativo che – come detto – è tuttora incentrato sugli obblighi di informazione.

Così, sembra possibile delineare due distinti percorsi. La prima tendenza è quella che invoca la realizzazione di una maggior tutela mediante una regolamentazione incentrata sui prodotti finanziari, capace cioè di realizzare una tutela del mercato e degli investitori passando per il controllo degli schemi negoziali dei “prodotti” finanziari<sup>24</sup>. In tale ottica si colloca, tra gli altri, l'intervento speciale del legislatore italiano in materia di contratti finanziari derivati, sottoscritti da parte di enti pubblici territoriali, per mezzo del quale è determinata la tipologia di strumenti derivati che gli enti possono sottoscrivere<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> Segnala acutamente PERRONE, *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o «copertura assicurativa» per investimento sfortunato?*, in *Banca Impresa Società*, 2008, p. 391 che le soluzioni adottate dalla giurisprudenza della stagione del c.d. risparmio tradito hanno prediletto «scelte redistributive apertamente a beneficio del piccolo risparmiatore, capaci, appunto, di sconfinare – a prescindere dalle intenzioni – in una «copertura assicurativa» per investimento sfortunato».

<sup>23</sup> Vedi i risultati di un'indagine statistica condotta sugli esiti del “torrente” giurisprudenziale che ha caratterizzato la stagione del c.d. risparmio tradito: cfr. AA.VV., *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di Perrone, Milano, 2008 p. 150 ss.; PERRONE, VALENTE, *Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts*, in *European Business Organization Law Review*, (2012), 13, p. 31 ss.

<sup>24</sup> NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Diritto banca e merc. finaz.* 2009, I, p. 13 ss.; M.RESCIGNO, *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in *AGE*, 2009, p. 159; GUARRACINO, *Globalizzazione, mercato e contratto: la tutela del risparmiatore al tempo della internalizzazione dei sistemi economici*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013, 636; BAR GILL, WARREN, *Making Credit Safer*, in 157 U. Penn. L. Rev. (2008), 23 e 99 ss.; WILLIS, *Against Financial-Literacy Education*, in 94 Iowa L. Rev. (2008), p. 267 ss. Rilevano questa tendenza: LENER, LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, p. 370.

<sup>25</sup> Cfr. art. 62, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito con l. 6 agosto 2008, n. 133, successivamente sostituito dall'art. 3, comma 1, della l. 22 dicembre 2008, n. 203. Va detto che la tendenza a garantire tutela agli investitori (specie *retail*) per mezzo di limiti e condizioni alla commercializzazione di determinati prodotti finanziari ha recentemente acquistato maggiore importanza. Si vedano segnatamente: i) gli artt. 16, 24 e

Altra possibile risposta è poi data dal maggior spazio riconosciuto all'elemento (pur sempre presente) della cooperazione degli intermediari con i propri clienti. Si vuole cioè fare qui riferimento alla tendenza della normativa primaria e secondaria – nonché della dottrina – di riservare, in un'ottica strettamente bilaterale e negoziale, sempre maggior rilievo all'assistenza che l'intermediario assicura ai clienti nelle loro scelte di investimento. Altrimenti detto: la tendenza è quella di valorizzare il più possibile l'affidamento di fonte contrattuale che caratterizza il rapporto tra intermediari e clienti.

Il che vale, seppur con intensità diversa, per tutti i servizi di investimento, pure per quelli che *prima facie* potrebbero sembrare estranei a questa logica (ad es. la negoziazione per conto proprio o il collocamento di strumenti finanziari presso il pubblico)<sup>26</sup>. Cosicché l'intero sistema delle regole comportamentali è influenzato dagli obblighi di cooperazione, tanto che «in questa linea normativa vi è la conferma del fatto che, per i consumatori/risparmiatori, il problema principale non è quello di potere scegliere liberamente e consapevolmente un prodotto finanziario anziché un altro, bensì quello di potersi affidare quasi per intero ad un intermediario di fiducia»<sup>27</sup>.

Tutto ciò porta a superare, per ogni tipo di servizio d'investimento, la logica dello scambio in favore appunto di quella della cooperazione, e dà applicazione al dovere generale di servire al meglio l'interesse dei clienti<sup>28</sup>.

---

71, Direttiva 2014/65/UE; ii) l'Opinion ESMA in materia di “*Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements*”, pubblicata il 27 marzo 2014; e Opinione ESMA “*MiFID practices for firms selling complex products*”, pubblicata il 7 febbraio 2014; iii) il Documento di consultazione Consob “*Sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti retail*” del maggio 2014 e ora la Comunicazione Consob n. 0097996 del 22 dicembre 2014.

<sup>26</sup> MINNECI (nt. 20), p. 78; 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 Ginevra, Milano, 2012, p. 366.

<sup>27</sup> LIBERTINI, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in  *Mercati finanziari e professione del consumatore*, a cura di Grillo, Milano, 2010, p. 44, da cui la citazione; NATOLI, (nt. 21), p. 58.

<sup>28</sup> MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Maffeis, Torino, 2011, p. 233; MINNECI (nt. 20), p. 79, il quale – va detto – precisa poi che l'interesse dell'investitore va inteso in senso oggettivo e non meramente soggettivo poiché «l'oggettivazione del risultato utile per l'investitore appare in grado di offrire il fondamento razionale sia per la vigilanza pubblicistica sui comportamenti dell'intermediario, sia per il potere sanzionatorio attribuito all'Autorità preposta a tale vigilanza». In tal senso pure SCOGNAMIGLIO, *Sulle regole di condotta degli intermediari finanziari (regole di condotta e regole di organizzazione; clausole generali e disposizioni particolari)*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 124, secondo cui appunto «il comportamento diligente, corretto e trasparente del singolo intermediario nel rapporto con i propri clienti rileva non solo sul piano interindividuale, ai fini dell'adempimento degli obblighi “privatistici” nei confronti di questi ultimi, ma anche ai fini generali, corrispondendo la correttezza e l'integrità del mercato sicuramente ad un interesse di carattere generale».

Anche la Consob si è mossa lungo questo percorso, adottando orientamenti interpretativi volti ad ampliare in buona sostanza l'ambito di applicazione della regola di adeguatezza. Il che si inserisce con evidenza nella tendenza a dare maggiore rilievo all'elemento protezionistico, e dunque a riconoscere centralità al fattore della collaborazione. In questo solco si inserisce sia il documento col quale l'Autorità di controllo ha dettato alcuni chiarimenti in materia di consulenza c.d. incidentale (Consob, *Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti – esito delle consultazioni – 30 ottobre 2007*<sup>29</sup>), sia la comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 (*Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*).

Col primo documento, l'Autorità di vigilanza ha precisato che anche la c.d. consulenza incidentale o "spot", che sia eventualmente resa nell'ambito della prestazione di altri servizi di investimento, va ricondotta al servizio di consulenza, sicché, anche per tali ipotesi, troverà applicazione il regime dell'adeguatezza, quand'anche il servizio formalmente prestato non richieda tale tutela<sup>30</sup>. La seconda comunicazione prevede invece in buona sostanza che in caso di compimento di operazioni d'investimento particolarmente sofisticate e rischiose – come ad es. la negoziazione di derivati – le stesse «presuppongono intrinsecamente che lo strumento finanziario sia presentato come adatto alla clientela»; il che richiede comunque «l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza».

Ma il sistema normativo dei servizi d'intermediazione contempla altresì un ulteriore fattore. Va in effetti rilevato che la prestazione di tutti i servizi di investimento è condizionata inevitabilmente dal rispetto da parte dei soggetti abilitati di regole (imposte dal legislatore primario o secondario oppure autodeterminate dallo stesso intermediario) aventi ad oggetto la definizione delle procedure e delle misure organizzative interne che

<sup>29</sup> Detto documento ripropone in realtà quanto stabilito in sede comunitaria dal Cesr's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/CE on Markets in Financial Instruments, Aprile 2005.

<sup>30</sup> In argomento v.: DE MARI, *La "nuova" consulenza in materia di investimento tra fattispecie e disciplina*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di De Mari, Padova, 2009, p. 153; SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banc. e merc. finan.*, 2009, p. 383; PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 1021 ss.; ANNUNZIATA, *Il nuovo regolamento consob sui consulenti finanziari (artt. 18-bis e 18-ter Tuf)*, in *Corr. giur.*, 2010, 3, p. 285.



presiedono allo svolgimento dei servizi medesimi. Si tratta, in altri termini, di rilevare che le modalità con cui i singoli intermediari organizzano la propria struttura interna non sono lasciate alla loro autonoma valutazione, poiché sono viceversa condizionate da norme legislative e regolamentari che – pur assicurando un certo margine di discrezionalità – vincolano l'intermediario.

Orbene, in un contesto normativo in cui la tutela degli investitori è da sempre stata centrale nella definizione delle regole e nella valutazione dei comportamenti dei soggetti abilitati, non si può non porre l'interrogativo se pure alla previsione di tali regole non debba riconoscersi uno specifico ruolo nell'assicurare tutela agli investitori, e dunque nel garantire il buon funzionamento del mercato.

Del resto, l'importanza di tale elemento è stata già colta puntualmente dalla dottrina: tanto nel passato, quanto soprattutto nel regime attuale (dove ha acquistato maggiore rilievo) è stato infatti sempre evidenziato come la previsione di regole di organizzazione fosse un tratto sempre più importante del sistema poiché tali regole, definendo la struttura interna, influenzano in concreto il comportamento degli intermediari nei rapporti con i propri clienti<sup>31</sup>.

Può dirsi, così, che se diversa è stata nel corso del tempo la rilevanza riservata a tali tipi di regole da parte del legislatore primario e secondario, è stata invece costante (ed ormai pienamente acquisita) la considerazione che il rispetto da parte degli intermediari delle regole esterne di comportamento nella prestazione dei servizi d'investimento presuppone la definizione e l'applicazione di misure organizzative interne.

Ciò detto, accade tuttavia che, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, la valutazione circa il rispetto di tali regole ha condizionato solo il giudizio sulla diligenza dell'intermediario nell'ambito delle pretese dei clienti per le affermate violazioni delle

---

<sup>31</sup> Per la ricorrente affermazione della centralità delle regole di organizzazione vedi, tra i tanti: SCOGNAMIGLIO (nt. 28), p. 136; RABITTI BEDOGNI, *Dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 32; LEGGIERI, *Best execution e gestione degli ordini*, ivi, p. 535; LENER, LUCANTONI (nt. 24), p. 373. Va ricordato che la più attenta dottrina aveva già colto l'importanza dell'organizzazione interna anche in passato: cfr. SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. Soc.*, 1994, p. 796 ss.; ANNUNZIATA, *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 636, il quale appunto rileva che «la protezione del risparmiatore non risulta, per tale via, esclusivamente affidata al rispetto di pregnanti regole di condotta, ma poggia anche sull'organizzazione interna del soggetto che presta il servizio, nella convinzione che, là dove tale ultimo elemento sia ben articolato e strutturato, ne risulti agevolato anche il rispetto delle regole di comportamento»; PATRONI GRIFFI, «*Organizzazione interna*» degli intermediari mobiliari, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 45 ss.

regole di comportamento gravanti sugli intermediari<sup>32</sup>. Per contro, la valutazione diretta circa il rispetto – in quanto tale – delle regole di organizzazione è stata operata solo dall’Autorità di controllo in sede di irrogazione di sanzioni amministrative per la violazione di obblighi di comportamento<sup>33</sup>.

Se ne ricava allora l’evidente opportunità di avviare una specifica indagine sulle regole di organizzazione interna rilevanti nella prestazione dei servizi d’investimento, al fine di verificare se il loro corretto inquadramento non possa dare un contributo al dibattito oggi in corso sul modo di assicurare maggiore equilibrio al sistema di tutela degli investitori.

### 1.1 Delimitazione del campo d’indagine.

Nel nostro ordinamento, come noto, la prestazione professionale dei servizi di investimento nei confronti del pubblico è attività riservata a un certo numero di soggetti in possesso di determinate caratteristiche e strutture organizzative, vagliate dalle autorità competenti in sede di autorizzazione.

È vero che le regole di comportamento, così come quelle di organizzazione relative alla prestazione dei servizi d’investimento, sono per lo più comuni a tutti i soggetti autorizzati, sicché la successiva indagine è in sé valevole per tutti coloro che prestano tali servizi. Cionondimeno, va rilevato che un’analisi delle norme aventi ad oggetto

---

<sup>32</sup> SCOGNAMIGLIO, *Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. De Mari, Padova, 2009, p. 20, secondo cui appunto «l’eventuale inosservanza di un siffatto obbligo, quand’anche non costituisca, di per sé sola, un’autonoma, specifica fonte e causa di responsabilità dell’intermediario per i danni patiti dal cliente, può tuttavia valere a connotare in termini di colpa, più o meno grave, la violazione da parte dell’intermediario stesso degli altri obblighi di comportamento a cui esso è tenuto»; INZITARI, *Sanzioni Consob per l’attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, in *Giur. It.*, 2009, p. 1693 ss; NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla consulenza nell’erogazione del credito?*, in *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?*, Torino, 2011, p. 43.

<sup>33</sup> Cfr. *App.* Milano, decr. 13 novembre 2008, in *www.ilcaso.it*, che ha confermato le sanzioni amministrative inflitte da Consob ai vertici aziendali di una banca per la mancata adozione di procedure interne adeguate nella negoziazione di contratti derivati OTC; *App.* Venezia, decr. 16 luglio 2008, in *www.ilcaso.it*, che ha confermato le sanzioni irrogate dalla Consob per la mancata adozione di procedure interne adeguate per la corretta prestazione dei servizi (più in particolare: *i*) mancanza di adeguata procedura per individuare l’idoneità dei derivati alle esigenze del cliente; *ii*) mancanza di adeguata procedura per la verifica della dichiarazione di operatore qualificato resa ai sensi dell’art. 31 Reg. Consob n. 11522/1998); Cass., 22 agosto 2012, n. 1460512, in *www.dirittobancario.it*.

l'organizzazione interna del soggetto dovrebbe anche tener conto delle peculiarità, ove esistenti, di ciascun soggetto.

Si rende pertanto opportuno compiere una delimitazione del campo della presente indagine, avvisando così il lettore che la successiva analisi sarà limitata alle regole di organizzazione interna, rilevanti nella prestazione dei servizi di investimento che trovano applicazione per le società di intermediazione mobiliare e per le banche.

## **2.- Dalla «professionalità» alla organizzazione interna degli intermediari finanziari.**

Pare opportuno prendere le mosse constatando che, nel nostro ordinamento, l'evoluzione da una regolamentazione del mercato finanziario ancora tutto sommato "primitiva" a una sua disciplina moderna – in linea con gli ordinamenti più all'avanguardia – ha avuto, come passaggio decisivo, la formulazione di un insieme di regole, volte a definire tra l'altro l'assetto organizzativo del soggetto cui veniva riservata l'intermediazione mobiliare. La centralità della struttura organizzativa dell'intermediario in un contesto moderno di mercato è stata perciò da subito avvertita dal legislatore.

Si vuole fare qui riferimento al cambio di impostazione nella disciplina degli intermediari mobiliari realizzato dalla c.d. legge Sim: prima della entrata in vigore di questa legge, infatti, l'intermediazione mobiliare (o quanto meno l'operatività nei mercati borsistici) era affidata agli agenti di cambio; persone fisiche la cui condotta veniva normata in buona sostanza dal codice civile e dagli usi di borsa<sup>34</sup>. Successivamente, invece, il soggetto intermediario posto al centro dei mercati finanziari è diventato non solo persona giuridica (nella forma della s.p.a. o della s.a.p.a.), bensì anche soggetto per il quale l'elemento organizzativo ha acquistato una funzione preminente.

---

<sup>34</sup> In mancanza di una disciplina speciale, le disposizioni del codice civile di cui veniva fatta applicazione erano: *i*) le regole del mandato; *ii*) alcuni obblighi previsti in tema di mediazione e di commissione. In tale contesto, un ruolo importante veniva giocato dalla giurisprudenza, chiamata a colmare le inevitabili lacune ricorrendo a interpretazioni estensive o analogiche delle norme. Per un'ampia illustrazione della disciplina applicabile agli agenti di cambio, cfr. per tutti: BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa*. Il riporto, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura Cicu-Messineo, Milano, 1969, *passim* e spec. p. 294 e ss.; v. anche COLTRO CAMPI, *Che cosa rimane degli usi di borsa?*, in *Riv. Soc.*, 1992, p. 640 ss. Per la descrizione dell'evoluzione storica che ha portato all'adozione della legge Sim cfr., anche per ampi riferimenti comparatistici, CERA, *Le società d'intermediazione mobiliare*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, X, Torino, 1993, p. 9 ss.; ANNUNZIATA (nt. 11), p. 233 ss.; LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 147 ss.

L'importanza della novità così segnata dalla legge in parola non è passata di certo inosservata in letteratura. Difatti, è stato acutamente osservato come tale legge attribuisse un ruolo centrale non solo alle regole di organizzazione generale del soggetto imprenditore, quanto piuttosto alle specifiche previsioni volte a stabilire le modalità concrete (o almeno, a definirne gli obiettivi) con le quali il soggetto intermediario avrebbe dovuto svolgere la propria attività in favore degli investitori. In altri termini, (sempre secondo la dottrina richiamata) le norme primarie e quelle secondarie adottate da Consob e Banca d'Italia arrivavano a disciplinare la stessa organizzazione "interna" del soggetto, delineando così i profili operativi e gestionali della prestazione dell'attività di intermediazione mobiliare (oggi diremmo, della prestazione dei servizi di investimento)<sup>35</sup>. Ciò era assicurato segnatamente da quelle norme della legge in questione che disciplinavano la c.d. separazione organizzativa interna, nonché il ruolo e la funzione del c.d. controllore interno<sup>36</sup>.

In effetti, i rilievi della dottrina evocata colgono nel segno e consentono di rilevare una caratteristica specifica della disciplina dell'imprenditore-intermediario; peculiarità che se, per un verso, dalla legge Sim in avanti, ha acquisito sempre maggiore ed esplicita rilevanza nel sistema, per l'altro, sembra invero giungere a delineare un elemento distintivo dell'imprenditore-intermediario mobiliare rispetto agli altri imprenditori commerciali.

Prima di approfondire i detti risvolti, tuttavia, pare opportuno definire più nello specifico cosa si intenda con le espressioni "organizzazione interna" e "organizzazione

---

<sup>35</sup> ANNUNZIATA (nt. 31), p. 635, ove peraltro l'autore, occupandosi specificamente del tema in esame, richiamava altresì il dibattito allora in corso in merito alla qualità di imprenditore in senso tecnico dell'agente di cambio, evidenziando appunto come – seguendo la tesi negativa – l'agente di cambio sarebbe stato sottratto anche ai più elementari obblighi organizzativi (come la tenuta delle scritture contabili), previste per gli imprenditori: sicché ancor più evidente sarebbe stata la differenza di impostazione della legge Sim rispetto alla legislazione precedente. Segnalano tale mutamento nella legislazione: DICATALDO, *Lo «statuto speciale» delle Sim*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1992, I, p. 765; più recentemente, per tutti, COSSU, *La «Gestione di portafogli di investimento» tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002, p. 27.

<sup>36</sup> Cfr. art. 6, lett. h), secondo cui le S.I.M. nello svolgimento delle loro attività «devono predisporre ed osservare procedure organizzative idonee ad assicurare il controllo interno sulla propria attività e su quella dei propri dipendenti»; art. 9, comma 2, lett. b), ove si afferma che le regole di comportamento imposte da Consob alle S.I.M., nello svolgimento della loro attività, devono garantire che «nello svolgimento delle suddette attività non si abbia scambio di informazioni e di responsabilità di gestione tra chi opera nelle diverse attività»; art. 9, comma 5, lett. c), secondo la Banca d'Italia avrebbe determinato «criteri contabili ed organizzativi che assicurino la separazione delle varie attività esercitate e delle connesse responsabilità di gestione».

generale” dell’intermediario<sup>37</sup>. In proposito, atteso che le nozioni in gioco sono proprie della scienza economico-aziendale e dato anche il poco spazio riservato dalla dottrina giuridica all’argomento, non si può fare a meno di volgere l’attenzione, appunto, ai risultati raggiunti dalla dottrina aziendalistica, alle cui categorie appartengono più propriamente quelle in esame.

Orbene, concordemente con quanto messo in evidenza da certa dottrina, nell’assetto organizzativo dell’impresa si può distinguere la c.d. “struttura organizzativa”, da un lato, e i “meccanismi di coordinamento”, fra cui le procedure, dall’altro<sup>38</sup>. Altrimenti detto: l’impianto organizzativo generale di un’impresa può essere analizzato sia sul piano – per così dire – “anatomico”, e perciò *statico*, delle macro e micro strutture che regolano la vita dell’azienda; sia sul piano “fisiologico”, e dunque *dinamico*, attinente ai meccanismi di coordinamento: tra cui appunto assumono un ruolo preminente le procedure interne.

Così, gli elementi statici della macrostruttura organizzativa (quali, l’organigramma, l’individuazione delle unità organizzative e il loro dimensionamento, la presenza, composizione e funzione dei comitati interni) e della microstruttura (vale a dire, le varie attività aziendali e il loro raggruppamento in insiemi di compiti che definiscono le mansioni e i ruoli), rappresentando i dati maggiormente stabili del sistema organizzativo, contribuiscono in maniera decisiva a definire il “chi” e il “cosa”: *che cosa* il sistema organizzativo si prefigge di realizzare e *chi* sia preposto a farlo<sup>39</sup>. Il “come” – ossia le modalità operative dell’impresa, le sue regole di comportamento, i modi effettivi di realizzazione di un processo o un’attività – afferisce invece al piano “fisiologico”, all’aspetto *dinamico* dell’organizzazione. Insomma, è possibile affermare che i meccanismi di coordinamento (tra cui le procedure) siano formate da «un insieme di operazioni opportunamente raggruppate e collegate, definite nelle loro premesse

---

<sup>37</sup> La questione, sebbene poco approfondita dalla dottrina giuridica, è peraltro anche rilevante per il riparto di competenze in tema di vigilanza tra Banca d’Italia e Consob così come definito dall’art. 6, comma 2-ter, Tuf, ai sensi del quale a Consob è attribuita l’esercizio della vigilanza in materia di procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi e delle attività di investimento; mentre alla Banca d’Italia quella in materia di requisiti generali di organizzazione, continuità dell’attività, organizzazione amministrativa e contabile, gestione del rischio dell’impresa e *audit* interno. In argomento vedi: ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, p. 54 ss.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 413 ss.; D’AMBROSIO, *La vigilanza*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino e Rabitti Bedogni, Milano, 2004, p. 60; TAMBUCCI, *Il ruolo della Consob e il rapporto con la Banca d’Italia*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, Autorità di vigilanza e conflitti di interesse*, a cura di F. Del Bene, Milano, 2009, p. 235 ss.

<sup>38</sup> MINTZBERG, *La progettazione dell’organizzazione aziendale*, Bologna, 1996, p. 125.

<sup>39</sup> Cfr. RUGIADINI, *Organizzazione d’impresa*, Milano, 1979, p. 68; FONTANA, *I meccanismi operativi aziendali*, Roma, 1988, p. 36.

informative e decisionali, collocate in un processo operativo finalizzato a un determinato risultato nel quale sono coinvolte una molteplicità di entità organizzative»<sup>40</sup>. Il che realizza una standardizzazione nell'operare dell'imprenditore, che riduce al minimo la parte dell'attività dipendente da valutazioni empiriche e/o soggettive estemporanee, e lega viceversa lo svolgimento dell'attività a valutazioni razionali e programmate<sup>41</sup>.

Tanto chiarito, il riferimento alla regolamentazione dell'organizzazione interna da parte del legislatore acquista ora maggiore significato: con tale espressione ci si vuole riferire al fatto che i modelli operativi (*recte* le procedure interne) relativi alla prestazione dei servizi di investimento non sono lasciati, in tutto e per tutto, all'autonomia dell'imprenditore-intermediario, essendo invece quest'ultimo tenuto a rispettare criteri, modalità e obiettivi stabiliti da norme di legge o regolamenti<sup>42</sup>. Del resto, anche la giurisprudenza ha avuto modo di affermare, in buona sostanza, che l'obbligo degli intermediari di dotarsi di procedure interne (volte ad assicurare il rispetto di determinate finalità nello svolgimento dei servizi) si sostanzia nell'obbligo di dotarsi di un «complesso di disposizioni organizzative e di strumenti atto ad assicurare che la prestazione dei servizi di investimento resi sia conforme a tutte le norme comportamentali»<sup>43</sup>.

Ebbene, tralasciando l'analisi delle norme riguardanti l'organizzazione generale dell'intermediario (quelle, come detto, inerenti a macrostruttura e microstruttura, nonché quelle relative alla *governance* degli intermediari<sup>44</sup>), va rilevato, come sopra accennato,

---

<sup>40</sup> FONTANA (nt. 30), p. 45.

<sup>41</sup> GALBRAITH, *Organization Design*, Addison-Wesley, 1977, p. 8; BIANCHI, *Organizzazione e tecnica di analisi delle procedure aziendali*, Milano, 1991, p. 56, il quale peraltro evidenzia come qualsivoglia procedura dovrà comunque essere attuata da un essere umano per il quale l'operazione non sarà mai in tutto e per tutto uguale alla precedente a prescindere da quante volte la stessa sia ripetuta.

<sup>42</sup> Per una recente analisi del tema qui in esame che tiene conto della richiamata elaborazione della dottrina aziendalistica cfr. Turi e Adria, *Organizzazione e procedure per la corretta e trasparente prestazione dei servizi*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 325 ss., spec. 332 e ss., i quali tuttavia non includono nell'analisi condotta anche la disciplina in materia di conflitti di interessi.

<sup>43</sup> Così App. Milano, 13 dicembre 2006, in *Bollettino Consob*, 2 dicembre 2006, p. 39.

<sup>44</sup> Analizzano specificamente i profili di *governance* degli intermediari alla luce del regolamento congiunto L.A.BIANCHI, *Appunti sul governo societario delle SGR*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 287; SCOGNAMIGLIO, *Recenti tendenze in materia di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 137 ss.; STELLA RICHTER, *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di De Mari, Padova, 2009, p. 47; RUTIGLIANO, *Organizzazione, governo societario e controlli interni negli intermediari finanziari: eccesso di regolamentazione o fallimento dell'autodisciplina?*, ivi, p. 61 ss.; DE MARI, *Adeguatezza degli assetti societari e profili di responsabilità degli organi sociali*, in *Il nuovo dir. soc.*, 2009, p. 51; sulla funzione di *compliance* e *audit* intero si veda, tra i tanti: FALCONE, *La "compliance" nell'attività bancaria e nei servizi*

che lo spazio accordato dal legislatore alla disciplina delle procedure organizzative interne rilevanti per la prestazione dei servizi è stato, a partire dalla legge Sim, via via crescente. Nel sistema attuale, infatti, la previsione di norme attinenti l'organizzazione interna interessa la prestazione dei servizi già nel momento iniziale dell'autorizzazione del soggetto intermediario, per poi proseguire nella prestazione effettiva dei servizi medesimi, fino all'eventuale momento sanzionatorio in caso di inosservanza delle stesse.

Dalla norma che, tra l'altro, rimette a Consob e alla Banca d'Italia sia la regolamentazione delle procedure interne per assicurare la corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento, sia quelle per la gestione dei conflitti di interesse (art. 6, comma 2-*bis*, Tuf); nonché dall'art. 19, lett. e), Tuf che, nell'ambito della valutazione della richiesta di autorizzazione alla prestazione dei servizi, incarica Consob di valutare segnatamente le «procedure adottate per l'esercizio dell'attività e dei tipi di servizi accessori» che l'ente intende svolgere<sup>45</sup>; e, infine, dalla disposizione che impone agli intermediari di disporre, durante la prestazione dei servizi, di risorse e procedure idonee ad assicurare il loro efficiente svolgimento (art. 21, comma 1, lett. d), Tuf)<sup>46</sup> si ricava che l'elemento dell'organizzazione interna assume carattere distintivo per l'intera attività d'impresa dell'intermediario, sin dal suo inizio.

Lo stesso vale anche per le banche che, nel territorio italiano, prestano servizi di investimento, per le quali la Banca d'Italia (competente, come noto, ad autorizzare lo svolgimento dei servizi di investimento da parte delle banche) ha previsto norme che impongono requisiti organizzativi interni sostanzialmente equivalenti a quelli dettati per le S.I.M.<sup>47</sup>.

---

*di investimento*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, p. 221 ss.; BOCCUZZI, *La funzione di compliance: il presidio dei rischi aziendali e l'evoluzione della normativa Basilea 2 e MiFID*, in *Bancaria*, 2/2008, p. 33 ss.

<sup>45</sup> Vedi poi anche la normativa regolamentare e, in particolare, l'art. 8, Regolamento Consob 29 ottobre 2007, n. 16190 (d'ora in poi Regolamento Intermediari) che tra la documentazione da allegare alla domanda di autorizzazione menziona la descrizione del «programma concernente l'attività iniziale, ivi compresa l'illustrazione dei tipi delle operazioni previste, delle procedure adottate e dei tipi di servizi accessori che si intende esercitare», redatto secondo uno specifico schema allegato al Reg. Int.

<sup>46</sup> Tale previsione, come noto, è poi ulteriormente dettagliata dalla disciplina regolamentare: cfr., tra le norme che si occupano su un piano generale degli aspetti organizzativi, l'art. 5, Regolamento Banca d'Italia e Consob 29 ottobre 2007 (nel seguito Regolamento Congiunto), che definisce i requisiti generali di organizzazione che devono possedere gli intermediari, tra cui si ricordano le «politiche e procedure volte ad assicurare che il personale sia provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per l'esercizio delle responsabilità loro attribuite»; l'art. 15, Reg. Congiunto che, specificamente, è dedicato alle generali procedure interne che l'intermediario deve seguire nello svolgimento dei servizi di investimento.

<sup>47</sup> Più in particolare, per i contenuti della istanza di autorizzazione alla prestazione dei servizi da parte di banche italiane, si veda: la sez. B delle Disposizioni di vigilanza in materia di prestazione dei servizi e delle

Orbene, quali siano le finalità a cui, secondo quanto previsto dalla normativa di settore, debba tendere l'organizzazione interna degli intermediari lo vedremo nel seguito dell'indagine. Preme qui invece subito chiarire se la costante rilevanza attribuita alle procedure interne abbia o meno, nel nostro ordinamento, un rilievo oltre che descrittivo, anche *distintivo* dell'attività d'intermediazione mobiliare.

A tal riguardo, è utile prendere le mosse constatando che l'organizzazione interna delle società è un elemento generalmente tralasciato dalla disciplina delle società.

L'unica (ma di certo importante) eccezione è data dalle norme di cui all'art. 2381, commi 3 e 5 c.c. Tali norme, definendo l'articolazione delle competenze in caso di delega di funzioni, rimettono infatti al consiglio di amministrazione la valutazione degli «assetti organizzativi» approntati dagli organi delegati, che hanno perciò il compito di «curare» che l'organizzazione della società sia adeguata alle caratteristiche dell'impresa<sup>48</sup>.

Atteso il diverso ruolo riservato alla organizzazione interna nella disciplina speciale e in quella generale, si tratta allora di comprendere se l'ordinamento giunga a considerare l'adozione di una specifica organizzazione interna come elemento costitutivo dell'attività di prestazione dei servizi di investimento nel mercato mobiliare.

Così impostata la questione, viene subito in rilievo quanto previsto dall'art. 18 Tuf, che riserva a banche e imprese di investimento «l'esercizio professionale» e «nei confronti del pubblico» dei servizi di investimento. Occorre allora definire segnatamente se il riferimento operato dalla norma in parola all'elemento della «professionalità» vada

---

attività di investimento da parte delle banche del 2 luglio 2009; il cap. 2, tit. V, Istruzioni di Vigilanza, n. 229 del 21 aprile 1999, dedicato alla prestazione dei servizi di investimento.

<sup>48</sup> Pongono specifica attenzione al tema degli assetti organizzativi interni nell'ambito delle norme di cui all'art. 2381 c.c.: ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega gestoria*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum* G.F.Campobasso, II, Torino, 2007, p. 489 ss.; BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381 c.c., commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 5 ss.; LIBONATI, *La società e l'impresa*, Milano, 2004, p. 264, secondo cui, introducendo la disposizione sugli assetti interni, il legislatore avrebbe mirato a favorire la predisposizione di un'impresa «procedimentalizzata nel suo svolgimento, trasparente per un sistema gerarchico di riporti, formalizzata così da consentirne controlli di regolarità (anche) *a priori* e di efficienza *a posteriori*»; BARACHINI, *La gestione delegata nelle società per azioni*, Torino, 2008, *passim*; IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005, *passim*; SFAMENI, *Idoneità dei sistemi organizzativi e sistema di controllo interno*, in *AGE*, 2009, p. 265; MOZZARELLI, *Appunti in tema di rischio organizzativo*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum* Antonio Piras, Torino, 2010, p. 730; KUTUFA', *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, *ivi*, p. 710; MERUZZI, *Agire informato e organizzazione interna della spa*, in *Le clausole generali nel diritto societario*, Padova, 2011, p. 125; AA.VV., *Governance, adeguatezza e funzionamento organizzativo delle imprese. I doveri degli organi delegati e del Collegio sindacale*, a cura di G.Paolone e G.Aita, Milano, 2008, *passim*.



inteso come richiamo al requisito di cui all'art. 2082 c.c. oppure se aggiunga un requisito ulteriore, non compreso nella comune nozione di professionalità<sup>49</sup>.

In effetti, pare si possa affermare che l'elemento della "professionalità" previsto dall'art. 18 Tuf non si limiti a richiedere che l'attività di intermediazione mobiliare sia svolta in modo stabile e abituale: pare invero possibile ricavare dal sistema precise indicazioni sulla necessità che l'intermediario si doti di un'apposita struttura organizzativa interna – specificamente dedicata e definita – per la prestazione abituale dell'attività di intermediazione. In altre parole, l'elemento della "professionalità" (di cui alla norma in parola) non richiede solo la prestazione abituale dell'attività, ma anche che la stessa sia la prestazione principale del soggetto, e che quest'ultimo si sia dotato di un'apposita struttura organizzativa interna dedicata allo svolgimento dei servizi d'investimento<sup>50</sup>.

Muove in tal senso anzitutto l'art. 2, comma 1 del decreto del Ministero del tesoro 26 giugno 1997, n. 329, col quale è stata data specificazione ai requisiti della professionalità e dello svolgimento nei confronti del pubblico di cui all'art. 18 Tuf<sup>51</sup>. Difatti, il decreto in parola sancisce espressamente che sono esclusi dall'ambito delle attività riservate i servizi d'investimento non solo «prestati in via occasionale ed accessoria», ma anche l'attività prestata «senza predisposizione di idonei schemi organizzativi per il loro [suo] svolgimento».

A ciò si aggiunga che il chiarimento operato dalla disciplina secondaria trova il suo presupposto nella normativa europea. Tanto la direttiva 93/22/CE quanto MiFID 1 fanno

<sup>49</sup> In generale sulla nozione di "professionalità" restano ancora attuali i classici lavori di: BIGIAMI, *La professionalità dell'imprenditore*, Padova, 1948, *passim*; MINERVINI, *L'imprenditore. Fattispecie e statuti*, Napoli, 1970, p. 15 ss.; GALGANO, *L'imprenditore*, in *Tr. dir. comm. publ. econ.*, diretto da Galgano, II, Padova, 1978, p. 52 e ss.; SPADA, *Impresa*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, VII, Torino, 1992, p. 49.

<sup>50</sup> In tal senso espressamente: ANNUNZIATA (nt. 37), p. 108 ss.; PALMIERI, *sub art. 18*, in *Testo unico della finanza*. Commentario, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 135; SARTORI (nt. 11), p. 78; LUPI, *sub art. 18*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M.Fratini e G.Gasparri, Torino, 2012, p. 310. Nell'ambito di un'indagine volta a definire i tratti essenziali dei contratti bancari è stato peraltro autorevolmente chiarito che se «si ritiene che la banca – e cioè una impresa che raccoglie il risparmio ed esercita il credito – è elemento costitutivo della fattispecie cui è congrua la disciplina dei contratti bancari, ne deriva che il cliente può pretendere, in via di principio, ad es. che la controparte sia realmente organizzata a tale scopo, e cioè abbia predisposto i mezzi tecnici necessari. La pretesa da parte del cliente dell'organizzazione idonea a permettere un'effettiva intermediazione nel credito è, dunque, conseguenziale allo schema tipico delle operazioni bancarie»: LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, p. 116. *Contra* DE MARI, SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, p. 34.

<sup>51</sup> Invero, il D.M. 329/1997 dava specificazione ai requisiti della professionalità e dello svolgimento nei confronti del pubblico dell'attività di intermediazione in applicazione del previgente art. 2, comma 1 Decreto Eurosim. Tuttavia, non essendo stato emanato un decreto ministeriale specifico in applicazione del vigente art. 18, comma 5 Tuf, il decreto 329/1997 è ancora in vigore (ai sensi dell'art. 214, comma 5, Tuf).

invero riferimento alla necessità che l'attività di prestazione dei servizi d'investimento abbia per i soggetti abilitati carattere principale e non accessorio, rimanendo escluso dalla riserva «chiunque fornisca servizi di investimento a titolo accessorio»<sup>52</sup>.

Peraltro, la possibilità di considerare l'elemento della professionalità di cui all'art. 18 Tuf in termini diversi da quello generale di cui all'art. 2082 c.c. pare trovare conferma anche nel diverso ruolo riservato all'elemento dell'organizzazione interna dalla disciplina delle società di capitali. Non pare cioè casuale il fatto che l'unico riferimento espresso all'elemento dell'organizzazione interna sia compiuto – nell'ambito generale delle società – solo con riferimento ai compiti – e quindi agli eventuali profili di responsabilità – degli organi gestori delegati.

Né varrebbe obiettare che, seguendo questa impostazione, l'ordinamento conoscerebbe significati diversi per il medesimo termine. È ormai del tutto ricorrente e accettato dagli interpreti che la medesima locuzione possa avere significati diversi in ambiti disciplinari differenti, specie ove questi siano caratterizzati dall'elemento della specialità.

Quanto finora detto non è privo di conseguenza. Il primo e immediato riflesso è dato dal fatto che la centralità del ruolo delle misure organizzative acquista adesso non solo valore descrittivo ma anche connotativo, e subito nel seguito vedremo nel dettaglio le regole che presiedono la prestazione dei servizi. Preme però qui pure accennare (e lo vedremo meglio nel corso dell'indagine) al fatto che, data la portata sopra ricostruita dell'elemento organizzativo, la prestazione dei servizi in assenza di adeguate procedure organizzative interne o in violazione delle stesse comporta il venir meno di uno dei presupposti previsti dal legislatore per la prestazione dell'attività di intermediazione mobiliare.

---

<sup>52</sup> Cfr. diciassettesimo considerando e art. 2, lett. c), direttiva 93/22/CE; settimo e dodicesimo considerando e art. 2, paragrafo 1, lett. c), MiFID 1. Lungo lo stesso solco si inserisce ora la direttiva 14/65/UE: cfr. il considerando dodicesimo («La presente direttiva è destinata a disciplinare le imprese la cui abituale attività consiste nello svolgere servizi e/o attività di investimento a titolo professionale. È pertanto opportuno escludere dal suo ambito d'applicazione chiunque eserciti altre attività professionali»), e trentesimo («è altresì opportuno escludere dall'ambito di applicazione della presente direttiva le persone che prestano servizi di investimento soltanto occasionalmente nell'ambito della propria attività professionale, a condizione che detta attività sia disciplinata e che la disciplina non escluda la prestazione, a titolo occasionale, di servizi di investimento»), nonché l'art. 2, paragrafo 1, lett. c) («la presente direttiva non si applica alle persone che prestano servizi di investimento a titolo accessorio nell'ambito di un'attività professionale [...]»).

### **3.- Le regole organizzative per la prestazione dei servizi d'investimento: premessa.**

Dopo aver chiarito cosa si intenda per organizzazione interna – e osservato come la presenza di adeguati schemi organizzativi sia un elemento distintivo della prestazione dell'attività di intermediazione – occorre ora scendere nello specifico, e passare ad analizzare le singole regole interne che condizionano lo svolgimento dei servizi.

Prima di avviare l'analisi, è tuttavia opportuno richiamare l'attenzione sul fatto che la definizione da parte degli intermediari dei propri assetti organizzativi interni deve essere compiuta nel rispetto di due principi espressamente previsti dal legislatore: il principio di proporzionalità e quello di adeguatezza. Col primo, si vuole che gli intermediari nel definire gli assetti organizzativi interni adottino soluzioni proporzionate alla dimensione e alla complessità della propria attività, nonché alla tipologia e alla gamma dei servizi prestati. Col secondo, si richiede ai soggetti abilitati che le soluzioni organizzative adottate siano adeguate per assicurare, tra l'altro, la tutela degli investitori<sup>53</sup>.

Cosicché, per un verso, è assicurata la discrezionalità e l'autonomia dell'intermediario nel definire il proprio assetto organizzativo; per l'altro, è fissato un limite a tale autonomia nello stabilire il perseguimento della tutela degli investitori.

#### **3.1 Il conflitto di interessi.**

La regolamentazione degli innumerevoli conflitti di interessi, che caratterizzano il mercato finanziario e segnatamente il rapporto tra intermediari e investitori, ha occupato da sempre i moderni legislatori: tanto da poter ormai darsi per acquisita la consapevolezza della loro immanenza al sistema della intermediazione finanziaria<sup>54</sup>. Il che, del resto, è

---

<sup>53</sup> Sul tema v.: SCOGNAMIGLIO (nt. 32), p. 10; MOSCO, *Funzioni aziendali di controllo, principio di proporzionalità e ruolo degli organi sociali nella MiFID*, ivi, p. 33; PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2010, p. 824.

<sup>54</sup> Il carattere endogeno dei conflitti di interesse è in sostanza dovuto alla stessa natura del rapporto che si instaura tra intermediario e cliente: natura che trova pieno inquadramento nel modello dell'*agency theory*. Come noto, secondo tale prospettiva, tra intermediario (*agent*) e cliente (*principal*) si realizza una relazione in cui l'*agent* agisce nell'interesse e a beneficio del *principal*, in una condizione in cui l'*agent* (in ragione dell'asimmetria informativa esistente tra i soggetti, che rende difficile e costoso per il *principal* la verifica del comportamento dell'*agent*) può decidere di perseguire il proprio interesse anziché quello del *principal* (c.d. *moral hazard*). In letteratura, per tutti, i classici: ROSS, *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in 63 *Am. Econ. Rev.*, (1973), p. 134; JENSEN, MECKLING, *Theory of the Firm*:

ancor più evidente nel sistema europeo, dove la natura polifunzionale dell'intermediario ammette la concomitanza dello svolgimento dell'attività bancaria con quella di intermediazione mobiliare da parte dello stesso soggetto<sup>55</sup>.

Nel corso del tempo la disciplina si è caratterizzata per la coesistenza di due diversi piani di regole: quello relativo ai comportamenti degli intermediari e quello pertinente all'organizzazione interna dei medesimi<sup>56</sup>. Affermazione ricorrente e condivisa è che, nell'attuale sistema, la seconda tipologia di regole prevalga nettamente sulla prima e che la disciplina in vigore, proprio dando maggiore rilevanza al momento organizzativo, sia incentrata sull'obiettivo di assicurare la gestione dei conflitti di interessi, anziché la loro eliminazione<sup>57</sup>.

Prima di analizzare più nel dettaglio le regole organizzative previste, pare utile precisare che la tematica del conflitto di interesse ha un ruolo centrale nel complesso delle tutele riservate agli investitori. La disciplina dettata in tale materia trova infatti applicazione per ogni tipo di servizio e a prescindere dalla classificazione attribuita al cliente.

Peraltro, nel contesto dei mercati finanziari, la regolamentazione del conflitto di interesse acquista una portata particolare, dato che mira a tutelare non solo l'interesse

---

*Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, 3, (1976), p. 305 ss.; STIGLITZ, voce *Principal and Agent*, in *The New Palgrave. A dictionary of Economics*, III ed., New York, 1987, p. 966 ss. Date queste premesse, è facile comprendere perché la regolamentazione dei conflitti di interessi sia una cifra comune alla disciplina dei mercati finanziari e una delle prime materie di cui si è avvertita l'esigenza di una disciplina: cfr. MARCHETTI, *Problemi in tema di disciplina degli intermediari finanziari*, in *Riv. Soc.*, 1986, p. 28. Per una descrizione, con ampi riferimenti bibliografici, dell'evoluzione della disciplina dei conflitti di interesse nel sistema americano vedi MONDINI, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione dei servizi di investimento*, Milano, 2008, *passim*, e spec. p. 9-15. Anche il legislatore europeo è ben consapevole della centralità del tema, specie nell'attuale sistema ove «la gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente [ha] aumentato la possibilità che vi siano conflitti di interesse tra queste diverse attività e gli interessi dei clienti», considerando 29, direttiva 2004/39/CE.

<sup>55</sup> ANNUNZIATA (nt. 37), p. 134; PERRONE, *I conflitti di interesse e le regole di organizzazione*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti, Rescigno, Bologna, 2008, p. 59. In argomento COSTI, *Banca universale e conflitto di interessi*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza*, a cura di Granelli e Stella, Milano, 2007, p. 113 ss. Per una descrizione del dibattito e dei principali passaggi legislativi vedi REGOLI (nt. 18), p. 82 ss. e 95 ss.

<sup>56</sup> Per una recente illustrazione dell'evoluzione della disciplina in esame cfr. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa del conflitto d'interesse fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il decreto Eurosim e prima e dopo la recezione della MiFID)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, I, p. 288 ss., ove ulteriori riferimenti; ricorrente la constatazione dei due piani di disciplina: per tutti cfr. MIOLA, PISCITELLO (nt. 11), p. 123.

<sup>57</sup> ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, I, p. 9; PERRONE (nt. 43), p. 61.

individuale del singolo cliente, ma anche quello pubblico di efficienza del mercato<sup>58</sup>. Approfondiremo nel seguito dell'indagine tale elemento e le conseguenze sull'inquadramento generale delle regole di organizzazione. Per il momento sia sufficiente evidenziarne l'importanza e limitarsi a rilevare che l'ambito di estensione dei conflitti di interesse valutati dal legislatore, nel contesto dei servizi d'investimento, è più ampio rispetto a quello generale previsto dalla disciplina codicistica.

In effetti, nella disciplina di settore la situazione di conflitto, che definisce la fattispecie, non è data da una vera e propria condizione di *incompatibilità* tra gli interessi del cliente e dell'intermediario, così come invece avviene nella disciplina generale di cui all'art. 1394 c.c. Nell'ambito dei mercati finanziari invero la sola condizione di *mera concorrenza*, tra gli interessi del cliente e quelli dell'intermediario, è sufficiente a integrare la fattispecie considerata dal legislatore<sup>59</sup>.

Venendo adesso all'analisi delle misure organizzative, prendiamo le mosse constatando che la gestione dei conflitti di interesse si può di certo dividere in tre distinte fasi: *i)* l'individuazione dei conflitti; *ii)* la gestione in senso stretto degli stessi; *iii)* l'eventuale informazione al cliente in caso di insufficienza delle misure organizzative adottate. Seppur con alcune differenze, si può affermare che in tutte le suddette fasi è centrale l'adozione di adeguate misure organizzative.

Il primo momento della regolamentazione dei conflitti di interessi è dato dalla loro *individuazione*. Ai sensi dell'art. 21, comma 1-*bis* Tuf, gli intermediari devono infatti adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interessi. I soggetti abilitati dovranno in sostanza procedere a un'autoanalisi, tesa a concludersi con una mappatura delle situazioni di conflitto che si possono ingenerare nell'ambito della propria concreta

---

<sup>58</sup> LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza*, a cura di Granelli e Stella, Milano, 2007, p. 47 ss.

<sup>59</sup> Si esprimono in tal senso: MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, in *Tr. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu-Messineo, Milano, 2012, p. 418; LUMINOSO (nt. 58), p. 50; NUZZO, *Il conflitto di interessi nei contratti di investimento e gestione patrimoniale*, ivi, p. 93; SARTORI (nt. 11), p. 277; ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, I, p. 651; PICCINI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 130. Sul punto si veda anche il dibattito giurisprudenziale circa la sussistenza di un conflitto di interesse, là dove l'intermediario agisca in contropartita diretta con l'investitore: più in particolare, accanto all'orientamento che ha ritenuto sempre sussistente il conflitto (*Trib. Milano*, 25 luglio 2005, in *Giur. mer.*, 2005, p. 2281 sss.; *Trib. Lecce*, 7 maggio 2007, in *I contratti*, 2007 p. 998 ss.) si è, per contro e condivisibilmente, pure deciso che, allorché si realizzi una negoziazione in contropartita diretta, non si possa sempre inferire l'esistenza di un conflitto (*Trib. Rimini*, 6 giugno 2007, in *Danno e resp.*, 2008, p. 80 ss.; *Trib. Roma*, 25 maggio 2005, in *I Contratti*, 2005, p. 796 ss.; in tal senso v. anche Comunicazione Consob, 9 luglio 1997, n. DAL/97006042).

operatività. A tal fine, la disciplina regolamentare detta un criterio minimo che deve guidare l'analisi dei soggetti abilitati; tale criterio individua nello specifico cinque diverse tipologie di situazioni, la cui esistenza dovrà essere valutata dagli intermediari<sup>60</sup>.

L'individuazione delle situazioni di conflitto non è peraltro confinata al momento iniziale dell'attività o della prestazione di un determinato servizio. La formulazione delle norme sopra richiamata rende invero necessario procedere al continuo monitoraggio e aggiornamento della mappatura così realizzata<sup>61</sup>. Sicché, gli intermediari dovranno dotarsi di misure organizzative atte a garantire, per un verso, il monitoraggio continuo della propria attività e, per l'altro, l'identificazione delle nuove situazioni di conflitto che si possano delineare; ciò richiede, tra l'altro, la definizione di sistemi interni di diffusione delle informazioni tra i soggetti rilevanti (così come definiti dall'art. 2, comma 1, lett. p)<sup>62</sup>.

L'identificazione dei conflitti dovrà poi tener conto delle peculiarità dei singoli servizi d'investimento. Più chiaramente: atteso che, date le caratteristiche dei singoli servizi, la misura della discrezionalità dell'intermediario è in essi disomogenea, le situazioni di conflitto con gli interessi dei clienti dipenderanno, in certa misura, dal tipo di servizio svolto. Sicché, le procedure interne dovranno tener conto delle peculiarità di

---

<sup>60</sup> Nel dettaglio, l'art. 24, Reg. Congiunto prevede che «ai fini dell'identificazione dei conflitti di interesse che possono insorgere nella prestazione dei servizi e che possono danneggiare gli interessi di un cliente, gli intermediari considerano, quel criterio minimo, se a seguito della prestazione di servizi, essi, un soggetto rilevante o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto: a) possono realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente; b) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo; c) abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato; d) svolgono la medesima attività del cliente; e) ricevano o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio». Per "soggetto rilevante", l'art. 2, comma 1, lett. p), Reg. Congiunto precisa che si debba intendere «il soggetto appartenente a una delle seguenti categorie: i) i componenti degli organi aziendali, soci che in funzione dell'entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi, dirigenti o promotori finanziari dell'intermediario; ii) i dipendenti dell'intermediario, nonché ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione e sotto il controllo dell'intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e all'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario; iii) le persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all'intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento e l'esercizio di attività di investimento da parte del medesimo intermediario».

<sup>61</sup> Parla di esercizio statico dell'attività di identificazione e di esercizio dinamico, la Guida pratica sui conflitti di interesse predisposta da Assosim (2008), riferendo il momento statico all'identificazione delle situazioni di conflitto in cui versa nel presente l'intermediario; e quello dinamico alla definizione dei nuovi ed eventuali conflitti – cfr. p. 3; ANNUNZIATA (nt. 37), p. 136.

<sup>62</sup> ANNUNZIATA (nt. 37), p. 137; ANTONUCCI (nt. 57), p.12.

ciascun servizio nel definire le modalità da adottare per l'identificazione dei conflitti<sup>63</sup>. Ciò peraltro acquista ancor più rilievo là dove si tratti di intermediari polifunzionali, ove la contemporanea prestazione dell'attività creditizia fa sì che, nell'individuazione delle situazioni di conflitto, l'intermediario debba pure prendere in esame le interferenze tra le due attività<sup>64</sup>.

Prima di passare alla seconda fase della gestione dei conflitti di interessi, premettere in rilievo che l'art. 24 Reg. Congiunto elenca le cinque aree tipologiche di conflitti solo quale criterio minimo. L'intermediario pertanto non sarà esentato dal prendere in esame altre situazioni che, data la specificità organizzativa di ciascun soggetto, potrebbero essere fonte, nei casi di specie, di ulteriori conflitti<sup>65</sup>. Si tratta, in altre parole, di un criterio minimo che non comporta in sé e per sé il rispetto del generale obbligo di «adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti», di cui all'art. 21, comma 1-*bis* Tuf.

Ciò del resto mette in evidenza un aspetto essenziale dell'intera disciplina in materia di conflitti di interesse: il riferimento corre alla centralità dell'autonomia e della discrezionalità riservata all'intermediario nella predisposizione delle procedure di gestione dei conflitti di interessi<sup>66</sup>. Quest'ultima osservazione pur potendo sembrare in sé scontata, coglie invero un elemento importante della fattispecie che, come vedremo, acquisterà rilievo nella indagine successiva circa la qualificazione del rapporto intermediari-clienti come vicenda fiduciaria. Per il momento basti tener a mente che già una insufficiente mappatura, dovuta alle procedure organizzative dell'intermediario oppure la loro errata applicazione, comporta il mancato rispetto della disciplina.

<sup>63</sup> In questi termini la Guida pratica sui conflitti di interesse Assosim, 2008 p. 5 e ss., ove per ciascun servizio di investimento sono poi, a titolo esemplificativo, illustrati i possibili conflitti che si possono determinare.

<sup>64</sup> Si pensi ad esempio ai possibili conflitti derivanti dalla contemporanea prestazione dell'attività di erogazione di credito e gestione individuale di portafogli oppure tra concessione di finanziamenti e servizio di collocamento: cfr. per questi rilievi ANNUNZIATA, «Governance» delle banche e conflitti di interessi. *Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento*, in AGE, 2004, p. 177.

<sup>65</sup> In tal senso ANNUNZIATA (nt. 37), p. 136; MAGGIOLO (nt. 59), p. 424; ANTONUCCI, (nt. 57), p. 15, la quale peraltro precisa che i criteri minimi, di cui all'art. 24, Reg. Cong., dovranno essere necessariamente valutati, ma non pure inseriti «nell'impostazione della propria “mappatura” delle situazioni potenzialmente conflittuali»: il che, secondo l'autrice, in applicazione del principio di proporzionalità; SCOTTI CAMUZZI (nt. 56), p. 304. Non pare invece condivisibile l'opinione contraria espressa da GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 358, secondo cui la norma limiterebbe le situazioni rilevanti a quelle espressamente indicate.

<sup>66</sup> ANTONUCCI (nt. 57), p. 9; CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009, p. 36.

La seconda fase della regolamentazione è data dalla *gestione* dei conflitti così individuati. È necessario cioè che l'intermediario si doti di una politica di gestione dei conflitti, ossia di una procedura organizzativa scritta, che: *i)* miri a individuare «le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti»; *ii)* definisca le procedure che i soggetti rilevanti devono seguire nello svolgimento dei servizi di investimento, affinché sia garantito un appropriato grado di indipendenza di tali soggetti. L'art. 25, Reg. Cong. aggiunge poi un'elencazione esemplificativa di misure che l'intermediario, sempre secondo il principio della proporzionalità, può adottare per assicurare appunto l'indipendenza dei soggetti rilevanti<sup>67</sup>.

Tra le diverse problematiche che pone la norma in esame, va qui affrontata quella relativa alla delimitazione della politica di gestione ai sensi dell'art. 25, lett. a), comma 2 Reg. Cong.: tale norma infatti limita l'individuazione dei conflitti a quelli idonei a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti. Ora, atteso che la successiva lett. b) prevede l'obbligo di adottare delle procedure interne solamente per le ipotesi di conflitto individuate ai sensi della richiamata lett. a), si pone il problema di comprendere se per i conflitti "lievi" per l'intermediario non si ponga in effetti alcun obbligo di adottare misure organizzative.

Il dato testuale del richiamato articolo 25 sembra in verità univoco nel giungere alla detta conclusione. Ciò nondimeno, non pare sostenibile la tesi di chi, sulla base di tale formulazione della normativa secondaria (che invero riproduce il par. 2, lett. a), dell'art. 22, Dir. n. 2006/73/CE), ha affermato che in caso di conflitti lievi sarebbe solo possibile prospettare che l'intermediario si limiti nell'esercizio del proprio potere di autonomia riconosciuto dall'ordinamento, a prevedere – senza esservi obbligato – l'esclusiva

---

<sup>67</sup> A mente del comma 4, della norma richiamata, infatti: «al fine di garantire l'indipendenza di cui al comma 3, gli intermediari adottano, laddove appropriato, misure e procedure volte a: a) impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più clienti; b) garantire la vigilanza separata dei soggetti le cui principali funzioni coinvolgono interessi potenzialmente in conflitto con quelli del cliente per conto del quale un servizio è prestato; c) eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti rilevanti che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare tra loro situazioni di potenziale conflitto di interesse; d) impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sullo svolgimento, da parte di un soggetto rilevante, di servizi o attività di investimento o servizi accessori; e) impedire o controllare la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante a distinti servizi o attività di investimento servizi accessori, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse». Per il legame tra l'elemento dell'appropriatezza con il principio di proporzionalità cfr. ANNUNZIATA (nt. 37), p. 137.



applicazione della regola *disclose or abstain*, senza cioè l'adozione di alcuna misura organizzativa di gestione<sup>68</sup>.

Una tale liberale conclusione pare infatti contraria a una valutazione più ampia, che tenga conto anche delle norme primarie specificamente dedicate alla materia dei conflitti di interesse. Insomma, un'interpretazione sistematicamente orientata conduce in realtà a una conclusione diversa. A tale riguardo, è sufficiente notare come l'art. 21, comma 1 *bis*, lett. a) Tuf, nel disporre che la gestione dei conflitti di interesse sia affidata a idonee misure organizzative, non preveda alcuna distinzione tra ipotesi più o meno gravi di lesioni. Sicché, l'adozione di misure organizzative è oggi imposta dal legislatore primario per qualsivoglia tipologia di conflitto, a prescindere dalla maggiore o minore intensità degli stessi. Pertanto, là dove venisse seguita l'interpretazione qui in esame, l'art. 25 Reg. Cong., se liberalmente interpretato, si dovrebbe considerare contrario alla norma primaria. Per le ipotesi di conflitto ultronee rispetto all'ambito di applicazione dell'art. 25 Reg. Cong., si deve quindi concludere che il legislatore secondario rimette integralmente agli intermediari la scelta circa quali strutture organizzative adottare, senza tuttavia arrivare ad ammettere la loro totale mancanza<sup>69</sup>.

Venendo più nello specifico alle misure che possono essere adottate dall'intermediario per la gestione dei conflitti di interessi – e con la finalità di garantire un grado di indipendenza *appropriato* dei soggetti rilevanti – va ricordato che l'elencazione di cui all'art. 25, Reg. Cong. è solo esemplificativa: pertanto, per un verso, non esclude l'obbligo che gli operatori si dotino di misure ulteriori, là dove quelle previste dalla norma non siano, nel caso di specie, sufficienti ad assicurare l'indipendenza dei soggetti rilevanti<sup>70</sup>; per l'altro, in applicazione del principio di proporzionalità<sup>71</sup>, le misure

<sup>68</sup> SCOTTI CAMUZZI (nt. 56), p. 316. L'autore peraltro sostiene che la gravità della lesione causata a uno o più clienti va valutata non già in relazione ai patrimoni dei singoli clienti, bensì con riferimento al danno a cui l'intermediario è di riflesso esposto per l'effetto di azioni risarcitorie intentate dai clienti. Conf. MAGGIOLO (nt. 59), p. 427, nt. 248. Il rilievo tuttavia non convince: invero se pare opportuno adottare una logica che superi la relazione bilaterale e che dunque valuti i presupposti per l'applicazione della normativa sul conflitto di interessi a prescindere dal rapporto tra le parti, non pare colga nel segno la conclusione di spostare l'attenzione sul patrimonio dell'intermediario.

<sup>69</sup> In tal senso: MAGGIOLO (nt. 59), p. 426, nt. 246.

<sup>70</sup> Cfr. art. 25, comma 5, a mente del quale: «nel caso in cui le misure e procedure di cui al comma 4 non assicurino l'indipendenza richiesta, gli intermediari adottano le misure e procedure alternative o aggiuntive necessarie e appropriate a tale fine».

<sup>71</sup> Un'esaustiva descrizione dell'applicazione del principio alla materia dei conflitti di interesse si trova in Guida pratica alla gestione dei conflitti di interesse, Assosim, 2008, p. 4, ove si legge: «Tradotto in termini pratici, per quanto riguarda la disciplina dei conflitti di interesse, quanto più complessa e sofisticata è l'attività dell'intermediario, quanto più alti sono i rischi di danno a carico della clientela in virtù della

in concreto adottate dipenderanno dalle peculiarità dell'attività dell'intermediario. Tutto ciò, con evidenza, valorizza al massimo l'autonomia organizzativa riconosciuta agli intermediari.

Orbene, le misure organizzative a cui fa riferimento la norma in parola si possono segnatamente così articolare: *i)* le barriere informative (c.d. *chinese walls*)<sup>72</sup>; *ii)* l'adozione di *restricted* e *watch list*, ossia elenchi di strumenti finanziari quotati, per i quali l'intermediario è in possesso di informazioni riservate; *iii)* misure di vigilanza separata, con ciò intendendosi la sottoposizione gerarchica degli operatori in conflitto a responsabili d'area distinti; *iv)* misure relative alle retribuzioni dei dipendenti<sup>73</sup>; *v)* misure volte a impedire o limitare influenze indebite nella prestazione dei servizi da parte di terzi; *vi)* divieti di partecipazione simultanea a più servizi<sup>74</sup>.

---

particolare natura dell'attività svolta dall'intermediario, quanto maggiori, infine, sono la dimensione e le capacità finanziarie dell'intermediario, tanto maggiori saranno l'impegno e le risorse che l'intermediario dovrà dedicare alla identificazione dei conflitti di interesse».

<sup>72</sup> Da sempre discussa è l'efficacia dell'adozione dei c.d. *chinese walls*: tra i tanti, LEHAR E RANDL, *Chinese Walls in German Banks*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 2003; POSER, *Conflict of Interest within Securities Firms*, in 16 Brooklyn J. Int'l L. (1990), p. 113 ss.; MCVEA, *Financial Conglomerates and Conflicts of Interest: Resolving a Regulatory Dilemma*, in 47 N. Ir. Legal Q. (1996), p. 251; HERMAN, SAFANDA, *The Commercial Bank Trust Department and the "Wall"*, in 14 B.C. Indus. & Com. L. Rev. (1972), 31 ss.; HOPT, *Trusteeship and Conflicts of Interest in Corporate, Banking, and Agency Law: Toward Common Legal Principles for Intermediaries in the Modern Service-Oriented Society*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di Ferrarini, Hopet, Winter and Wymeersch, Oxford, 2004, p. 80 ss.; WOOD, *Regulation of International Finance*, in *The Law and Practise of International Finance*, 7, London, 2007, p. 422; KUMPAN, LEYENS, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries - Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in 1 E. C. F.R., 2008, p. 86; per l'analisi di un case relativo all'effettività dei *chinese walls*, vedi: JEFFREY BINGHAM, *Scaling Chinese Walls: Insights From Afra V. Jpmorgan Chase*, in 4 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 767, (2013), p. 775 ss.; in Italia ANNUNZIATA, (nt. 31), p. 654; PRESTI, RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di Anolli, Banfi, Presti e Rescigno, Bologna, 2007, p. 29 ss.; SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento di servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, p. 203.

<sup>73</sup> ANTONUCCI (nt. 57), p. 16, ove l'autrice rileva invece la diffusione della pratica di fissazione di obiettivi di vendita. A tal riguardo, va segnalato che la Direttiva 2014/65/UE nel considerando n. 77 prevede ora che «per tutelare ulteriormente i consumatori, è altresì opportuno garantire che le imprese d'investimento non remunerino o valutino i risultati del loro personale in contrasto con il loro dovere di agire nel migliore interesse dei clienti, ad esempio mediante una remunerazione, obiettivi di vendita e altri mezzi che forniscano un incentivo a raccomandare o vendere un particolare strumento finanziario allorché uno strumento diverso potrebbe rispondere meglio alle necessità del cliente»; e vedi pure l'art. 24, paragrafo 10 ove è previsto che «l'impresa di investimento che fornisce servizi di investimento ai clienti evita di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il suo dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. In particolare non adotta disposizioni in materia di remunerazione, target di vendita o d'altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, se l'impresa di investimento può offrire uno strumento differente, più adatto alle esigenze del cliente». Sul tema delle politiche retributive cfr. pure Orientamenti Esma-Politiche e prassi retributive del 3 giugno 2013.

<sup>74</sup> Tra le misure ulteriori che sono state ipotizzate va certamente ricordata la possibilità che gli intermediari decidano di adottare una procedura che impedisca lo svolgimento dell'operazione non solo quando si abbia

Completa la disciplina sulla gestione dei conflitti di interesse l'obbligo di tenere un registro su cui annotare, per ciascun servizio prestato, le situazioni nelle quali è sorto o potrebbe sorgere un conflitto di interessi (art. 26, Reg. Cong.).

La laconicità del testo legislativo lascia aperti alcuni interrogativi, specie in riferimento al rapporto fra le annotazioni del registro e quell'individuazione dei conflitti che rientra nella "politica di gestione"<sup>75</sup>. Pare tuttavia possibile cercare di mettere ordine, attribuendo al registro dei conflitti di interesse la funzione di dare immediata evidenza a nuove situazioni di conflitto, le quali successivamente dovranno anche essere recepite nella politica di gestione. In altre parole: la differenza rispetto alla politica di gestione (nella regolarità dell'applicazione della disciplina) non sembra legata tanto al contenuto specifico, quanto, più che altro, al momento in cui si segnala l'esistenza di nuovi conflitti: e cioè al fatto che l'intermediario avrà l'obbligo di rendicontare nuove ipotesi di conflitto anzitutto sul registro medesimo<sup>76</sup>. Cosicché, il registro potrebbe essere inteso come un "libro giornale" dei conflitti di interessi, ove l'intermediario prontamente annota le novità verificatesi. Di conseguenza, dovranno essere anche assicurate delle modalità organizzative atte a garantire che l'insorgere di nuove ipotesi di conflitto venga prontamente catalogato nel registro.

In questo senso, in primo luogo si veda il riferimento testuale al regolare aggiornamento di cui all'art. 26, Reg. Cong., che difatti suggerisce come (ancor più che rispetto alla politica di gestione per la quale invero manca un espresso riferimento) il registro debba essere aggiornato frequentemente. In secondo luogo, si consideri la stessa finalità di controllo, a cui (secondo l'art. 13, par. 6, dir. 2004/39/CE) devono tendere le

---

la certezza di incidere negativamente sugli interessi del cliente, ma anche là dove vi sia solo il rischio di un tale evento: per tale proposta cfr. Guida pratica alla gestione dei conflitti di interesse, Assosim, 2008, p. 11.

<sup>75</sup> ANNUNZIATA (nt. 37), p. 139: il quale segnala il rischio che «il registro si risolva in un'inutile ripetizione, o in una sorta di "duplicato" della politica (da adottarsi in forma scritta) di identificazione e gestione dei conflitti».

<sup>76</sup> Non va del resto omissis di rilevare che la norma in esame, nel delimitare le situazioni di conflitto da considerare ai fini della compilazione del registro, fa riferimento al «conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente» uno o più clienti. Benché la norma (peraltro in conformità con l'art. 23, dir. n. 2006/73/CE) faccia riferimento a una lesione grave degli interessi dei clienti, non pare si possa sostenere che i conflitti lievi siano estranei al suo ambito di applicazione. Muove in tal senso il riferimento ai conflitti anche solo *potenziali*. Del resto, ragionare diversamente, comportando (come visto per l'individuazione dei conflitti) la scelta discrezionale di sottoporre o meno anche i conflitti lievi a questa misura organizzativa, esporrebbe gli intermediari a un maggior rischio di future azioni dei clienti, o dell'autorità di controllo, in presenza di ipotesi di conflitto valutate lievi ma dimostratesi gravi.

registrazioni volte a consentire «all'autorità competente di controllare il rispetto dei requisiti previsti dalla presente direttiva»<sup>77</sup>.

D'altro canto, non va neanche sottovalutato il ruolo che il registro potrebbe assumere nella valutazione della corretta formulazione del documento attestante la politica di gestione dei conflitti di interesse e, perciò, di fronte alle possibili pretese dei clienti per violazione delle regole di organizzazione. Qualora infatti si dovessero riscontrare delle divergenze fra le risultanti del registro e quelle poi trasfuse nella politica di gestione, sarebbe già di per sé dimostrata l'inadeguatezza della struttura organizzativa dell'intermediario, che non avrebbe così assicurato la corretta individuazione – e dunque gestione – delle situazioni di conflitto verificatesi. In questo contesto, l'accesso dei clienti al registro è di certo un elemento che contribuisce all'efficacia del sistema di tutela così come delineato dalla normativa di settore<sup>78</sup>.

Veniamo adesso alla terza fase della gestione dei conflitti di interessi, relativa alla *trasparenza*. Come noto, a differenza di quanto previsto nel regime precedente, la *disclosure* della situazione di conflitto è – nell'attuale sistema – del tutto residuale ed eventuale. Essa avverrà solo là dove l'intermediario non abbia la «ragionevole certezza» che il rischio di ledere gli interessi sia evitato tramite le misure organizzative predisposte<sup>79</sup>.

Rimane affidato agli interpreti definire cosa si intenda per “ragionevole certezza”. Sul punto, è stato opportunamente segnalato che questa clausola generale, in sé estranea al nostro ordinamento, trae origine dalla traduzione del termine *reasonable*, che nel sistema inglese è coniugato in valutazioni molto simili a quelle della buona fede in senso

<sup>77</sup> ANTONUCCI (nt. 57), p. 16, ove si evidenzia l'importanza ai fini della vigilanza del registro, dovendo quest'ultimo, così l'autrice, rappresentare un diario costante e aggiornato delle situazioni conflittuali.

<sup>78</sup> Da condividersi è pertanto la valutazione di chi considera il registro come strumento centrale nella politica di gestione dei conflitti di interesse: cfr. ANTONUCCI (nt. 57), p. 16. Si consideri peraltro che, benché l'accesso al registro possa essere un elemento importante di controllo dell'attività da parte dei clienti, non pare tuttavia si possa giungere fino a configurare un vero e proprio diritto di accesso al registro dell'intermediario, neppure alla luce dell'art. 29, comma 1, lett. l), Reg. Int., che dà la facoltà al cliente di chiedere maggiori dettagli circa la politica in materia di conflitti di interesse: conf. ANTONUCCI, (nt. 57), p. 18. Resta dunque affidata a strumenti processuali, il cui utilizzo è possibile in pendenza di lite (i.e. ordine di esibizione *ex art.* 210 c.p.c.), la possibilità che i clienti accedano alle risultanze del registro.

<sup>79</sup> Per il dibattito circa l'efficacia del nuovo sistema vedi ANNUNZIATA (nt. 37), p. 139; ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 854; MAGGIOLÒ (nt. 59), p. 430 ss.; MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interesse*, in *Diritto della banca e dei merc. fin.*, 2008, p. 593 ss.

oggettivo<sup>80</sup>. La previsione di simile clausola generale evidentemente rende il sistema elastico, per un verso, e in parte incerto, per l'altro, dal momento che evidenzia la centralità attribuita dalla MiFID 1 all'autonomia e discrezionalità degli intermediari, tanto nella predisposizione della struttura organizzativa, quanto nella valutazione della sua idoneità.

Al di là dell'esatta delimitazione del significato della suddetta locuzione (su cui, si anticipa, la successiva indagine potrà dare un contributo), è comunque possibile affermare che la valutazione in questione venga in rilievo in due momenti distinti: dapprima, allorché l'intermediario debba valutare se si trovi di fronte a una situazione che rende necessario procedere alla *disclosure*; in seguito, in occasione di un eventuale giudizio di responsabilità dell'intermediario, svolto al fine di verificare se in effetti costui abbia proceduto a una valutazione "ragionevole".

Pertanto, trattandosi di una valutazione ricorrente – ed entro certi limiti – standardizzata, e atteso il rilievo assunto dai profili organizzativi nella gestione dei conflitti, pare dunque si possa affermare che una struttura organizzativa adeguata per la gestione dei conflitti richieda che l'intermediario debba dotarsi di un'apposita procedura per il compimento della verifica di ragionevolezza.

Resta infine da esaminare il caso in cui l'intermediario, ritenendo che le procedure adottate non siano in grado di assicurare ragionevolmente di non danneggiare il cliente, informi quest'ultimo della «natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse»<sup>81</sup>. Si

---

<sup>80</sup> Rileva tale circostanza ANTONUCCI (nt. 57), p. 13. Sull'interpretazione della locuzione in esame cfr. SCOTTI CAMUZZI (nt. 56), p. 324-328; ENRIQUES (nt. 79), p. 846, ove l'autore fa riferimento alla necessità che l'intermediario dovrà compiere un giudizio «in buona fede (non affetto da dolo né da colpa) circa la sufficienza di tali misure a prevenire i danni per i clienti».

<sup>81</sup> La disciplina lascia un certo margine di incertezza in relazione alla modalità e alle caratteristiche che dovrà avere l'informazione circa l'esistenza dei conflitti non gestibili. Sul punto, a fronte della tesi secondo cui sarebbe sufficiente un'informazione *una tantum* e preventiva (all'inizio del rapporto contrattuale) della presenza dei conflitti (cfr. LENER, *Il conflitto d'interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Il conflitto d'interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di Granelli e Stella, Milano, 2007, p. 131; e, sebbene prima dell'adozione della direttiva di secondo livello, ENRIQUES (nt. 79), p. 846) si è invece affermato, condivisibilmente, che (data la diversa formulazione dell'art. 23 Reg. Cong. là dove non fa più riferimento alla natura generale del conflitto) è necessaria una comunicazione specifica del conflitto (ANTONUCCI (nt. 57), p.17). Non è mancato poi chi ha proposto una soluzione intermedia: affermando che è ammissibili sia una informazione preventiva e generale che una specifica e ulteriore, a seconda delle circostanze concrete: cfr. MAGGIOLLO (nt. 59), p. 437; SCOTTI CAMUZZI (nt. 56), p. 320. A tal riguardo vedi ora l'art. 23, paragrafo 3, direttiva 2014/65/UE ove si prevede che l'informazione in questione dovranno essere fornite su supporto duraturo e dovranno essere sufficientemente dettagliate tali da, considerate le caratteristiche del cliente, consentire a quest'ultimo di prendere una «decisione avvertita sul servizio nel cui contesto sorge il conflitto di interesse».

Si segnala peraltro che è spesso evidenziato come l'intervenuta comunicazione dell'esistenza di un conflitto non gestibile non esonera di certo l'intermediario dall'obbligo di curare l'interesse del cliente (tra i tanti:

tratta di un vero e proprio obbligo dell'operatore professionale che, in presenza di conflitti ritenuti non gestibili, dovrà astenersi dal proseguire con l'operazione, salvo il caso in cui il cliente, dopo aver ricevuto l'informativa circa il conflitto, decida comunque di compiere l'operazione stessa<sup>82</sup>.

Tutto quanto detto, conduce ancora una volta al tema della valutazione dell'adeguatezza dell'organizzazione dell'intermediario. Così, là dove l'investitore abbia subito un pregiudizio patrimoniale in presenza di una situazione di conflitto di interessi non dichiarata, per stabilire la posizione dell'intermediario acquisteranno rilievo le procedure da questi adottate, dovendosi verificare se sia avvenuta: *i)* l'errata e/o insufficiente mappatura dei rischi compiuta dagli intermediari; *ii)* la mancata adozione da parte dell'intermediario di misure organizzative idonee a garantire l'indipendenza dei soggetti rilevanti, ivi compresa la gestione del registro di cui all'art. 26 Reg. Cong.; *iii)* la violazione da parte dell'intermediario delle (pur idonee) misure organizzative adottate; *iv)* la mancata adozione e/o violazione della procedura per la valutazione dell'adeguatezza della struttura organizzativa, ai fini della *disclosure* del conflitto<sup>83</sup>.

---

nel regime precedente, FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, p. 319; SARTORI (nt. 11), p. 292; SCARCHILLO, *La gestione infedele di portafoglio di investimento o di risparmio*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 961; MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, II, p. 452 ss. (citato da ID., *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Torino, 2011, p. 115). Nell'attuale sistema, per tutti, LUMINOSO, (nt. 58), p. 763; ENRIQUES (nt. 79), p. 847; PELLEGRINI (nt. 53), p. 851. Sicché, là dove l'intermediario abbia provveduto alla *disclosure*, rimane comunque la possibilità che questi sia chiamato a rispondere dei danni patiti dall'investitore per violazione del generale obbligo di curare gli interessi degli investitori: il che potrebbe verificarsi anche qualora venga contestata l'efficacia dell'informazione ricevuta che, in ipotesi, potrebbe essere generica e perciò inidonea a consentire una scelta consapevole di investimento.

<sup>82</sup> A tal riguardo, si segnala come, opportunamente, sia stato rilevato che un'applicazione generalizzata della *disclosure* nell'attuale sistema non potrebbe di certo esonerare l'intermediario dall'adozione di una struttura organizzativa volta alla gestione dei conflitti di interesse. Ciò comporterebbe in realtà un'aperta violazione dell'art. 21, comma 1-bis Tuf. Sul punto vedi: Guida pratica gestione conflitti d'interesse, Assosim, 2008, p. 19, ove si rileva che «fare la *disclosure* significa ammettere che le misure adottate per gestire il conflitto di cui si dà *disclosure* non sono efficaci».

<sup>83</sup> In proposito, parte della dottrina ha evidenziato come il pieno rispetto delle regole organizzative, previste dal legislatore o dall'intermediario stesso, non ne escluda in sé e per sé la responsabilità: potendosi cioè ammettere che, nonostante il pieno rispetto di quegli obblighi, l'intermediario (*recte* i suoi dipendenti) violi con i suoi comportamenti l'obbligo di curare l'interesse del cliente (cfr. MAGGIOLO (nt. 59), p. 435; MAFFEIS (nt. 81), 150. La questione parrebbe richiedere valutazioni più ampie. Tuttavia, a una più attenta indagine della dottrina richiamata (e ricompresi quindi nella violazione delle regole organizzative anche le ipotesi in cui siano state invero prescelte dall'intermediario misure inadeguate) risulta che i casi ipotizzati (in cui si avrebbe responsabilità dell'intermediario pur in mancanza di violazione delle regole organizzative) sono invero oltremodo limitati, e legati a comportamenti colposi o dolosi dei dipendenti delle società intermediarie, adottati in spregio alle *policies* aziendali. Tutto ciò se, da un lato, conferma la centralità nel sistema dei profili organizzativi; dall'altro, giustifica la scelta della presente indagine di

Pur non anticipando i risultati e il percorso della successiva indagine, va subito detto che, nella definizione degli strumenti di tutela applicabili alle ipotesi su richiamate e per consentire un'efficace tutela degli investitori, si pone il problema di approntare degli strumenti atti a tener conto dei profili pubblicistici propri della tutela del risparmio; questione che sembra assumere un rilievo ancor più evidente nel caso della violazione di regole organizzative che, in quanto tali, coinvolgono una pluralità di rapporti<sup>84</sup>.

Nel quadro regolamentare di cui sopra operano anche gli istituti di credito che svolgono attività di intermediazione mobiliare. Conosciuto ormai da tempo, il fenomeno della banca polifunzionale ha acquistato una crescente rilevanza nel sistema: anzi, si assiste ormai alla presenza di intermediari creditizi per i quali proprio le attività del ramo "mobiliare" hanno assunto un ruolo preminente.

A fronte di questa tendenza, se da un lato non si può non registrare l'incremento dei conflitti di interessi che la contemporanea conduzione delle due attività di intermediazione genera, dall'altro si deve pure constatare che (salvo talune eccezioni) non si riscontrano, per tali fattispecie, significative differenze nella disciplina dell'organizzazione interna. L'unica particolarità valevole di essere qui rimarcata è infatti la previsione di cui all'istruzione di vigilanza per gli intermediari mobiliari (circ. n. 164/1992, Tit. III, cap. 2, punto 4, a cui rinvia il punto 1, Sez. II, cap. 2, Tit. V, circ. 229/1999), secondo cui le banche devono adottare delle misure organizzative tali da assicurare che la prestazione del servizio di gestione individuale di portafoglio venga tenuta separata rispetto allo svolgimento degli altri servizi<sup>85</sup>. I detti obblighi di separazione senza dubbio influenzano la politica di gestione dei conflitti dell'intermediario, poiché vincolano la discrezionalità che in genere è attribuita dal regolamento congiunto agli operatori. Va da sé dunque che la natura polifunzionale

---

concentrarsi solo sui comportamenti abusivi degli intermediari posti in violazione delle regole di organizzazione.

<sup>84</sup> Per un'analisi, anche di diritto comparato, circa il rapporto fra la tutela pubblica e tutela privata offerta agli investitori nell'ambito dei mercati finanziari vedi GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 96 ss.; STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 10 ss. Sul tema vedi pure: J.J. COFFEE, *Reforming the Securities Class Actions: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, in 106 *Columbia Law Review* (2006), p. 1534; A. Rose, *Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relation between Public and Private Enforcement of Rule 10-B*, *idem*, 108 (2008), p. 1301.

<sup>85</sup> Nel passato invece le regole in materia di separazione organizzativa rivestivano invece un'importanza maggiore ed erano molto più dettagliate. Per un confronto con la disciplina antecedente alla direttiva 93/22/CE vedi ANNUNZIATA (nt. 64), p. 180.

dell'intermediario dovrà essere attentamente valutata, sia nell'individuazione delle ipotesi di conflitto, sia nella definizione della politica di gestione degli stessi<sup>86</sup>.

#### 4.- (Segue) Le altre regole organizzative: la regola di *best execution*.

Ruolo centrale rivestono poi le procedure interne anche con riferimento alla regola di *best execution*. Conosciuta da lungo tempo nel nostro ordinamento, tale regola ha tuttavia acquisito nuovo e rinnovato vigore con la direttiva MiFID 1<sup>87</sup>.

Tralasciando i risvolti che essa ha sui profili di competizione fra le diverse *trading venues*, nonché le reciproche interferenze con le norme in tema di *trasparenza*<sup>88</sup>, occorre qui porre l'accento sulle sue ripercussioni in materia di tutela degli investitori e tutela del risparmio. E invero, gli obblighi di *best execution* (così come del resto la disciplina del

---

<sup>86</sup> COSTI (nt. 55), p. 116.

<sup>87</sup> Prima dell'entrata in vigore della direttiva MiFID 1, la regola in parola veniva in generale ricavata dal dovere degli intermediari di agire con diligenza professionale e dall'obbligo di comportarsi nell'interesse dei propri clienti (cfr. ANNUNZIATA (nt. 11), p. 282 ss., e p. 189, ove anche ampia analisi della regola nel sistema inglese; MAZZINI, *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Torino, 1999, p. 129 ss.). Ciò era per vero confermato da alcuni riferimenti regolamentari che, seppur non la disciplinavano compiutamente, consentivano di confermarne l'esistenza nel sistema (il riferimento va agli artt. 26, comma 1, lett. f); 32, comma 3; 43, comma 4 e 54, comma 4, Reg. n. 11522/1998). Come noto, tuttavia l'effettività del requisito di *best execution* veniva di fatto svilita dalla presunzione assoluta del suo completo rispetto, là dove gli ordini dei clienti fossero stati trattati in un mercato regolamentato. Si trattava appunto di una presunzione strumentale ad assicurare il rispetto del principio di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati (in argomento: CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 73 ss. e 81; MIOLA, PISCITELLO (nt. 11), p. 130; GUARRACINO, *sub art. 21*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Padova, 1997, p. 183. Per completezza si segnala comunque che il principio della concentrazione era derogabile per gli ordini aventi a oggetto titoli di stato o garantiti dallo stato). In questo quadro di riferimento si comprende bene come l'abolizione della regola di concentrazione degli scambi e lo sviluppo di nuove *trading venues* abbia conferito alla *best execution* una portata e valenza ben maggiori. Per un confronto tra l'obbligo di *best execution* sancito, in ambito comunitario, dalla direttiva MiFID 1 e quello derivante dai principi generali dell'*agency law*, nell'ordinamento americano, vedi S.GADINIS, *Market Structure For Institutional Investors: Comparing The U.S. And E.U. Regimes*, in 311 Va. L. & Bus. Rev. (2008), p. 342 ss.

<sup>88</sup> Cfr. DE POLI, *La nuova gestione degli ordini e la trasparenza del prezzo*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009, p. 74. Sui profili di competizione tra le diverse *trading venues*: FERRARINI, *Best execution and competition between trading venues – MiFID's likely impact*, in *Capital Markets Law Journal*, II/4, p. 404 ss.; DAVIES, *MiFID and a changing competitive landscape* (2008), in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); ANNUNZIATA, *Best execution, regole di mercato e altre trading venues*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009, p. 161, ove per i rilievi circa le conseguenze dell'abolizione della regola di concentrazione e della *best execution* sulla concorrenza nel mercato si fa riferimento a DAVIES, DUFOR, SCOTT, QUINN, *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*, in Ferrarini-Wymeersch (a cura di), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, 2006, p. 163ss. Sulle peculiarità delle diverse *trading venues* vedi: SEPE,  *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali e internalizzatori sistematici nel recepimento della direttiva MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009, p. 113.



conflitto d'interessi) si collocano al crocevia fra l'esigenza di tutela dei singoli investitori e l'esigenza pubblica di assicurare un'efficiente allocazione delle risorse<sup>89</sup>. Approfondiremo nel seguito il detto tema; guardiamo invece subito al contenuto specifico della regola in esame.

Come noto, il requisito di *best execution* consiste nell'obbligo imposto agli intermediari di adottare tutte le misure *ragionevoli* per ottenere, nell'esecuzione degli ordini dei clienti, il miglior risultato possibile, predisponendo a tal fine meccanismi efficaci. Nel far ciò i soggetti abilitati dovranno tener conto di tutte le variabili significative dell'ordine (prezzo, costi, rapidità, probabilità di esecuzione, dimensione e natura dell'ordine), nonché di tutte le sue ulteriori caratteristiche (ivi compreso il tipo di strumento finanziario e le peculiarità di ciascuna sede di negoziazione) e della classificazione del cliente per conto del quale è eseguita l'operazione (cfr. art. 45, Reg. Int.).

La regola, a ulteriore dimostrazione della sua centralità, vale (seppur con una certa approssimazione) per tutti i servizi e per tutti i tipi di clienti. Così, anche là dove l'intermediario non esegua direttamente l'ordine dei clienti (nel caso dunque di prestazione del solo servizio di ricezione e trasmissione di ordini), la regola persiste, sebbene con alcuni adattamenti: compito dell'intermediario non sarà infatti raggiungere il miglior risultato possibile in sede di esecuzione, bensì assicurarsi – mediante una strategia di trasmissione – che l'ordine venga appunto trasmesso al miglior negoziatore possibile e che la strategia di esecuzione di quest'ultimo sia efficace.

Andando più nello specifico, va rimarcato che l'adempimento dell'obbligo di *best execution* è affidato in pratica a misure organizzative. In effetti, la regola in parola si sostanzia nell'adozione di una procedura interna, finalizzata a definire il comportamento dell'intermediario nell'esecuzione degli ordini; esecuzione che deve infatti essere guidata da una specifica strategia di esecuzione e/o di trasmissione, predefinita dall'intermediario medesimo.

Tale strategia, in particolare, si compone segnatamente di due distinti momenti. Il primo consiste nella preventiva individuazione, per ciascuna categoria di strumenti

---

<sup>89</sup> MORONI, *La «best execution» degli ordini in mercati azionari frammentati*, in *Banca impresa società*, 2006, p. 377, ove appunto la considerazione che data la struttura dei mercati è difficile che gli ordinari meccanismi di mercato garantiscano da soli il raggiungimento di un livello ottimale di esecuzione. Sicché, si rende necessario l'intervento di una regola esterna che, influendo sui singoli rapporti bilaterali, garantisca efficienza al mercato.

finanziari negoziata dall'intermediario, delle sedi di esecuzione degli ordini in cui l'intermediario ritiene di poter ottenere, in modo durevole, il miglior risultato possibile. È altresì necessario – e questo è il secondo momento – che la strategia indichi gli elementi sulla base dei quali l'intermediario, nel procedere con l'esecuzione degli ordini, scelga fra una delle sedi preventivamente selezionate<sup>90</sup>.

Entrambe le fasi della strategia di esecuzione vengono dal legislatore ancorate a una valutazione discrezionale dell'intermediario, che – si badi bene – è orientata (ancora una volta) dal parametro della «ragionevolezza». Ne segue che la valutazione che dovranno compiere gli intermediari nell'individuare le sedi di negoziazione e nell'eseguire gli ordini non mira tanto ad assicurare il miglior risultato possibile per i clienti *in termini assoluti*, quanto piuttosto a garantire (solo) che lo stesso venga perseguito entro i limiti della “ragionevolezza”. In altri termini, il parametro della “ragionevolezza” – letteralmente riferito alla scelta delle procedure organizzative adottate dagli intermediari – costituisce, in realtà, misura della prestazione esigibile dall'investitore. Se dunque l'oggetto dell'obbligazione di *best execution* è dato dall'adozione di misure organizzative, atte ad assicurare la migliore esecuzione possibile, la valutazione del suo adempimento avverrà secondo il parametro della ragionevolezza-diligenza<sup>91</sup>.

E' in coerenza con questo contesto che vanno pertanto lette le previsioni regolamentari che indirizzano (limitandola) la discrezionalità degli intermediari. Così, allorché si tratti di eseguire obblighi dei clienti al dettaglio, tanto nell'individuazione delle *trading venues* quanto nell'effettiva esecuzione degli ordini, gli intermediari (ai sensi dell'art. 45, Reg. Int.) dovranno attenersi al corrispettivo totale<sup>92</sup> (dato dal prezzo dello strumento e da tutti i costi di esecuzione) a carico del cliente come criterio principe, piuttosto che basarsi su altri criteri, quale ad esempio il tempo di esecuzione. Regola diversa vale invece per i clienti professionali, per i quali il criterio del corrispettivo può

---

<sup>90</sup> Va pure ricordato che tra gli obblighi relativi alla *best execution* rientra anche quello di fornire ai clienti apposite informazioni concernenti la strategia di esecuzione o di trasmissione degli ordini adottati dall'intermediario. Sul punto, cfr. LEGGIERI (nt. 31), p. 546.

<sup>91</sup> ANNUNZIATA (nt. 88), p. 162; nello stesso senso: MAGGIOLO (nt. 59), p. 413; NERVEGNA, *La strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, Autorità di vigilanza e Conflitti di interesse*, a cura di F. del Bene, Milano, 2009, p. 195.

<sup>92</sup> L'art. 45, Reg. Int. codifica così il criterio della c.d. *total consideration*: cfr. FERRARINI (nt. 76), p. 409.

cedere il passo ad altri parametri, individuati nella liquidità, tempestività dell'esecuzione e costi di regolamento<sup>93</sup>.

La discrezionalità dell'intermediario può essere vincolata del resto dagli stessi clienti, a cui è riservata la facoltà di impartire agli intermediari ordini con specifiche istruzioni sia nel caso di esecuzione diretta da parte di questi, sia nel caso di loro trasmissione a terzi<sup>94</sup>.

Coerentemente con la finalità di assicurare il migliore risultato possibile per i clienti, è poi previsto un ulteriore vincolo alla discrezionalità degli intermediari: la strategia di esecuzione e/o trasmissione è infatti sottoposta a un obbligo di continua verifica e aggiornamento da parte dei soggetti abilitati. Così, questi ultimi dovranno procedere non solo a un continuo monitoraggio, ma pure a un riesame almeno annuale e, là dove si verificano accadimenti che possano influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo la *best execution*, a un pronto riesame della strategia di esecuzione<sup>95</sup>.

Va segnalato che il testo regolamentare opera una distinzione fra il monitoraggio delle misure di esecuzione degli ordini e la verifica della strategia di esecuzione. Ciò considerato, è stato sostenuto che la norma, da un lato, lascerebbe intendere che possono sussistere misure non rientranti nella strategia di esecuzione; dall'altro, che l'adozione di una strategia di esecuzione non esclude la necessità di prendere talvolta ulteriori misure di esecuzione<sup>96</sup>.

---

<sup>93</sup> Cfr. CESR, Best execution under MiFID. Questions and Answers, Maggio 2007, p. 8-9, ove appunto si afferma che «Total consideration is the price of the financial instrument and the costs related to execution, including all expenses incurred by the client which are directly related to the execution of the order such as execution venue fees, clearing and settlement fees, and any other fees paid to third parties involved in the execution of the order». Rileva acutamente che il riferimento a criteri diversi dal corrispettivo totale va tuttavia attentamente valutato allorché si ponga attenzione al fatto che nella categoria dei clienti professionali sono compresi anche soggetti che in realtà operano per conto o nell'interesse ultimo di clienti al dettaglio: cfr. ANNUNZIATA (nt. 88), p. 163.

<sup>94</sup> Resta inteso che le istruzioni potranno anche riguardare solo alcuni aspetti dell'ordine, che per il resto dovrà esser integrato secondo la politica di esecuzione e/o trasmissione dei soggetti abilitati. In tal senso ANNUNZIATA (nt. 37), p. 145; LEGGIERI (nt. 31), p. 546; DE POLI (nt. 88), p. 70. Nessuna norma del resto vieta agli intermediari di invitare i clienti a scegliere tra due o più sedi di esecuzione specifiche, sempreché tali sedi siano individuate secondo la politica di esecuzione: cfr. considerando n. 68, Direttiva 2006/73/CE.

<sup>95</sup> Cfr. CESR, Best execution under MiFID. Questions and Answers, Maggio 2007, p. 13, dove una descrizione dell'attività di monitoraggio che include «comparing similar transactions: (i) on the same execution venue or with the same entity, in order to test whether a firm's judgement about how orders are executed is correct, or (ii) on different execution venues or entities chosen from among those in the firm's (execution) policy, in order to test whether the 'best' execution venue or entity is being chosen for a given type of transaction».

<sup>96</sup> MAGGIOLO (nt. 59), p. 409.

Non pare invero che la detta interpretazione vada seguita. A ben vedere, infatti, il testo dell'art. 45 Reg. Int. appare univoco nello stabilire che la strategia di esecuzione debba comprendere tanto le misure per l'individuazione delle *trading venues*, quanto le misure esecutive. Del resto, opinando diversamente si giungerebbe a concludere che le misure esecutive ulteriori, non comprese nella strategia di esecuzione, non siano in alcun caso comunicate agli investitori, né assoggettate all'obbligo di continuo aggiornamento, atteso che sia l'art. 46, Reg. Int., in materia di informazioni, sia l'art. 47, Reg. Int. (che dispone l'aggiornamento) fanno unicamente riferimento alla strategia di esecuzione (e in forza di esplicito richiamo, a quella di trasmissione). Pur rilevata la scarsa precisione linguistica della norma regolamentare<sup>97</sup>, sembra invece preferibile ritenere che, con una simile espressione ridondante, non si voglia far altro che evidenziare l'importanza del momento esecutivo della strategia di esecuzione.

In questo quadro normativo, risulta chiaro che, anche al fine di garantire il costante aggiornamento prescritto dal regolamento, i soggetti abilitati siano chiamati a predisporre una procedura interna specifica, la quale appunto consenta di verificare costantemente l'efficacia della strategia di esecuzione e/o di trasmissione adottata<sup>98</sup>.

Completano gli obblighi di *best execution*, le previsioni relative alla gestione degli ordini dei clienti, per la quale l'art. 49, Reg. Int. dispone che l'intermediario adotti misure organizzative finalizzate alla rapidità, correttezza ed efficienza nella loro esecuzione<sup>99</sup>.

Tutto ciò considerato, pare chiaro che gli investitori potrebbero essere pregiudicati nei patrimoni affidati agli intermediari là dove questi ultimi non abbiano diligentemente definito e applicato la strategia di esecuzione/trasmissione, ossia qualora non abbiano correttamente provveduto a: *i*) individuare per ciascuna categoria di strumento finanziario le sedi di esecuzione dove è ragionevole ottenere il miglior risultato possibile per il cliente; *ii*) scegliere la sede di esecuzione dell'ordine dei clienti tra quelle prima individuate, secondo i criteri previsti dalla legge o definiti dal cliente ed eseguire gli ordini in modo rapido, corretto ed efficace; *iii*) aggiornare e verificare l'efficacia della strategia

---

<sup>97</sup> Ormai da tempo si sottolinea l'imprecisione linguistica, oltre che concettuale, della legislazione settoriale, in genere, e di quella dell'intermediazione finanziaria in particolare: cfr. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, p. 300 ss.; REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 618.

<sup>98</sup> Così, LEGGIERI (nt. 31), p. 550.

<sup>99</sup> Su cui vedi paragrafo 4.3.

di esecuzione e/o trasmissione. E si tenga peraltro presente che in tali casi – e nel seguito vedremo quanto questo elemento sia importante per l'inquadramento generale della fattispecie – dovrà essere l'intermediario a dimostrare di aver dato esecuzione agli ordini dei clienti secondo la generale strategia di esecuzione predisposta (cfr. art. 46, comma 5, Reg. Int.).

#### 4.1 Il giudizio di adeguatezza e appropriatezza.

Tra le regole generali che presiedono lo svolgimento dei servizi di investimento hanno di certo una particolare importanza quelle relative al giudizio di “adeguatezza” e di “appropriatezza”. Sulla base del tipo di servizio di investimento prestato, come noto, gli intermediari sono tenuti a valutare l'adeguatezza dell'investimento al profilo del cliente e a compiere un giudizio circa la sua appropriatezza a meno che non ricorrano nella fattispecie concreta i requisiti di cui all'art. 43, Reg. Int., i quali legittimano i soggetti abilitati a limitarsi a dare esecuzione agli ordini ricevuti (c.d. *execution only*)<sup>100</sup>.

Non si crede di errare quando si afferma che il giudizio di adeguatezza e di appropriatezza richiesto dal legislatore *presuppone l'adozione di specifiche misure organizzative*, la cui esatta definizione e applicazione da un lato viene rimessa, in una certa misura, alla discrezionalità dell'intermediario, mentre, dall'altro, costituisce il presupposto per il corretto e trasparente svolgimento dei servizi di investimento. Ma procediamo con ordine e vediamo come il compimento dei detti giudizi sia appunto determinato da misure organizzative.

<sup>100</sup> Sul punto, si ricorda che le condizioni previste dagli articoli 43 e 44 Reg. Int. per la prestazione di servizi in *execution only* segnatamente sono: *i*) i servizi abbiano ad oggetto strumenti finanziari “non complessi” così come definiti negli articoli in parola (tra cui, ad esempio, azioni quotate, strumenti del mercato monetario, obbligazioni, OICR armonizzati. A tal riguardo si segnala che la Direttiva 2014/65/UE all'art. 25, paragrafo 4 modifica, seppur leggermente, l'indicazione degli strumenti che possono essere prestati secondo questa modalità); *ii*) il servizio sia prestato a iniziativa del cliente; *iii*) l'intermediario rispetti gli obblighi in materia di conflitti di interessi. Tra le diverse questioni che le norme in esame hanno sollevato si ricorda in particolare quella relativa alla definizione del requisito dato dall'iniziativa del cliente. In proposito, importa ricordare il considerando 30 della Direttiva 2004/39/CE, il quale fa riferimento alla presenza di «comunicazioni personalizzate» da parte dell'intermediario al cliente. Sicché, non dovrebbe essere possibile procedere alla prestazione dei servizi in *execution only*, qualora l'intermediario abbia effettuato nei confronti dei clienti specifiche attività di promozione od offerta (in tal senso BRESCIA MORRA, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 529. È stato tuttavia rilevato che le indicazioni fornite dalla direttiva comunitaria sono alquanto generiche, specie ove analizzate in prospettiva di un possibile contenzioso: cfr. ANNUNZIATA (nt. 37), p. 144.

Col giudizio di adeguatezza, oggi previsto per la gestione di portafogli e il servizio di consulenza, i soggetti abilitati, come noto, valutano appunto che la specifica operazione sia tale non solo da consentire al cliente di comprenderne i rischi, ma anche che la stessa sia conforme agli obiettivi di investimento del cliente e che quest'ultimo sia in grado di sopportarne finanziariamente tutti i rischi connessi<sup>101</sup>. Il giudizio di appropriatezza, previsto per gli altri servizi di investimento (e sempreché gli stessi non siano prestati in *execution only*) è finalizzato invece alla mera verifica del possesso, da parte del cliente, di un livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi dell'operazione<sup>102</sup>. Le due fattispecie presentano come noto notevoli differenze, specie sul piano delle conseguenze del giudizio medesimo: in un caso, là dove l'operazione sia ritenuta non adeguata, è fatto divieto all'intermediario di darle esecuzione; nell'altro, invece, qualora il cliente reiteri l'ordine o lo confermi, il soggetto abilitato potrà procedere comunque con l'investimento/disinvestimento, anche quando si tratti di un investimento inappropriato<sup>103</sup>.

Il compimento del giudizio di adeguatezza può essere scomposto in diversi momenti. In primo luogo, l'intermediario dovrà infatti, secondo quanto previsto dal regolamento intermediari (art. 39, Reg. Int.), raccogliere numerose informazioni attinenti, segnatamente: *i*) alla conoscenza ed esperienza del cliente nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio; *ii*) alla sua situazione finanziaria; e *iii*) ai suoi obiettivi di investimento. La norma regolamentare elenca nel dettaglio le informazioni che, per ciascun elemento, devono essere richieste ai clienti<sup>104</sup>. In concreto, tuttavia, non

<sup>101</sup> Precisa ora la Direttiva 2014/65/UE (art. 25, paragrafo 2) che nella valutazione della situazione finanziaria va considerata anche «la capacità di tale persona di sostenere perdite» e che tra gli obiettivi di investimento va considerata anche «la sua tolleranza al rischio».

<sup>102</sup> Si spiega quindi perché ai clienti è richiesto di fornire informazioni solo in merito alla loro conoscenza ed esperienza nel settore d'investimento in relazione al tipo di strumento o servizio proposto o chiesto (art. 41, Reg. Int.). La finalità del giudizio spiega perché la valutazione in questione è esclusa nel caso in cui il cliente sia qualificabile come professionale; in tali casi infatti potrà presumersi che gli stessi siano ben in grado di comprendere i rischi connessi ai servizi d'investimento o alle operazioni in questione (art. 42, comma 2, Reg. Int.). Resta poi escluso lo svolgimento del giudizio in questione per il caso di controparti qualificate (art. 58, comma 3, Reg. Int.).

<sup>103</sup> Segnalano come dal divieto di svolgere operazioni inadeguate si ricavi come il livello di protezione accordato al cliente sia in tal caso corrispondente non tanto all'esigenza di tutela del cliente, bensì piuttosto a quella di tutelare il risparmio in quanto tale: SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 42; SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, Torino, 2011, p. 296.

<sup>104</sup> Più nel dettaglio: *i*) l'esperienza e la conoscenza del cliente presuppongono informazioni relative ai tipi di servizi con i quali il cliente ha dimestichezza, la natura, il volume e la frequenza delle operazioni realizzate in passato; il livello di istruzione e la professione del cliente. In poche parole, si tratta di avere

sempre sarà doveroso, per ogni investitore e operazione, fare riferimento a tutte le informazioni in questione. In applicazione del principio di proporzionalità è infatti richiesto che l'intermediario valuti se, nel caso di specie (e tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura del servizio e del tipo di prodotto od operazione previste), tutte le sopra ricordate informazioni siano o meno necessarie.

Prima di procedere al vero e proprio giudizio di adeguatezza, il soggetto abilitato dovrà poi verificare le informazioni ricevute. Non è tuttavia necessario che appuri se siano tutte veritiere: l'intermediario è infatti tenuto solamente ad assicurarsi che le stesse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete. Là dove invece le informazioni risultino inattendibili, il rifiuto da parte del cliente di fornire ulteriori dati pare giustificare, al pari di quanto previsto dall'art. 39, comma 6, Reg. Int., l'obbligo per l'intermediario di astenersi dal compiere il servizio di gestione di portafogli o di consulenza<sup>105</sup>.

Quanto detto pone l'accento peraltro sul dovere dell'intermediario di aggiornare il profilo del cliente. Nel sistema attuale, il detto obbligo deriva sia dal fatto che le informazioni contemplate nell'art. 39, Reg. Int. sono in sé e per sé soggette a mutamento, sia dal dovere dell'intermediario di non fare affidamento sulle informazioni manifestamente superate<sup>106</sup>. A ciò si aggiunga che la previsione di un costante aggiornamento è altresì prevista dall'ESMA, negli "Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID" del 25 giugno 2012.

Nella fase di giudizio vero e proprio l'intermediario dovrà infine verificare che lo strumento finanziario e l'operazione in esame siano appunto conformi al profilo del

---

informazioni circa gli investimenti effettuati in precedenza e in merito al livello culturale del cliente. *ii*) La situazione finanziaria fa riferimento alla fonte e alla consistenza del reddito, del patrimonio complessivo e dei suoi impegni finanziari. *iii*) Gli obiettivi di investimento riguardano in sostanza informazioni circa l'orizzonte temporale che il cliente si prefigge, nonché le preferenze in materia di rischio e le finalità dell'investimento. È stato rilevato che tale ultimo aspetto presenta un certo grado di ambiguità, dato dal fatto che l'intermediario si potrà basare sulla valutazione solo sulle affermazioni del cliente, non essendo le stesse riscontrabili sulla base di elementi oggettivi: cfr. BRESCIA MORRA (nt. 100), p. 528.

<sup>105</sup> Così, ANNUNZIATA (nt. 37), p. 141; MAGGIOLO (nt. 59), p. 390. In tal caso del resto l'intermediario potrà subito decidere di astenersi dal compiere l'operazione oppure potrà chiedere ulteriori informazioni al cliente. È vietato invece incoraggiare i clienti a non fornire le informazioni richieste (cfr. art. 39, Reg. Int).

<sup>106</sup> ANNUNZIATA (nt. 37), p. 142; LENER, LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, p. 396, i quali (con specifico riferimento alla valutazione di adeguatezza in relazione a strumenti derivati) rilevano che gli intermediari, dopo la conclusione del contratto, sono tenuti ad attivare procedure aziendali interne che consentano di monitorare nel tempo l'evoluzione di posizione coperte o di copertura. Vedi pure, in tal senso Circolare ABI, Serie tecnica n. 39 del 7 agosto 2009, Linee guida validate dalla Consob – 5 agosto 2009. Linee guida interassociative per l'applicazione delle misure Consob di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi.

cliente e ai suoi obiettivi, così come ricostruito sulla base delle informazioni raccolte. A tal proposito, si consideri che la valutazione circa l'adeguatezza è necessario riguardi l'investimento nel suo complesso, cosicché una data operazione – in sé coerente con obiettivi e profilo del cliente – potrà essere anche inadeguata, ove sia ripetuta con una certa frequenza<sup>107</sup>.

Se questi sono i momenti di cui si compone il giudizio di adeguatezza, ciascuno di essi, a ben vedere, si concretizza nell'applicazione al caso concreto di misure organizzative dell'intermediario che consentono di compiere le necessarie valutazioni. In altre parole, il comportamento prescritto per la valutazione di adeguatezza non è altro che una messa in atto di procedure interne operanti per la generalità dei casi.

Quanto detto trova puntuale conferma nelle previsioni degli orientamenti ESMA in materia di adeguatezza del 25 giugno 2012. Con queste linee guida, l'Autorità europea fornisce importanti indirizzi in merito all'applicazione delle direttive di primo e secondo livello. Non si ignora che tali orientamenti non costituiscano di certo veri e propri obblighi di legge<sup>108</sup>. Cionondimeno, altrettanto certamente, le stesse giocano un ruolo di prim'ordine nella valutazione *ex post* del comportamento degli intermediari, influenzando quindi le scelte preventive di questi ultimi.

Più nel dettaglio, per quanto riguarda la raccolta delle informazioni relative ai clienti, le linee guida in parola prevedono che gli intermediari adottino delle procedure interne adeguate, volte appunto a consentire loro da un lato di raccogliere tutte le informazioni necessarie per compiere il giudizio di adeguatezza, ricorrendo ad esempio a questionari o interviste con i clienti; dall'altro, delle misure interne, che consentano ai soggetti abilitati di conoscere e comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari negoziati, dimodoché gli intermediari offrano ai clienti solamente prodotti o strumenti di cui siano comprese appieno le caratteristiche<sup>109</sup>.

---

<sup>107</sup> Si tratta del noto fenomeno del c.d. *churning*; oggi espressamente vietato dall'art. 40, Reg. Int. In argomento, vedi SARTORI (nt. 11), 2004, p. 299 ss.

<sup>108</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2005, p. 45, ove ulteriori riferimenti.

<sup>109</sup> Cfr. Esma, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID del 25 giugno 2012, p. 6-7. Evidenzia l'importanza di realizzare in concreto un'effettiva conoscenza del cliente e degli strumenti finanziari negoziati MORERA, *I rapporti tra banca-cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009, p. 49, il quale peraltro rimarca il ruolo essenziale giocato in tali valutazioni (e in genere nel rispetto degli obblighi comportamentali) dalla formazione dei dipendenti degli intermediari. Per tali rilievi v. pure: PELLEGRINI (nt. 53), p. 849.



Anche la fase della verifica delle informazioni acquisite è poi assistita dalla presenza di procedure organizzative, che l'intermediario adotta per verificare appunto l'affidabilità dei dati raccolti sui clienti. È così previsto che gli intermediari non facciano indebitamente affidamento sulle autovalutazioni dei clienti in relazione alle loro conoscenze, esperienze e situazione finanziaria ma, tramite le procedure adottate, valutino l'eventuale presenza di evidenti inesattezze nelle informazioni fornite dai propri clienti. La verifica delle stesse comprende, del resto, anche il vaglio delle modalità con cui vengono raccolte dai soggetti abilitati: si dovranno perciò evitare domande atte a indurre i clienti a certi tipi di investimento<sup>110</sup>.

Come anticipato, gli intermediari dovranno poi aver cura di aggiornare le informazioni ricevute dai clienti. A tal fine, i soggetti dovranno predisporre una procedura adeguata che consenta di definire quali siano i dati soggetti ad aggiornamento e che definisca le modalità operative dell'aggiornamento medesimo, nonché le misure che l'intermediario deve adottare allorché riceva informazioni aggiuntive o nel caso in cui il cliente non fornisca le informazioni richieste<sup>111</sup>.

Col giudizio di adeguatezza vero e proprio, le procedure interne adottate dovranno poi consentire all'intermediario di verificare che le caratteristiche materiali degli investimenti, presi in considerazione durante la fase di valutazione siano appunto compatibili col profilo del cliente, ricostruito secondo tutte le informazioni disponibili. Inoltre, là dove vengano adottati strumenti tecnici per lo svolgimento di tale giudizio (quali ad esempio portafogli modello, software per l'*asset allocation* o uno strumento di profilatura per potenziali investitori), l'intermediario dovrà altresì disporre di sistemi e controlli adeguati per garantire che tali strumenti siano adatti<sup>112</sup>.

---

<sup>110</sup> Cfr. Esma, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID del 25 giugno 2012, p. 10-11.

<sup>111</sup> Cfr. Esma, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID del 25 giugno 2012, p. 10-12.

<sup>112</sup> Cfr. Esma, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID del 25 giugno 2012, p. 14, ove peraltro si specifica che i detti strumenti tecnici adottati dagli intermediari «dovrebbero essere studiati in modo da tenere conto di tutte le caratteristiche specifiche pertinenti di ciascun cliente o di ciascuno strumento finanziario». Peraltro nelle linee guida si puntualizza che le procedure interne dovrebbero, tra l'altro, consentire che: i servizi di gestione di portafoglio e consulenza tengano conto di un adeguato livello di diversificazione del rischio; il cliente abbia una comprensione adeguata del rapporto tra il rischio e il rendimento; eventuali conflitti di interesse non influiscano negativamente sulla qualità della valutazione dell'adeguatezza. Rilevante nello svolgimento del giudizio di adeguatezza è anche determinare chi dovrebbe essere soggetto alla valutazione dell'adeguatezza, nel caso di persone giuridiche o di investimenti realizzati da due o più persone fisiche. A tal riguardo, è espressamente previsto che i soggetti

Specifica considerazione è da ultimo riservata alla previsione di procedure interne finalizzate alla conservazione della documentazione e alla verifica di eventuali errori riguardanti la valutazione dell'adeguatezza (es. i casi di *mis-selling*)<sup>113</sup>. Ciò acquista particolare importanza in presenza di contestazioni degli investitori circa la violazione degli obblighi di adeguatezza: in tali casi infatti, come vedremo, l'intermediario dovrà dimostrare quale sia stata la procedura seguita nel caso di specie e se la stessa sia stata conforme o meno agli *standard* interni previsti e agli obblighi di legge.

Tutto ciò considerato si comprende bene come, accanto alle definizioni di specifiche procedure interne, un ruolo di sicura rilevanza è in sostanza riservato alla formazione del personale. Per vero, per quanto la conduzione del giudizio di adeguatezza possa essere devoluta a meccanismi più o meno standardizzati e informatizzati, resta il fatto che, data la natura stessa delle verifiche e del flusso informativo tra intermediari e clienti, è imprescindibile che nelle misure organizzative interne sia riservato un ruolo specifico alla formazione e all'aggiornamento di coloro i quali entreranno in contatto con la clientela<sup>114</sup>. Sicché, anche questi aspetti potranno influire sulla valutazione dell'adeguatezza organizzativa dell'intermediario.

Ciò detto, per quanto la regolamentazione di secondo livello, nonché gli orientamenti dell'autorità di controllo diano precise indicazioni circa le finalità, e talora anche le caratteristiche che le procedure interne devono avere per curare al meglio

---

abilitati si dotino di un'apposita procedura interna finalizzata a stabilire quale sia appunto il soggetto nei cui confronti svolgere la valutazione di adeguatezza.

<sup>113</sup> Cfr. Esma, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID del 25 giugno 2012, p. 14.

<sup>114</sup> Cfr. Esma, Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID del 25 giugno 2012, p. 7, ove appunto si afferma che «le imprese di investimento sono tenute a garantire che il personale coinvolto in aspetti rilevanti del processo di adeguatezza possieda un livello adeguato di conoscenze e competenze». Evidenzia come nell'assetto *post* MiFID del giudizio di adeguatezza sia necessario che l'intermediario provveda a importanti investimenti nella formazione dei dipendenti stabili ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 737. Da ultimo, vedi pure il considerando n. 79, direttiva 2014/65/UE, ove si afferma che «stante la complessità dei prodotti di investimento e la loro sempre maggiore innovatività, è importante anche assicurare che il personale addetto alla consulenza o alla vendita di prodotti di investimento alla clientela al dettaglio possieda un adeguato livello di conoscenze e competenze sui prodotti offerti. Le imprese di investimento dovrebbero dare al proprio personale il tempo e le risorse sufficienti ad acquisire le conoscenze e competenze richieste e a utilizzarle nella prestazione di servizi alla clientela», nonché l'art. 16, paragrafo 2 (che riproduce in sostanza l'art. 13, paragrafo 3 della direttiva MiFID) ove si afferma: «le imprese di investimento applicano politiche e procedure sufficienti a garantire che l'impresa, ivi compresi i suoi dirigenti, i suoi dipendenti e gli agenti collegati, adempiano agli obblighi che incombono loro in virtù della presente direttiva...».

l'interesse dei clienti, è invero evidente che la concreta definizione e valutazione delle stesse è demandata alla discrezionalità (e dunque diligenza) degli operatori.

Si pone dunque la questione di stabilire se, e in quali limiti, l'intermediario possa essere chiamato a rispondere direttamente nei confronti del cliente, che lamenti il compimento di un investimento pregiudizievole, qualora il soggetto abilitato non abbia adottato, o siano state violate (anche a seguito della scarsa preparazione dei propri dipendenti), adeguate procedure interne per garantire: *i)* la corretta raccolta delle informazioni dal cliente e la valutazione e conoscenza dei prodotti finanziari; *ii)* il vaglio dell'affidabilità delle informazioni fornite dai clienti; *iii)* l'aggiornamento di tali informazioni; *iv)* la verifica che lo strumento finanziario sia adeguato in concreto al profilo del cliente e ai suoi obiettivi.

Chiarite le questioni in merito al giudizio di adeguatezza, non rimane che svolgere alcune brevi considerazioni in merito a quello di appropriatezza. Al riguardo, va detto che i momenti in cui si articola il giudizio di appropriatezza appaiono pressoché identici a quelli previsti per la valutazione di adeguatezza. Diverso è però anzitutto l'ambito di estensione del giudizio richiesto, nonché delle informazioni che il cliente dovrà fornire: per la valutazione di appropriatezza è infatti sufficiente che l'intermediario consideri solamente se l'operazione sia tale da consentire al cliente di comprenderne i rischi. Non coincide neanche l'ambito soggettivo di applicazione, poiché per i clienti professionali vale una presunzione di piena comprensione dei rischi e le controparti qualificate vengono escluse del tutto. Differente è poi, come già detto, la conseguenza in caso di giudizio negativo e qualora il cliente non fornisca le informazioni richieste dall'intermediario: ostativa allo svolgimento del servizio in un caso; solo fonte di uno specifico avviso, nel caso del giudizio di appropriatezza.

Si può pertanto concludere affermando che le procedure interne per il caso della valutazione di appropriatezza saranno in sostanza le stesse (seppur semplificate) di quelle previste per il giudizio di adeguatezza.

## **4.2 La classificazione della clientela.**

Elemento centrale del sistema di tutela approntato dalla MiFID 1 è di certo la classificazione della clientela. Come noto, a seconda di quali caratteristiche ricorrono,

L'attuale disciplina distingue i clienti in tre tipologie: "controparti qualificate", clienti "professionali" e, in via residuale, clienti "al dettaglio"<sup>115</sup>. Evidente applicazione del principio di proporzionalità<sup>116</sup>, la detta distinzione è oggi affidata, in linea di massima, a criteri oggettivi<sup>117</sup>. Tale tendenza risulta tuttavia disattesa segnatamente con riguardo al caso in cui, per iniziativa del cliente o dell'intermediario, venga mutata la classificazione in origine prevista. Ed è proprio con riguardo a tale ipotesi che le misure organizzative interne degli intermediari assumono particolare rilievo.

In altri termini, va qui posta l'attenzione alle regole organizzative previste per il caso in cui un cliente al dettaglio chieda all'intermediario di essere trattato come cliente professionale oppure, all'opposto, un soggetto considerato quale controparte qualificata o cliente professionale faccia istanza per essere qualificato come cliente al dettaglio<sup>118</sup>.

Più in particolare, occorre fare attenzione anzitutto all'eventualità per cui un cliente al dettaglio chieda di transitare nella fascia superiore, e venga perciò trattato come cliente professionale. Si tratta di quelli identificati come "clienti professionali a richiesta".

Ora, l'Allegato n. 3, Reg. Int., dopo aver espressamente sancito che non è possibile presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze in effetti equiparabili a quelli professionali, dispone che la disapplicazione di regole di condotta (previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali) venga consentita là dove l'intermediario possa ragionevolmente ritenere (tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti) che il cliente è in grado non solo di adottare con consapevolezza decisioni in materia di investimenti, ma anche di comprendere i rischi che assume. Per far ciò, il soggetto abilitato dovrà effettuare una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente.

---

<sup>115</sup> Si constata comunque che la categoria della "controparte qualificata" vale solo con riferimento alla prestazione dei servizi di cui all'art. 1, comma 5, lett. a), b) ed e), Tuf. Si aggiunge poi, per completezza, che la categoria dei clienti professionali può essere suddivisa in clienti professionali pubblici o privati: nel seguito si prenderanno in considerazione solo questi ultimi.

<sup>116</sup> MAGGIOLÒ (nt. 59), p. 375; DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di Amoroso, Milano, 2008, p. 103.

<sup>117</sup> Più precisamente: il requisito della professionalità risulta in via automatica là dove si tratti di: *i*) soggetti tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari (come, ad esempio, banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione); *ii*) le imprese societarie di grandi dimensioni (ossia quelle che abbiano almeno uno dei seguenti requisiti: un totale di bilancio di euro 20.000.000; un fatturato netto di euro 40.000.000; fondi propri per un ammontare di euro 2.000.000); *iii*) i c.d. investitori istituzionali (cioè i soggetti per i quali l'attività principale è data dal compimento di investimenti in strumenti finanziari).

<sup>118</sup> Si tratta di quello che, con azzeccata espressione, è stato definito "sistema degli ascensori": cfr. DI AMATO (nt. 116), p. 105.

La disposizione regolamentare detta poi alcuni indici e prevede che, qualora siano presenti nel caso di specie almeno due di tali indici, l'intermediario possa dar seguito alla richiesta del cliente<sup>119</sup>. Il che tuttavia non sembra escludere il dovere del soggetto abilitato di verificare che il cliente – in concreto – sia in grado di compiere scelte di investimento consapevoli. Invero, resta il fatto che, benché siano accertati due dei parametri oggettivi indicati nella norma di dettaglio, il cliente in pratica non sia in grado di adottare una scelta consapevole.

Ciò considerato, si deve ritenere che la valutazione dell'intermediario non possa arrestarsi alla verifica della sussistenza degli indici previsti, bensì debba condurre ad una più ampia analisi delle caratteristiche del cliente che, entro il limite della ragionevolezza, consenta di valutare se quest'ultimo sia o meno in grado di compiere effettivamente scelte consapevoli<sup>120</sup>.

Del resto, la norma regolamentare ha cura di precisare che, prima di accettare richieste di rinuncia alla protezione delle norme di comportamento, «devono essere adottate tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente che chiede di esser considerato cliente professionale soddisfi i requisiti indicati»: precisazione che pare acquisti significato solo ove la stessa sia riferita non tanto a quegli elementi puntualmente definiti e circostanziati, quanto piuttosto allo *standard* generale che rinvia alla valutazione ragionevole dell'intermediario.

In conseguenza di ciò, sembra possibile affermare che la suddetta valutazione sia affidata specificamente a procedure organizzative: l'allegato 3, introducendo un vero e proprio obbligo di immediata incidenza organizzativa, prevede infatti che «gli

---

<sup>119</sup> Nello specifico si tratta di valutare se: *i*) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; *ii*) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000€; *iii*) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. Il regolamento precisa altresì che in caso di persone giuridiche la valutazione circa l'esistenza dei requisiti menzionati debba essere condotta con riferimento alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima. Evidenza come la nuova disciplina abbia il pregio di superare il precedente regime che consentiva il riconoscimento della qualifica di operatore qualificato sulla base della sola dichiarazione del richiedente PELLEGRINI (nt. 53), p. 845.

<sup>120</sup> Cfr. PROIETTO, *La nozione di operatore qualificato tra vecchia e nuova disciplina*, in *I contratti*, 2008, p. 1141; PERRONE, *La classificazione della clientela*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 511, il quale peraltro precisa che la sussistenza dei parametri oggettivi giustifica una presunzione semplice di consapevolezza in capo all'investitore, sicché tale risultanza potrà essere contestata solo in presenza della prova, da parte del cliente, di circostanze tali da fondare la ragionevole possibilità di una conclusione opposta.

intermediari devono adottare per iscritto misure interne appropriate per classificare i clienti»<sup>121</sup>. E in tali misure dovranno essere comprese, con evidenza, quelle relative alla conduzione del giudizio circa la capacità del cliente di condurre scelte consapevoli.

Oltre al generale rinvio alle misure organizzative interne, la norma prevede peraltro i momenti principali del processo di valutazione, disponendo in sostanza uno scambio di dichiarazioni tra intermediario e cliente, con le quali, da un lato, il cliente chiede di poter essere trattato diversamente; e dall'altro l'intermediario informa il primo delle conseguenze del cambiamento richiesto<sup>122</sup>. A ciò si aggiunga poi che la riclassificazione di un cliente al dettaglio come cliente professionale non è di certo immutabile, essendo invero previsto l'obbligo del cliente di informare l'intermediario di tutti gli eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare la classificazione, nonché viceversa l'obbligo dell'intermediario di adottare «provvedimenti appropriati», qualora constatati che il cliente non soddisfi più le condizioni per appartenere alla categoria.

È chiaro quindi come torni ancora una volta in rilievo la discrezionalità tecnica (i.e. diligenza) dell'intermediario, che stavolta entra in gioco nel definire ed attuare le procedure interne finalizzate a processare correttamente le istanze di riclassificazione dei clienti al dettaglio. Il che apre la strada a possibili contestazioni da parte dei clienti, là dove: *i*) sia stata adottata una procedura non adeguata; *ii*) sia stata violata una procedura pur correttamente definita.

Quanto detto peraltro assume un tratto particolare che è bene evidenziare. L'eventuale contestazione da parte del cliente circa la violazione di regole organizzative sarà possibile sebbene la variazione di classificazione sia avvenuta (e non potrebbe essere altrimenti) su iniziativa del cliente stesso. Pertanto, è evidente che la procedura interna non è diretta (o quanto meno, non lo è solamente) alla tutela del singolo investitore in quanto tale (che ha espressamente richiesto la riclassificazione), ma è piuttosto volta (come vedremo meglio nel seguito dell'indagine) a tutelare il corretto svolgimento della

---

<sup>121</sup> Rileva la centralità (e l'importanza di una loro attenta definizione) delle procedure organizzative nella valutazione delle richieste di riclassificazione MORERA (nt. 109), p. 44. Afferma espressamente l'esistenza di un vero e proprio obbligo organizzativo: MINNECI (nt. 20), p. 139.

<sup>122</sup> Nel dettaglio è previsto che: *i*) i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto a un particolare servizio od operazione di investimento; *ii*) l'intermediario deve avvertire i clienti, con una apposita comunicazione, circa quali protezioni e diritti di indennizzo lo stesso possa perdere; *iii*) i clienti devono dichiarare per iscritto di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni.

funzione pubblica dell'intermediazione, e dunque la migliore gestione possibile del risparmio: siamo così oltre il rapporto bilaterale.

Tutto ciò chiarito per l'eventualità in cui sia un cliente al dettaglio a chiedere una diversa classificazione, resta adesso da verificare se vi siano specifici obblighi organizzativi, anche qualora il soggetto abilitato sia chiamato a misurarsi con il mutamento di classificazione di una controparte qualificata o di un cliente professionale.

In effetti, la norma regolamentare non fa alcun espresso rinvio a previsioni organizzative, prevedendo solo che il cliente e l'intermediario possano giungere a un accordo, che stabilisca i servizi e le operazioni per i quali si applichino le maggiori tutele dei clienti al dettaglio.

In questo contesto, si pone perciò la questione di stabilire se e in che misura la previsione di obblighi organizzativi possa essere ricavata *aliunde* dall'interprete. Più in particolare, il problema sembra sorgere in riferimento ai casi di declassamento di un cliente professionale o qualificato, che avvenga su iniziativa dell'intermediario medesimo. Si tratta del caso previsto dall'art. 57, comma 3, Reg. Int., ai sensi del quale gli intermediari possono, su loro iniziativa (o su richiesta del cliente), declassare una controparte qualificata o un cliente professionale.

Orbene, occorre in via preliminare chiarire quale sia la posizione giuridica del soggetto abilitato, là dove questo venga a conoscenza di elementi concreti che manifestino l'inadeguatezza del soggetto a operare senza un adeguato grado di tutela. Al riguardo, va subito detto che non pare condivisibile la tesi di chi ha sostenuto che sussista l'obbligo di procedere al declassamento ogni qual volta l'intermediario abbia modo di constatare che, in realtà, il cliente non possiede le conoscenze adeguate per poter operare nel mercato senza le maggiori protezioni offerte dall'ordinamento<sup>123</sup>.

Sebbene infatti sia di certo comprensibile il ruolo centrale che la dottrina in parola attribuisce alla cura degli interessi dei clienti da parte dell'intermediario, non pare tuttavia che, solo per questo, si possa in ogni caso giungere a imporre al soggetto abilitato l'adozione di schemi organizzativi diversi da quelli prescelti: l'affermazione del carattere obbligatorio della riclassificazione comporterebbe difatti che l'intermediario dovrebbe

---

<sup>123</sup> TUCCI, "Servizio" e "contratto" nel rapporto tra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 197.

altresì mutare le proprie procedure organizzative interne, anche quando lo stesso avesse invece deciso di operare solo nei confronti di clienti professionali.

È preferibile perciò limitare l'esistenza di tale obbligo al caso in cui l'intermediario svolga già la propria attività, anche in favore di clienti al dettaglio<sup>124</sup>. Del resto, una conferma in tal senso sembra offerta dal fatto che l'allegato n. 3 sancisce l'obbligo dell'intermediario di adottare opportuni provvedimenti – sempreché accerti che il cliente professionale non abbia più i requisiti previsti – solo nel caso in cui si tratti di un cliente professionale su richiesta: il che con evidenza conferma come solo là dove l'intermediario tratti sia clienti al dettaglio che professionali si possa pretendere il rispetto dell'obbligo in esame.

Se dunque l'intermediario opera in favore di clienti sia al dettaglio sia professionali (o controparti qualificate), il corretto adempimento dell'obbligo di attivare uno *standard* di tutela più elevato non sembra poter prescindere dall'adozione di un'adeguata procedura interna, volta a rilevare e valutare gli elementi che testimoniano l'esigenza di una maggiore tutela del cliente.

### 4.3 La gestione degli ordini.

Nella regolamentazione dei servizi di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto dei clienti assume particolare rilevanza la disciplina in materia di gestione degli ordini<sup>125</sup>. In tal modo il legislatore comunitario, molto più che in passato<sup>126</sup>, intende sottoporre la gestione degli ordini dei clienti a specifiche regole e, segnatamente, a regole procedurali, capaci di prevenire comportamenti pregiudizievoli per i clienti.

<sup>124</sup> Così, MINNECI (nt. 20), p. 138.

<sup>125</sup> Sebbene la disciplina trova principalmente applicazione per i servizi di negoziazione (per conto proprio e di esecuzione degli ordini per conto dei clienti), si tenga comunque presente che la stessa regola altresì la prestazione del servizio di ricezione e trasmissione ordini (in relazione alla fase di trasmissione dell'ordine – cfr. ANNUNZIATA (nt. 37), p. 175), nonché, seppur solo in parte, la gestione di portafogli (cfr. art. 49, comma 6, Reg. Int. ai sensi del quale «il presente articolo, salvo quanto previsto dal comma 2 e dal comma 3, lettera c), si applica anche agli intermediari autorizzati alla gestione di portafogli». Va anche ricordato che, ai sensi dell'art. 58, comma 3, Reg. Int., la quasi totalità delle norme in materia di gestione di ordini non trovano applicazione.

<sup>126</sup> Difatti, prima dell'entrata in vigore della MiFID 1, la disciplina della gestione degli ordini dei clienti era per lo più rimessa ai generali doveri di diligenza, correttezza e trasparenza. In tale contesto, acquisivano particolare rilievo gli artt. 32, comma 1 e 33, comma 2 del regolamento Consob 11522/1998, che imponevano agli intermediari di eseguire o trasmettere gli ordini rispettando la priorità di tempo nella loro ricezione nella prestazione dei servizi di negoziazione e di ricezione e trasmissione degli ordini.



Così, ai sensi dell'art. 49, comma 1, Reg. Int., «gli intermediari che trattano ordini per conto dei clienti» devono predisporre «misure che assicurino una trattazione rapida, corretta ed efficiente di tali ordini rispetto ad altri ordini di clienti e agli interessi di negoziazione dello stesso intermediario»<sup>127</sup>.

Va subito evidenziato che la norma in parola si caratterizza per l'elevato margine di autonomia lasciato agli intermediari nella predisposizione delle misure organizzative e procedurali considerate ragionevoli per assicurare appunto una trattazione efficiente degli ordini. Al tempo stesso, sono previste tuttavia alcune *rules* che specificano la regola generale prevista, limitando così la discrezionalità dell'intermediario<sup>128</sup>.

Più in particolare, è necessario che: *i)* gli ordini siano prontamente e accuratamente registrati e assegnati; *ii)* gli ordini equivalenti siano trattati in successione e con prontezza; *iii)* il cliente sia specificamente informato circa eventuali difficoltà rilevanti, che potrebbero influire sulla corretta esecuzione degli ordini. A ciò si aggiunge poi che, nel caso in cui provveda anche al regolamento degli ordini eseguiti, l'intermediario dovrà inoltre adottare presidi organizzativi per consentire che gli strumenti finanziari o le somme di denaro dei clienti, ricevuti a regolamento dell'ordine eseguito, siano prontamente e correttamente trasferiti sui conti del cliente<sup>129</sup>.

Tra le misure organizzative che l'intermediario deve disporre uno spazio specifico va riservato alle misure organizzative in merito all'aggregazione degli ordini. E così

---

<sup>127</sup> Si tenga conto che col requisito della "rapidità" si fa riferimento al principio di priorità nell'esecuzione: il che è volto a garantire non solo la parità di trattamento ma anche l'efficace funzionamento del mercato. Sul punto: cfr. SARTORI (nt. 11), p. 239; DE POLI (nt. 88), p. 72.

<sup>128</sup> Tipico della legislazione di settore è la compresenza di *rules* e *standards* con riferimento alla medesima fattispecie: il che - è stato acutamente osservato - «pone, naturalmente, un problema teorico di compatibilità[...] in ordine al quale non sembra potersi prescindere da una duplice indicazione sistematica. Anzitutto, la scelta del legislatore di regolare la materia mediante la contemporanea previsione di *standards* e *rules*: con la conseguenza dell'impraticabilità di soluzioni unilaterali che neghino l'un profilo in nome dell'altro e, per converso, la necessità di pervenire a soluzioni capaci di contemperare la riduzione dei costi garantita dalle *rules* con la necessità di evitare fenomeni di *underinclusion*. In secondo luogo, il necessario rispetto, nell'applicazione delle clausole generali, delle scelte fondamentali operate dall'ordinamento: specificamente identificabili [...] in una tutela dell'investitore collocata nel contesto di un modello orientato al mercato, nella quale alle preferenze individuali non si sostituisce, dunque, una scelta statale»: 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*, a cura di Perrone, Milano, 2008, p. 5 ss. In argomento: BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e consob*, Milano, 2009, p. 59.

<sup>129</sup> Degno di nota è altresì il comma 5, art. 49, Reg. Int., a mente del quale gli intermediari devono adottare le misure organizzative ritenute più ragionevoli per impedire l'uso scorretto delle informazioni relative a ordini in attesa di esecuzione da parte dei soggetti rilevanti (così come definiti dall'art. 2, comma 1, lett. p), Reg. Cong.

l'intermediario dovrà anzitutto predisporre apposite procedure, la cui applicazione renda improbabile che l'aggregazione degli ordini e delle operazioni vada a discapito di uno qualsiasi dei clienti. In secondo luogo, i soggetti abilitati dovranno stabilire e applicare un'efficace strategia di assegnazione degli ordini, che preveda nel dettaglio le modalità per assicurare una ripartizione corretta degli ordini aggregati. Tale strategia dovrà in particolare indicare come il volume e il prezzo degli ordini determinino le assegnazioni e il trattamento delle esecuzioni parziali.

Di particolare importanza è poi la disciplina dell'aggregazione di uno o più ordini dei clienti, con operazioni realizzate dall'intermediario per conto proprio. Si tratta, con evidenza, di circostanze che possono dar luogo a comportamenti opportunistici dei soggetti abilitati e che, al tempo stesso, coinvolgono le misure organizzative atte a gestire i conflitti di interessi. L'intermediario, infatti, potrebbe essere tentato di favorire i propri interessi sia nel caso di esecuzione solo parziale degli ordini così aggregati, sia nel momento dell'assegnazione dell'ordine stesso<sup>130</sup>.

Si comprendono dunque le ragioni che inducono il legislatore a precisare che per tali ipotesi la strategia di assegnazione degli ordini debba segnatamente prevedere delle misure atte a impedire una riassegnazione delle operazioni per conto proprio, eseguite in combinazione con ordini di clienti, secondo modalità svantaggiose per i clienti stessi. E a puntualizzare che, là dove vi fossero delle esecuzioni parziali degli ordini, le operazioni eseguite dovranno essere assegnate prima al cliente<sup>131</sup>.

## **5.- La “proceduralizzazione” dell’agire e le sue finalità: l’efficienza allocativa e la tutela degli investitori.**

L'analisi fin qui svolta ci ha consentito di chiarire anzitutto come l'adozione di adeguati schemi organizzativi interni sia un elemento richiesto in generale dal legislatore per la prestazione di attività di intermediazione finanziaria. L'elemento della

---

<sup>130</sup> Cfr. LEGGIERI (nt. 31), p. 556, ove anche il rilievo che la Consob ha spesso accertato il verificarsi di comportamenti opportunistici degli intermediari specie là dove gli ordini dei clienti siano aggregati con quelli propri dell'intermediario.

<sup>131</sup> Si segnala tuttavia che tale regola ammette un'espressa eccezione: l'art. 51, Reg. Int. aggiunge infatti che le operazioni eseguite possono essere proporzionalmente assegnate anche all'intermediario se senza l'aggregazione non sarebbe stato possibile eseguire l'ordine a quelle condizioni vantaggiose.

professionalità, tipico di qualsiasi attività d'impresa, acquista così una portata specifica e distintiva dell'attività di prestazione dei servizi d'investimento.

Partendo da questo assunto, si sono poi analizzate nel dettaglio le singole regole organizzative a cui gli intermediari devono uniformare le proprie strutture interne. E così si è visto, di volta in volta, come la concreta articolazione degli schemi organizzativi interni sia definita dal legislatore solo nei suoi obiettivi: essendo invece rimessa alla discrezionalità degli intermediari la definizione delle modalità concrete, sulla cui scelta si incentra perciò la valutazione di diligenza dell'operato dei medesimi intermediari.

Tanto chiarito, si comprende meglio adesso come la diffusa previsione di regole organizzative, che interessano lo svolgimento di ciascuno dei servizi e dei momenti più qualificanti degli stessi, abbia condotto a quella che è stata definitiva una vera e propria "proceduralizzazione" dell'agire: ossia la «predisposizione di corrette procedure, attraverso le quali l'intermediario è tenuto a regolare tempi e modi della prestazione dei servizi, al fine di assicurare il raggiungimento degli obiettivi posti dalle norme che di volta in volta rilevano»<sup>132</sup>.

Per vero, tutti i momenti principali e caratterizzanti dello svolgimento dei servizi presuppongono la specifica implementazione di misure di organizzazione interna le quali, per un verso, determinando il comportamento dei soggetti abilitati, lo rendono *standard*, prevedibile e dunque orientabile e, per l'altro, influenzando appunto il loro comportamento per la totalità dei rapporti con i clienti, instaurano un legame di interdipendenza tra organizzazione e attività d'impresa degli intermediari; legame che assume un ruolo connotativo dell'attività (d'impresa) d'intermediazione mobiliare. Ciò,

---

<sup>132</sup> ANNUNZIATA (nt. 37), p. 134. Rilevano la centralità dei doveri di organizzazione dell'intermediari per la prestazione dei servizi d'investimento, tra gli altri: LENER, LUCANTONI (nt. 24), p. 371 e 395, ove si evidenzia che l'organizzazione interna acquista un ruolo decisivo nella prestazione dei servizi in relazione a strumenti derivati. Va pure considerato che i più recenti interventi dell'autorità di controllo, comunitari e nazionali, hanno altresì posto l'accento sulla necessità che gli intermediari si dotino di adeguate procedure di controllo interno, che guidino i soggetti abilitati nelle fasi di definizione, sviluppo e distribuzione dei prodotti finanziari complessi (cfr. Opinion ESMA in materia di "Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements", pubblicata il 27 marzo 2014; Opinione ESMA "MiFID practices for firms selling complex products", pubblicata il 7 febbraio 2014; Consob Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014). A tal riguardo, vedi pure: i) l'art. 16, paragrafo 3, direttiva 2014/65/UE che obbliga le imprese di investimento ad adottare un apposito processo di approvazione per ogni strumento finanziario commercializzato o distribuito volto a garantire, in sostanza, la compatibilità tra lo specifico prodotto e una determinata tipologia di clientela a cui lo stesso prodotto potrà essere distribuito; ii) l'art. 24, paragrafo 2, direttiva 2014/65/UE che impone all'impresa d'investimento di adottare «misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target». Non pare dunque di errare là dove si affermi che anche la più recente *product intervention* presupponga l'adozione e l'applicazione di misure organizzative interne da parte degli intermediari.

distingue nettamente le regole organizzative qui in esame da quelle norme di carattere prudenziale che, pur riguardando la struttura organizzativa degli intermediari, non hanno ad oggetto direttamente lo svolgimento dell'attività di prestazione dei servizi, bensì concernono aspetti legati alla macrostruttura organizzativa oppure all'assunzione e gestione dei rischi<sup>133</sup>.

Non pare allora azzardato ritenere che la rigorosa adozione di adeguate misure organizzative contribuisca altresì alla stessa specializzazione degli intermediari. In altri termini, in un contesto normativo in cui il modello di riferimento è quello dell'intermediario polifunzionale, il fatto che la prestazione di certi servizi richieda la predisposizione di specifiche misure interne (si pensi, ad esempio, al caso delle procedure volte al compimento del giudizio di adeguatezza o appropriatezza) e, dunque, la sopportazione dei costi ad esse relative – ivi compresi quelli per la formazione del personale – dovrebbe indurre i soggetti abilitati a selezionare i servizi di investimento verso i quali indirizzare la propria attività<sup>134</sup>. Il che comporta l'incremento della qualità dei servizi prestati e perciò un livello di tutela maggiore per gli investitori, nonché una maggiore efficienza dell'intero sistema.

Il rilievo appena mosso apre a una più ampia valutazione della *funzione* da attribuire alle regole di organizzazione; funzione che, come vedremo, indirizza l'interprete nella ricerca degli strumenti privatistici di tutela degli investitori, là dove si realizzi una violazione o mancata applicazione di tali regole. Al riguardo, va subito detto che pare possibile ritenere che le regole di organizzazione degli intermediari sono volte ad assicurare, in buona sostanza, *l'efficiente allocazione del risparmio*<sup>135</sup>.

---

<sup>133</sup> Va segnalato che la definizione di norme prudenziali compare nell'ordinamento con la direttiva 93/22 nel cui ambito erano in sostanza comprese quelle disposizioni a contenuto eterogeneo, non direttamente riconducibili né alla correttezza, né alla stabilità, il cui fine principale era di assicurare il regolare andamento degli affari in senso lato: cfr. PAGNONI, PIATTI, *Gestioni di patrimoni e tutela degli investitori*, in *Consob. Quaderni di finanza*, n. 19, gennaio 1997, p. 19; ANTONUCCI, *sub art. 2*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di Irace e Farina, Torino, 2010, p. 42.

<sup>134</sup> Cfr. MORERA (nt. 109), p. 51.

<sup>135</sup> Evidenza come le regole che disciplinano la materia del conflitto di interessi «tutelano più che l'interesse individuale del risparmiatore quello pubblico del mercato, assecondando l'esigenza, di ordine pubblico, di efficienza del mercato prima di quella della tutela del risparmiatore» LUMINOSO (nt. 58), p. 45. Ricorrente è del resto l'affermazione in dottrina e giurisprudenza secondo cui le regole del Tuf sono ispirate dalla preoccupazione di salvaguardare l'integrità e la reputazione dei mercati, nonché la fiducia in essi degli investitori: cfr. ENRIQUES (nt. 59), p. 658; REGOLI (nt. 18), p. 100; MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse e organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 590 ss. In giurisprudenza: *Cass.*, 7 marzo 2001, n. 3272, in *Giust. civ.*, 2001, I, p. 2109; *Cass.*, 15 marzo 2001, n. 3753, in *Foro it.*, 2002, I, p. 859; *Trib. Mantova*, 18 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2004, I, 2, c. 2125 ss.

Per avere contezza di questa affermazione, prendiamo le mosse da alcune considerazioni circa la funzione svolta, in generale, dagli intermediari nel mercato finanziario. Come noto, in linea molto generale, il sistema finanziario ha il compito di assicurare la destinazione del risparmio in favore di coloro i quali sono in grado di compiere investimenti produttivi, creando così nuova ricchezza e garantendo un'ottimale allocazione delle risorse in eccesso<sup>136</sup>.

Altrettanto note sono le considerazioni secondo cui i costi transattivi e le asimmetrie informative che caratterizzano qualsivoglia negoziazione e, in particolare, quelle svolte nei mercati finanziari ostacolano lo svolgersi del libero gioco del mercato, e dunque l'efficiente allocazione del risparmio. Più nel dettaglio, si rileva come i costi relativi allo svolgimento delle transazioni tra le parti possono essere così alti da eccedere i rendimenti attesi, e impedire quindi la transazione; così come le asimmetrie informative tra chi offre lo strumento finanziario e chi investe, nonché la conseguente difficoltà di distinguere gli investimenti meritevoli, comportano potenzialmente la scomparsa degli operatori "buoni" e, in ultima analisi, del mercato medesimo (c.d. *adverse selection*)<sup>137</sup>.

In questo contesto, si giustifica l'intervento del legislatore e, soprattutto, la presenza di soggetti professionali che non solo svolgono il ruolo di intermediari tra i titolari del risparmio e gli emittenti dei prodotti finanziari, ma così controllano anche questi ultimi in favore dei primi<sup>138</sup>.

La mera intermediazione tra emittenti e clienti non risolve tuttavia compiutamente il problema delle asimmetrie informative e della tutela dei risparmiatori. Rimane in effetti

---

<sup>136</sup> Per tutti, in termini generali, ONADO, *Economica e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2008, p. 24; FORESTIERI, MOTTURA, *Il sistema finanziario*, Milano, 2005, p. 4 ss.; COFFEE JR., SELIGMAN, *Securities Regulation*, New York, 2007, p. 10 ss.; SALANITRO, *Società per azioni e mercato finanziario*, Milano, 2000, p. 1 ss.; GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento, V, Milano, 2001, p. 747; NIGRO, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MiFID*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, I, p. 3; FOSCHINI, *Il diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 94.

<sup>137</sup> Cfr. il classico lavoro di COASE, *The Problem of Social Cost*, in Coase, *The Firm, the Market, and the Law*, Chicago, 1988, 114. Per più ampi riferimenti vedi PERRONE (nt. 9), p. 10 e ss.

<sup>138</sup> Senza pretesa di completezza si veda: ALLEN, SANTOMERO, *What Do Financial Intermediaries Do?*, in 25 *J. Banking and Finance* (2001), p. 271 ss.; BLACK, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, in 48 *UCLA L. Rev.* (2001), p. 833 ss.; SARTORI (nt. 11), p. 2. Si vedano anche le analisi più in generale su ruolo e funzione dei c.d. *gatekeepers*: per tutti, KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement strategy*, in 2 *J. Law Econ. & Org.* (1986), p. 53 ss.; CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, in 92 *Nw. U. L. Rev.* (1998), p. 916 ss.; LANGEVOORT, *Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment*, in 63 *Law & Contemp. Prob.* (2000), p. 58 ss.; HOPT, *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen*, 1991, Rdn., p. 33 ss. (dalla traduzione italiana ID., *Le banche nel mercato dei capitali: collocamento di valori mobiliari e responsabilità*, Milano, 1995, p. 38 ss.); per ulteriori riferimenti vedi PERRONE (nt. 9), p. 22.

la possibilità che l'investitore sia pregiudicato da comportamenti opportunistici dell'intermediario stesso: le asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto tra cliente ed emittente non sono infatti eliminate, ma mutano solo referente soggettivo<sup>139</sup>.

Orbene, il funzionamento efficiente del mercato – tendente alla migliore allocazione delle risorse e al loro proficuo sfruttamento – richiede l'intervento del diritto anche con riferimento alla regolazione dell'attività degli intermediari e al fine di tutelare la fiducia in essi riposta da parte degli investitori. Si tratta cioè di dettare delle norme volte ad assicurare agli investitori che gli intermediari – a cui essi affidano le loro risorse – eseguiranno l'attività di intermediazione nell'interesse dei primi: così facendo garantiscono anzitutto le condizioni per alimentare e sostenere la fiducia tanto nel mercato quanto nei suoi operatori e, conseguentemente, l'efficiente funzionamento del mercato medesimo e una migliore allocazione delle risorse<sup>140</sup>.

E così, le moderne legislazioni (o, a seconda dei casi, i sistemi di autoregolamentazione) prevedono appunto regole che disciplinano sia il comportamento degli intermediari, sia la loro struttura organizzativa interna rilevante nella prestazione dei servizi di investimento. Si tratta dunque di regole che hanno come ottica *immediata* la regolazione dei rapporti bilaterali tra soggetti abilitati e clienti, ma che guardano in effetti, quale scopo finale, all'efficienza del mercato e alla tutela del risparmio in quanto tale.

Non si ignora peraltro che nell'ordinamento sono riscontrabili indici testuali da cui si potrebbe ricavare che le regole di comportamento e di organizzazione siano volte ad assicurare la tutela del singolo investitore in quanto tale e non l'ulteriore fine di tutelare

---

<sup>139</sup> GUERRERA, *Contratto d'investimento e rapporti. di gestione. (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv.crit.dir.priv.*, 1988, p. 693; FICI (nt. 81), p. 282; BLACK (nt. 138), p. 787; GRUNDMANN, KERBER, *Information Intermediaries and Party Autonomy – The Example of Securities and Insurance Markets*, in Grundmann-Kerber-Weatherill, *Party autonomy and the role of information in the internal market*, Berlin-New York, 2001, p. 271; CHOI, *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, in 1 *Berkeley Business Law Journal* (2004), p. 50 ss. Né vale invocare il funzionamento di meccanismi di reputazioni tali da assicurare il corretto comportamento degli intermediari: l'esperienza dimostra infatti che tali meccanismi non sono in grado di operare efficacemente, là dove vi sia un'elevata asimmetria informativa tra gli operatori. Sul tema vedi: EASTERBROOK, FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1991, p. 281; PERRONE (nt. 9), p. 20.

<sup>140</sup> Così in sostanza MOLONEY, *EC Securities Regulation*, New York, 2002, p. 297, secondo il quale la protezione degli investitori su base individuale non è altro che uno strumento del più ampio interesse dell'efficienza del mercato che si realizza mediante la correzione delle sue imperfezioni, prevalentemente informative, che possono comportare: un pregiudizio per gli investitori, un limite alla competizione e un'inefficiente allocazione delle risorse. Rileva come l'obiettivo primario della legislazione di settore sia la stabilità e la trasparenza dei soggetti ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, I, p. 372.

il mercato. Il riferimento corre a quelle norme del Tuf che tra le finalità della regolamentazione o dell'intervento dell'autorità di controllo menzionano appunto la tutela degli investitori quale scopo da perseguire.

Si crede tuttavia di dover aderire a quelle impostazioni di analisi che prendono avvio dal constatare come l'attuale sistema di derivazione comunitaria sia teso maggiormente verso un modello orientato al mercato, in cui la promozione della confidenza del piccolo investitore si configura in effetti come *market integration device*<sup>141</sup>. Considerato ciò, può dunque confermarsi che la tutela degli investitori è finalizzata ad assicurare il perdurare del mercato e l'efficace allocazione delle risorse<sup>142</sup>.

In questo quadro di fondo, l'attenzione mostrata dal legislatore alle regole di organizzazione interna trova una specifica giustificazione. Per averne contezza basti rilevare che lo svolgimento dell'attività d'intermediazione è influenzato dalle regole organizzative molto più di quanto ordinariamente si verifichi per le regole di comportamento. Questo avviene in ragione del fatto che le misure interne concernono la prestazione *di tutti i servizi* e con riguardo *a tutti i clienti*: si tratta cioè di regole che definiscono le precondizioni per il compimento dei servizi.

Così, la violazione o mancata applicazione di una misura organizzativa, incidendo su una pluralità di rapporti, ha maggiori ripercussioni sulla generale fiducia degli investitori e, in ultima analisi, sul mercato stesso, per il quale assume dunque una rilevanza particolare la presenza di una regolamentazione volta a garantire l'efficienza.

Pertanto, si comprende anche il motivo per cui la struttura organizzativa interna dell'intermediario mobiliare (a differenza di quanto avviene per gli altri imprenditori) sia oggetto di specifica disciplina da parte del legislatore: dovendosi infatti tutelare il risparmio, la moderna disciplina degli intermediari non può non comprendere anche la regolamentazione delle loro procedure interne, dalla cui corretta adozione dipende, in certa parte, la sua efficiente allocazione.

---

<sup>141</sup> Così, PERRONE (nt. 19), p. 374; MOLONEY, *Confidence and Competence: The Conundrum of EC Capital Markets Law*, in 4 J. Corp. Law Studies (2004), p. 13.

<sup>142</sup> Evidenzia che tanto le regole di comportamento quanto quelle organizzative si caratterizzano per una duplice funzione data, da un lato, dalla microprotezione dell'investitore e, dall'altro, dalla difesa metaindividuale del mercato nel suo complesso M.CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli-Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno-Gabrielli, Torino, 2011, p. 216.

## 5.1 Piano dell'indagine.

Tirando le somme dell'analisi fin qui condotta, va quindi detto che la prestazione dei servizi di investimento in favore del pubblico è grandemente influenzata dagli schemi organizzativi interni predisposti dai soggetti abilitati. In effetti, come chiarito in precedenza, la presenza di misure organizzative interne rappresenta un elemento dell'attività d'intermediazione.

Realizzando una vera e propria proceduralizzazione dell'agire, le procedure interne, pertanto, se in prima battuta definiscono il comportamento degli intermediari, determinano altresì (in misura più o meno rilevante, a seconda dei casi) il contenuto degli stessi servizi prestati agli investitori. Il che è reso possibile dal fatto che i contratti d'intermediazione mobiliare si qualificano come contratti di massa e si caratterizzano per l'intrinseco legame con l'attività d'impresa.

Va inoltre ribadito che la concreta definizione delle modalità organizzative è solo in parte definita dal legislatore primario e secondario, essendo invece rimessa alla discrezionalità dei soggetti abilitati la più puntuale definizione delle singole misure, e ciò anche in applicazione del principio di proporzionalità previsto dalla regolamentazione di settore. Grande è pertanto il rilievo riservato alla valutazione circa la corretta e diligente applicazione delle misure organizzative imposte dalla legge o autodefinitive dall'intermediario.

In tale quadro di fondo, si pone perciò il problema di comprendere se, ed entro quali limiti, i singoli investitori possano far valere – con strumenti di diritto privato – la violazione o la non corretta definizione delle misure organizzative interne dell'intermediario che presiedono lo svolgimento dei servizi d'investimento. Finora il (pur ridotto) dibattito sul tema in parola si è sostanzialmente limitato ad affrontare la questione in un'ottica bilaterale, ossia avendo riguardo unicamente al singolo rapporto tra intermediario e cliente e riducendo il tema alla possibilità di affermare o meno l'esistenza del nesso eziologico tra violazione della regola di organizzazione interna e il danno patito dall'investitore<sup>143</sup>.

---

<sup>143</sup> Si è pronunciato per la negativa ENRIQUES (nt. 59), p. 679, affermando, con riferimento alla violazione delle norme in tema di separatezza organizzativa (prevista dall'abrogato art. 9, comma 5, l. 1/1991), che «la violazione delle norme in tema di separatezza organizzativa non è mai causalmente ricollegabile ad un danno subito dalla clientela; infatti, si possono immaginare due ipotesi: o, in generale, l'intermediario non possiede un'organizzazione rispondente ai criteri di separazione contabile ed organizzativa; o, in concreto,



Un'indagine siffatta è però muta sia riguardo ai suddetti rilievi circa il ruolo delle regole organizzative nell'allocazione efficiente del risparmio, sia sul rapporto di interdipendenza fra i singoli contratti d'investimento e la stessa attività d'impresa dell'intermediario. In effetti, un'analisi unicamente rivolta al giudizio di responsabilità per violazione di regole di organizzazione finisce col guardare al fenomeno in parola da un punto di osservazione troppo limitato, rischiando di non cogliere il tratto più caratteristico della fattispecie, e appiattendosi di conseguenza sul diffuso dibattito in materia di rimedi contrattuali per la violazione delle diverse regole di comportamento.

È pertanto preferibile compiere un diverso percorso di indagine, che si proponga di giungere al chiarimento della rilevanza delle regole organizzative sopra censite nei rapporti con gli investitori, e della tipologia dei rimedi posti a disposizione di questi in caso di inosservanza di quelle regole, per il tramite di un differente inquadramento della fattispecie dei servizi finanziari rispetto a quello finora seguito in letteratura: tenendo conto del legame dei contratti dei servizi d'investimento con *l'impresa d'intermediazione*, nonché *dell'esigenza di efficienza* propria del mercato finanziario.

---

l'intermediario commette una violazione di una specifica disposizione regolamentare...nella prima ipotesi, il cliente potrà patire un danno soltanto in conseguenza di un più circoscritto comportamento dell'intermediario [...] nella seconda ipotesi, non si potrà produrre un danno, se alla violazione della norma regolamentare non farà seguito un'ulteriore azione (od omissione) dell'intermediario»; e, più recentemente, SCOGNAMIGLIO (nt. 28), p. 136. Nel senso invece di dare cittadinanza alle pretese dei clienti anche solo in forza della violazione di norme di organizzazione MOROZZO DELLA ROCCA, *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata di portafogli*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, p. 885, secondo cui «in via interpretativa potrebbe, dunque, sostenersi che la mancanza di un'adeguata organizzazione professionale, comportando l'inettitudine del debitore ad adempiere esattamente la prestazione, sia per lui fonte di responsabilità per violazione del generale obbligo di diligenza»; COSTI (nt. 13), p. 726; CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 35, secondo cui appunto «quest'ultimo [il cliente] avrebbe sempre la possibilità di una tutela risarcitoria per la violazione di tali norme organizzative e deontologiche, avendo esse rilevanza esterna, e quindi valenza anche per i terzi».

## CAPITOLO II

### I CONTRATTI D'INTERMEDIAZIONE E L'AFFIDAMENTO FIDUCIARIO

SOMMARIO: – 1. I contratti d'intermediazione mobiliare come “contratti d'impresa”. – 2. (Segue) L'organizzazione d'impresa e i contratti d'intermediazione mobiliare. – 3. Verso un nuovo approccio: la fiducia e il rapporto fiduciario in termini reali. – 4. La fattispecie fiduciaria e l'intermediazione mobiliare.

#### 1.- I contratti d'intermediazione mobiliare come “contratti d'impresa”.

Avviamo la ricerca constatando che l'attività d'intermediazione mobiliare si sostanzia nella stipulazione dei contratti per la prestazione dei servizi d'investimento, e che quindi la conclusione di tali accordi è in sé riservata a quei soggetti che, in presenza di una specifica autorizzazione, possono svolgere – professionalmente – l'attività d'intermediazione nei confronti del pubblico. Si tratta cioè di contratti legati imprescindibilmente allo svolgimento di un'attività d'impresa. Ciò conduce ad approfondire il dibattito in materia di “contratti d'impresa”, per mezzo del quale pare si possa cogliere un importante elemento della fattispecie che indirizzerà l'analisi successiva.

Il tema dei “contratti d'impresa” è forse una delle questioni che, nonostante gli sforzi profusi nel tempo dalla moderna dottrina giuscommercialista, è ancora oggi lontano da un completo e soddisfacente inquadramento<sup>1</sup>. Segnati inizialmente (all'indomani dell'entrata in vigore del codice del '42) dalla preoccupazione di non “riesumare” la distinzione tra “contratti di commercio” e “contratti civili”<sup>2</sup>, gli studi sul tema sono stati

---

<sup>1</sup> Al dire il vero, nel corso del tempo, sono state anche utilizzate espressioni diverse per identificare la medesima categoria. Accanto a chi (e così la maggioranza degli interpreti) ha utilizzato la locuzione “contratti d'impresa” (MESSINEO, *Dottrina generale del contratto*, Milano, 1946, p. 220; DALMARTELLO, voce «*Contratti d'impresa*», in *Enc. giur.*, vol. IX, Roma, 1988, *passim*; LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, *passim*; GALGANO, *I contratti di impresa. I titoli di credito. Il fallimento*, Bologna, 1980, p. 1 ss.; BUONOCORE, *Introduzione*, in AA.VV., *Contratti d'impresa*, Milano, 1993, t. 1, p. 1), c'è stato chi invece ha preferito far riferimento più genericamente ai «contratti commerciali» (AULETTA, SALANITRO, *Diritto commerciale*, Milano, 1994, p. 6; VALERI, *Brevi note per lo studio del nuovo diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, I, p. 137).

<sup>2</sup> Segnalava questa tendenza già DALMARTELLO (nt. 1), p. 2; più recentemente SAMBUCCI, *Il contratto dell'impresa*, Milano, 2002, p. 4, secondo cui appunto «quanti si sono occupati dell'argomento all'indomani dell'emanazione del Codice si preoccupavano anzitutto di rimettere in discussione (o di difendere) la scelta operata dal legislatore nel senso della unificazione del diritto delle obbligazioni».

successivamente condotti soprattutto dal punto di vista del contratto tra le parti, piuttosto che secondo un'impostazione che valorizzasse il legame (pur riconosciuto) con l'attività d'impresa<sup>3</sup>. Sul punto, una precisazione: in effetti i pochi studi, che (nel vigore del codice attuale) hanno analizzato il fenomeno, mettendo in risalto il collegamento con l'organizzazione d'impresa, sono stati compiuti con particolare riguardo ai settori bancario e finanziario<sup>4</sup>. Il che si spiega tenendo conto del fatto che, proprio in quei settori, il collegamento fra contratti e impresa è particolarmente marcato anche sul piano tecnico<sup>5</sup>. Ma tralasciamo per il momento l'ambito specifico dei contratti bancari e ripercorriamo, in breve, i punti salienti del dibattito sulla categoria in esame<sup>6</sup>.

Delimitato il campo di indagine ai contratti attraverso i quali «si esplica e realizza la specifica e oggettivamente qualificante attività d'impresa»<sup>7</sup>, va rilevato che è stata anzitutto dibattuta la possibilità stessa della configurazione di una categoria autonoma dal valore qualificativo, cui ricondurre cioè l'applicazione di una serie di regole di portata generale<sup>8</sup>.

<sup>3</sup> Il rilievo è invero risalente: cfr. LIBERTINI, *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, 1971, p. 309; più in generale vedi anche PORTALE, *Tra responsabilità della banca e «ricommercializzazione» del diritto commerciale*, in *Jus*, 1981, p. 141, il quale evidenzia come manchi «una presa di coscienza della necessità di una “ricommercializzazione” (se si preferisce: di un recupero dell'autonomia) del diritto commerciale, inteso questo non come individuazione, nella disciplina codicistica, di una serie più o meno ricca di norme speciali destinate alla regolamentazione dell'attività commerciale, bensì come diritto dell'impresa, che – seguendo lo sviluppo dell'economica – consenta di andare oltre la stessa codificazione, con la creazione di nuovi schemi, di nuovi concetti e con la costruzione di nuove discipline».

<sup>4</sup> Si vedano ad esempio: LIBONATI (nt. 1), p. 45; GRECO, *Le operazioni di banca: appunti delle lezioni di diritto commerciale tenute nell'anno accademico 1929-30 dal prof. Paolo Greco*, Padova, 1930, *passim*; ARCANGELI, *La natura commerciale delle operazioni di banca*, in *Scritti di diritto commerciale e agrario*, II, Padova, 1936, p. 164. Tali tipi d'indagini erano più frequenti invece nel vigore del codice di commercio: per tutti, ASCARELLI, *La funzione del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p.1; seppur adottando un'impostazione soggettivistica ALCARO, *Contratti bancari*, in *Enc. giur.*, VIII, Roma, 1999, p. 2.

<sup>5</sup> SAMBUCCI (nt. 2), p. 9.

<sup>6</sup> Per una completa esposizione delle diverse posizioni dottrinali in materia vedi MACARIO, *Dai «contratti delle imprese» al «terzo contratto». Nuove discipline e rielaborazione delle categorie*, in *Jus*, 2009, p. 311 ss.

<sup>7</sup> Cfr. DALMARTELLO (nt. 1), p. 1, a cui si deve appunto l'originaria delimitazione del campo di osservazione a quelli che l'autore ha chiamato contratti «qualificativi». Va infatti detto che l'identificazione del dato della realtà, da prendere in esame per delineare la categoria, con la totalità dei contratti che vedono la partecipazione di un imprenditore condurrebbe a delineare un sostrato materiale troppo vasto ed eterogeneo tanto da rendere impraticabile qualsivoglia indagine di tipo concettuale: cfr. DOLMETTA, *Sui «contratti d'impresa»: ipoteticità di una categoria (ricordo di Arturo Dalmartello)*, in *Un maestro del diritto commerciale*, a cura di Dolmetta e Portale, Milano, 2010, p. 114.

<sup>8</sup> Discussione su concettualizzazione dogmatica LIBERTINI, *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di Gitti, Maugeri, Notari, I, Bologna, 2012, p. 34 ss.

Così, secondo una prima prospettiva di analisi – di certo molto diffusa tra gli interpreti – di “contratti d’impresa” può discutersi solo come categoria convenzionale, a cui intestare le singole fattispecie negoziali sulla base della loro funzione economica: ossia a seconda che servano a procurare all’imprenditore la disponibilità dei fattori della produzione oppure a offrire sul mercato i beni o i servizi prodotti<sup>9</sup>. Alla stessa conclusione giunge poi chi, sebbene riconosca nel sistema l’esistenza di fenomeni contrattuali di natura commerciale, ritiene – stando alla scelta di base operata dal legislatore in favore dell’unificazione del diritto delle obbligazioni – che questi fenomeni vadano considerati come vicende isolate ed episodiche, poiché altrimenti si finirebbe per reintrodurre in via interpretativa la categoria degli atti di commercio<sup>10</sup>.

Di certo minoritaria (ma autorevolmente sostenuta) è l’opinione secondo cui la locuzione “contratti d’impresa” non abbia solo valore descrittivo, essendo invece possibile attribuirgli, in pratica, il carattere di «concetto normativo dogmatico», quale categoria in grado cioè di marcare una disciplina differenziata rispetto a quella del contratto individuale<sup>11</sup>.

Vanno poi ricordate quelle indagini che, avviate negli ultimi decenni e spesso sulla scorta dell’influenza del legislatore comunitario, hanno posto l’accento sulla qualificazione soggettiva di una delle parti della relazione contrattuale. Si inseriscono in questo filone le discussioni circa i contratti con i consumatori e i contratti che vedono la partecipazione di soli imprenditori.

---

<sup>9</sup> Così, GALGANO, *I contratti di impresa. I titoli di credito. Il fallimento*, Bologna, 1980, p. 1 ss., secondo cui «nel nostro sistema giuridico, basato sull’unità del diritto regolatore dei contratti, anziché sulla sua duplicazione (cessata in Italia nel 1942, con l’unificazione dei codici) in un diritto dei contratti civili e un diritto dei contratti commerciali, una simile categoria di contratti, denominati come “contratti di impresa”, non ha ufficiale diritto di cittadinanza»; INZITARI, *L’impresa nei rapporti contrattuali*, in *Tr. dir. comm. dir. pubbl. ec.*, diretto da Galgano, II, Padova, 1978, p. 319; GENTILI, *I contratti d’impresa e il diritto comune europeo*, in *Il diritto europeo dei contratti d’impresa. Autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, a cura di Sirena, Milano, 2006, p. 95 ss.; DI MARZIO, *I contratti tra imprese*, in *Diritto civile*, Tr. diretto da Lipari e Rescigno, Volume III, t. II, Milano, 2009, p. 76 ss.; G. CIAN, *Dall’antica ripartizione “contratti civili-contratti commerciali” all’odierna pluripartizione dei rapporti obbligatori: valore sistematico ed ermeneutico di una classificazione per differenti discipline*, in *Il diritto europeo dei contratti d’impresa*, a cura di Sirena, Milano, 2006, p. 393; ALPA, *Le “autonomie contrattuali” tra mercato e persona*, in *La vocazione civile del giurista. Saggi dedicati a Stefano Rodotà*, a cura di Alpa e Roppo, Roma-Bari, 2013, p. 204.

<sup>10</sup> ANGELICI, *La contrattazione d’impresa*, in *L’impresa. Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 1985, p. 187. Non giunge a definire un’autonoma classe di contratti pure FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1991, p. 4 ss., il quale comunque, ponendo l’accento sul momento dinamico, contrappone i «rapporti commerciali di organizzazione» ai «rapporti commerciali di attuazione», ricomprendendo fra questi ultimi le vicende che attengono alla erogazione della prestazione d’impresa.

<sup>11</sup> LIBERTINI (nt. 8), p. 44 ss.

In particolare, va constatato che si è discusso in dottrina se i contratti conclusi con i consumatori possano essere qualificati o meno come contratti d'impresa. Chi ha sostenuto la tesi negativa ha, in poche parole, argomentato sulla base del rilievo che la normativa speciale, dettata in materia di contratti dei consumatori, si incentra sulla funzione di tutela della parte debole del rapporto (ossia il consumatore), tralasciando la promozione degli interessi e delle istanze dell'impresa<sup>12</sup>. Per contro, i fautori della visione opposta rilevano che in realtà – data anche la diffusione della contrattazione di massa – la normativa sui contratti dei consumatori, nel regolare ambiti estesi dell'attività negoziale degli imprenditori, incide sui profili organizzativi e pianificatori dell'attività d'impresa, nonché sugli sviluppi economici della stessa attività e sul funzionamento del mercato<sup>13</sup>.

Accanto al tema dei contratti con i consumatori, le impostazioni soggettive hanno posto altresì particolare attenzione a quello (sempre più presente nella recente legislazione speciale) delle operazioni negoziali che vedono protagonisti gli imprenditori *inter se*, e che sono caratterizzate dal diverso potere di mercato degli imprenditori coinvolti. Il riferimento corre soprattutto agli interventi legislativi in materia di contratti di subfornitura industriale (l. 192/1998) e in materia di affiliazione commerciale (l. 129/2004). Ebbene, secondo un certo orientamento, proprio in tale contesto normativo andrebbero ricercati gli elementi concettuali per l'identificazione della categoria dei contratti d'impresa, che perciò andrebbe intesa come categoria di sintesi dei contratti fra imprenditori in posizione di «asimmetria di potere contrattuale»<sup>14</sup>.

Già da questi pur sommari riferimenti, risulta chiaro quanto il dibattito sul tema sia lontano da una sua compiuta composizione. Il che tuttavia non pregiudica l'utilità, ai fini della presente analisi, del riferimento alla pur discussa categoria dei “contratti d'impresa”.

---

<sup>12</sup> GENTILI (nt. 9), p. 109; DI MARZIO, *I contratti dell'impresa*. Profili generali, Torino, 2007, p. 55 ss.; in argomento anche G. CIAN (nt. 9), p. 395 ss.

<sup>13</sup> BUONOCORE, *Contratti del consumatore e contratti d'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, p. 41; CAPO, *Attività d'impresa e formazione del contratto*, Milano, 2001, p. 53 ss.; SAMBUCCI (nt. 2), p. 83; SIRENA, *La categoria dei contratti d'impresa e il principio della buona fede*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, I, p. 415 ss.; DOLMETTA (nt. 7), p. 123.

<sup>14</sup> Vedi, PARDOLESI, *Prefazione*, in COLANGELO, *L'abuso di dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti*, Torino, 2004, p. XI ss.; D'AMICO, *La formazione del contratto*, in *Il terzo contratto*, a cura di Gitti e Villa, Bologna, 2008, p. 73 ss.; DI MARZIO (nt. 12), p. 69 ss. Sul tema cfr. ROPPO, *Il contratto del duemila*, Torino, 2011, spec. p. 91ss.; MACARIO (nt. 6), p. 314 e ss. Per una sommaria rassegna: CAPO, *Contratti d'impresa (evoluzione recente)*, in *Enc. giur.*, IX, Roma, 2008, p. 1 ss.

In effetti, col percorso qui avviato non si vuole affrontare il tema della portata meramente descrittiva piuttosto che normativa della categoria dei contratti d'impresa. L'inerenza del dibattito richiamato alla presente indagine è invero legata al fatto che l'approfondimento circa i tratti essenziali dei contratti d'impresa permette di cogliere un elemento della fattispecie tipico anche dei servizi d'investimento; elemento che – si crede – ha il pregio di orientare lo svolgimento della successiva indagine.

Del pari poco pertinenti sono – nel loro oggetto immediato – le analisi condotte secondo le impostazioni di tipo soggettivistico circa i rapporti tra consumatori e impresa, per un verso, e tra imprese con posizioni di potere differenti, per l'altro. Ciò è infatti rilevante ai nostri fini solo in quanto pare segnalare quanto lo schema del contratto bilaterale non sia sempre sufficiente a dare compiuta soluzione alla moderna contrattazione d'impresa. Ma procediamo con ordine e ritorniamo a quegli studi che, come sopra accennato, concernendo propriamente la materia dei contratti bancari, hanno rivolto particolare attenzione al legame tra contratti e attività organizzata dell'impresa<sup>15</sup>.

Più specificamente, al fine di “costruire” la categoria dei contratti d'impresa, va detto che nei primi studi condotti sul tema, per i quali era di particolare importanza l'individuazione dei tratti distintivi della fattispecie, è stato dato specifico rilievo al collegamento atto-attività, posto alla base, (ossia come elemento essenziale o semplicemente naturale) della definizione della categoria in questione<sup>16</sup>.

In quest'ottica, i singoli contratti, oltre a rilevare in sé e per sé sul piano negoziale (con la conseguente applicazione della disciplina contrattuale), assumono importanza anche come singoli momenti di una più ampia attività che, poiché d'impresa, è finalizzata al raggiungimento di un certo risultato produttivo<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Vedi sopra nota 147.

<sup>16</sup> Tra i primi a valorizzare questo tratto della fattispecie VALERI (nt. 1), p. 137, secondo cui «anzitutto vi sono contratti, che vengono conclusi esclusivamente nell'esercizio di imprese commerciali (nei quali cioè uno almeno dei contraenti deve essere imprenditore commerciale), e ve ne sono altri, che vengono conclusi principalmente nell'esercizio di imprese commerciali (nei quali uno almeno dei contraenti è il più delle volte imprenditore commerciale). I primi si possono chiamare contratti essenzialmente commerciali, i secondi contratti naturalmente commerciali; o anche – se più piacesse, ma la formulazione presenterebbe minore tecnicismo giuridico –, i primi, contratti costantemente commerciali, i secondi, contratti normalmente commerciali». In tale ottica pure LIBONATI (nt. 1), p. 42, nt. 42, ove si distingue fra «atti genericamente funzionali a una certa attività, o funzionali *anche* a una certa attività: ad es. il mutuo, che come negozio di credito serve *anche* alla realizzazione dell'attività creditizia propria delle banche; e atti *specificamente* funzionali a una certa attività, o i cui effetti servono *tipicamente* a risultati propri di una certa attività...»; BUONOCORE (nt. 1), p. 4.

<sup>17</sup> Cfr. AULETTA, *Attività*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, p. 982: «l'attività è l'insieme di atti...coordinati e unificati sul piano funzionale dalla unicità dello scopo»; ALCARO, *La categoria dell'attività: profili*

E così, per comune convincimento, il collegamento con l'attività d'impresa ha valore in primo luogo sul piano strutturale, data l'enfasi che riserva alla «dimensione metaindividuale in cui la vicenda si svolge a causa della serializzazione dei rapporti che fanno capo all'impresa»<sup>18</sup>. In secondo luogo, il legame con l'attività conta anche sul piano funzionale poiché «lo scopo del singolo atto potrà avere valore esclusivamente relazionale allo scopo che è caratteristico dell'attività», ossia: «il risultato cui tende (la disciplina di) quell'atto potrà presentare un significato strumentale rispetto al risultato cui tende l'attività»<sup>19</sup>.

Sebbene questo tratto della fattispecie sia di certo noto alla dottrina da tempo, pochi (benché condotti da voci autorevoli) sono stati gli studi specificamente finalizzati a valorizzare tale elemento, e a verificare se e in che termini l'essere elemento oggettivo di una più ampia attività d'impresa (tratto della fattispecie della contrattazione d'impresa) possa condurre a delle prospettive di analisi che prescindano dal (pure esistente) vincolo contrattuale. Forse anche complice l'atteggiamento mentale del «giurista francoitaliano»<sup>20</sup> – tendente a considerare coincidenti gli ambiti del contratto e dei

---

*ricostruttivi (Atti e attività. L'attività d'impresa), in Riv.crit.dir.priv., 1995, p. 417 ss. e spec. p. 445: «la figura dell'attività disegna in definitiva una prospettiva integrativa-alternativa di grande respiro nel quadro dell'ordinamento giuridico, gravida d'implicazioni sistematiche e applicative, con riguardo: al profilarsi di nuove situazioni rilevanti, all'evoluzione dei fattori produttivi della giuridicità, alle tecniche e ai modi di analisi e di apprezzamento dei fenomeni giuridici, alla considerazione del profilo dinamico nel configurarsi delle situazioni ordinanti, alla valorizzazione e alla selezione del criterio di effettività nella realizzazione dei congegni attuativi degli interessi, all'impostazione di nuove forme o anche all'emersione di nuovi oggetti e modalità di tutela. Prospettive tutte che rinviano necessariamente ad un incardinamento in istituti e figure determinanti [...]. Il possesso e l'impresa, nelle sue varie forme, pur nella loro autonomia, costituiscono fecondo terreno di riscontro delle potenzialità costruttive del valore giuridico dell'attività».*

<sup>18</sup> Per tutti, LIBONATI (nt. 1), p. 42, secondo cui appunto «la disciplina dell'atto potrà presupporre che l'atto sia compiuto in serie, in quanto solo quando l'atto sia compiuto o piuttosto sia destinato ad essere compiuto in serie essa disciplina risulta applicabile: e questo perché gli effetti previsti da quella disciplina sono congrui a fattispecie in cui l'atto viene in considerazione non isolatamente, ma come parte di una serie»; SAMBUCCI (nt. 2), p. 29. *Contra*, seppur sulla specifica conseguenza nel trarre una disciplina privatistica speciale dei contratti d'impresa ASCARELLI, *Impresa e sistema dei contratti*, in *Corso di diritto commerciale*, Milano, 1962, p. 391, secondo cui «la disciplina ormai generalmente dettata per i contratti si coordina con una società nella quale è normale il compimento di atti in serie e non è più possibile considerare questa circostanza come una qualifica con la quale si coordini una disciplina privatistica speciale in contrasto con una disciplina generale che invece riposerebbe sulla mancanza di detta qualificazione».

<sup>19</sup> LIBONATI (nt. 1), p. 42, il quale peraltro continua la sua analisi, sempre nell'ottica di individuare i tratti della categoria dei contratti d'impresa, rilevando che i due collegamenti, funzionale e strutturali, dell'atto all'attività potranno anche non coesistere con riferimento a un singolo atto: è cioè possibile (senza quindi che venga meno il nesso con l'attività d'impresa) che l'inerenza dell'atto all'attività sia solo funzionale e non anche strutturale; viceversa, l'autore esclude la possibilità che il solo legame strutturale possa fondare il legame tipico tra atto e attività.

<sup>20</sup> Per tale espressione cfr. SACCO, DE NOVA, *Il contratto*, in *Tr. dir. civ.*, diretto da Sacco, Torino, 1993, p. 648; per la considerazione di merito cfr. SAMBUCCI (nt. 2), p. 34.

rapporti giuridici patrimoniali – la quasi totalità degli interpreti (seppur giungendo talvolta a opposti risultati) ha comunque mantenuto salda nelle proprie riflessioni la visione negoziale del fenomeno: riducendo così il collegamento con l'attività organizzata in forma d'impresa a elemento di portata meramente descrittiva.

Va però detto che ci sono state alcune indagini orientate a porre in evidenza la non esaustività del contratto tra le parti. A tal riguardo, occorre ricordare la voce autorevole di chi ha messo in luce la progressiva perdita di rilevanza dell'accordo nei contratti d'impresa; perdita dovuta alla mancanza di dialogo fra le parti, allorché il contraente non imprenditore si limita ad aderire alle condizioni generali predisposte<sup>21</sup>. Partendo da questo presupposto, la dottrina richiamata ha ritenuto di individuare la costante dei fenomeni di scambio (che avvengono in una dimensione di massa sul mercato) per l'appunto nell'assenza dell'accordo, giungendo così a mettere in luce l'ulteriore esigenza di stabilire se tali fattispecie continuino a essere comprese nell'area del contratto o debbano invece essere lasciate al suo esterno, fra i quasi contratti<sup>22</sup>.

È d'obbligo peraltro menzionare il tentativo di chi ha ritenuto che dal legame con l'attività d'impresa discende che il contenuto dei contratti, con i quali si realizza l'attività, non sarebbe riconducibile alla sola volontà dei paciscenti, bensì riflettere il punto di emersione del funzionamento del meccanismo del mercato: nel senso che sarebbe proprio tale funzionamento a determinare «il punto di equilibrio fra le prestazioni corrispettive, e ciò avviene non in relazione alla singola vicenda nella quale l'attività imprenditoriale si puntualizza, ma in relazione a intere categorie di rapporti individuali con riferimento ai prodotti o servizi concretamente oggetto di scambio»<sup>23</sup>.

Non si può tuttavia non condividere l'affermazione di chi ha rilevato come le dette ricostruzioni alternative siano in realtà incompiute: non riuscendo cioè a definire i risvolti degli inquadramenti prospettati in termini di disciplina<sup>24</sup>. Peraltro – stando più specificamente all'ambito della presente indagine – le riferite ricostruzioni non sembra

---

<sup>21</sup> IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1998, p. 347 ss. A dire il vero, già in passato era stato evidenziato come, nell'ambito della contrattazione d'impresa, l'elemento tipico del consenso si ridimensioni fino a richiedere la sola conoscibilità delle condizioni generali di contratto predisposte da uno dei contraenti (cfr. GALGANO, *Diritto commerciale. I. L'imprenditore*, Bologna, 1986, 84 ss.). Sicché, nella contrattazione d'impresa si realizzerebbe «il superamento parziale o totale dello stesso requisito individualistico della "volontà"» (ANGELICI (nt. 10), p. 191).

<sup>22</sup> IRTI (nt. 21), p. 361.

<sup>23</sup> SAMBUCCI (nt. 2), p. 274.

<sup>24</sup> MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Milano, 2013, p. 98. E per una critica della teoria del superamento del requisito della volontà vedi già DALMARTELLO (nt. 1), p. 307 ss.



possano comunque trovare particolare considerazione nel campo dei servizi d'investimento: sono infatti entrambe troppo legate all'ambito dei rapporti di scambio e ignorano del tutto i profili di affidamento, esistenti invece nel campo dei servizi d'investimento.

Cionondimeno, rimane – così si crede – l'esattezza dell'intuizione di chi, atteso il peculiare legame fra atto-contratto e attività d'impresa, non si è limitato a costatarne la presenza, ma ha tentato di indagarne le ripercussioni. Pare cioè corretta l'osservazione secondo cui il collegamento esistente tra i rapporti negoziali qualificati e l'attività d'impresa nel suo complesso renda lo schema del contratto inadeguato a spiegare integralmente fenomeni concernenti non solamente l'individuo, ma anche l'attività d'impresa obiettivamente considerata<sup>25</sup>.

Con ciò non si intende certo affermare che i rapporti con i quali si realizza l'attività qualificata d'impresa – e in particolare, quelli d'intermediazione – non si realizzino mediante lo strumento del contratto. Ma ci si vuole invece riferire al fatto che – accanto alla relazione negoziale di fonte contrattuale – le fattispecie in esame, dato l'intrinseco legame con l'attività d'impresa, lasciano intravedere un tratto distintivo che prescinde dalla relazione contrattuale<sup>26</sup>.

## **2.- (Segue) L'organizzazione d'impresa e i contratti d'intermediazione mobiliare.**

Giunti a questo punto dell'indagine, sembrerebbe che le considerazioni sopra dette conducano a un vicolo cieco: si è rilevato come il collegamento (strutturale e funzionale),

---

<sup>25</sup> In tal senso, con considerazioni pienamente condivisibili, SAMBUCCI (nt. 2), p. 78, secondo cui «il tema degli atti di erogazione delle prestazioni di impresa investe, *in primis*, il modo di intendere il rapporto fra persona e mercato e la ricerca di una composizione delle istanze di vertice che ciascuno dei due sistemi (di diritto civile e di diritto commerciale) esprime. Si ritiene solitamente, in maniera pressoché scontata, che il punto di equilibrio vada trovato intorno al soggetto: il che determina, da un lato, la estrema cautela degli interpreti nel collocare i fenomeni in esame al di fuori dell'area tematica e sistematica del contratto (in dipendenza non tanto del convincimento che il negozio possa costituire lo strumento di garanzia della libertà del cittadino, quanto piuttosto della riconosciuta prevalenza della persona rispetto al mercato come valore ordinante del sistema); dall'altro il rifiuto di una qualificazione centrata sulla impresa, in favore di un'altra centrata sulla persona del consumatore».

<sup>26</sup> Seppur nell'ambito di un'indagine segnata dalla considerazione che l'esercizio dell'attività di prestazione dei servizi va inquadrata esclusivamente nell'ambito di una struttura contrattuale, segnala come la normativa di settore riguardi prevalentemente le attività svolte dagli intermediari piuttosto che i rapporti di investimento, evocando in tal modo la problematica riguardante le dinamiche fra disciplina dell'atto e quella dell'attività LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, p. 91.

che si realizza nell'ambito di un'attività produttiva tra accordo bilaterale e attività in quanto tale, è un tratto della fattispecie capace di evidenziare i limiti degli approcci volti a ridurre l'ambito d'indagine al negozio bilaterale.

Epperò limitandosi a cogliere questo tratto si incapperebbe, ancora una volta, in un'indagine fine a se stessa e incapace perciò di giungere a risultati empirici rilevanti. In effetti, i riferiti rilievi circa la difficoltà della visione contrattuale di spiegare *in toto* la fattispecie in esame non danno alcuna indicazione su quali altri percorsi seguire. In altri termini, le considerazioni fin qui svolte ci dicono solo che il contratto non esaurisce il tratto più tipico della fattispecie, ma le stesse non indirizzano in altro modo l'interprete.

Ebbene, per avere delle ulteriori indicazioni e compiere dei passi avanti nella presente ricerca, ci sembra opportuno ritornare ancora una volta sul legame tra atto-contratto e attività d'impresa, adottando però un diverso punto di osservazione. Finora abbiamo cioè guardato al dibattito che ha considerato il fenomeno partendo dal contratto, per coglierne poi il legame con l'attività d'impresa. Proviamo adesso a mutare angolo di vista, prendendo cioè le mosse dall'attività d'impresa, nel tentativo di comprendere come si collochino i contratti nell'organizzazione della stessa.

Scelto così il nuovo piano di indagine, non pare fuori luogo prendere qui in esame le ben note dottrine che hanno concentrato la loro attenzione sui tratti distintivi dell'attività d'impresa organizzata nella forma (più importante e diffusa) della società.

Sul tema, il riferimento obbligato va anzitutto allo studio fondamentale condotto da Ferro-Luzzi sui contratti associativi, che così tanto ha indirizzato le sorti del successivo dibattito<sup>27</sup>. Dopo la sua pubblicazione, infatti, la dottrina non avrebbe più discusso (o, per lo meno, dato particolare rilevanza) del profilo strutturale dell'atto di formazione della società<sup>28</sup>, bensì si sarebbe per lo più occupata di approfondire la relazione (pure esistente) fra l'atto di formazione della società e le caratteristiche della successiva attività d'impresa, compiuta al fine del raggiungimento degli scopi sociali.

Invero, l'illustre dottrina richiamata porta a compimento quel percorso – da tempo intrapreso dagli studiosi – volto alla precisazione delle peculiarità strutturali del rapporto

<sup>27</sup> FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976, *passim*.

<sup>28</sup> Il dato è da tempo acquisito e trova puntuale conferma anche nella più recente manualistica (M.CIAN, in *Diritto commerciale*, a cura di M.Cian, Torino, 2013, p. 10 ss.). Per un resoconto della questione come pure delle problematiche relative all'applicazione al negozio societario degli istituti generali del contratto cfr. MARASÀ, *Le società*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Iudica e Zatti, Milano, 2000, p. 9 ss.

societario, rispetto alla generalità dei contratti<sup>29</sup>. Percorso che prende le mosse dal riconoscimento della presenza di un elemento distintivo tra il contratto di società – e, più in generale, ogni contratto la cui realizzazione transiti da un rapporto associativo (caratterizzato dalla comune assunzione di uno specifico obiettivo futuro) – e le relazioni negoziali volte, in un’ottica in senso lato di “scambio”, alla diversa imputazione di una situazione giuridica soggettiva tra le parti<sup>30</sup>.

Il tratto che distingue le due sfere sopra richiamate – ed è questo l’importante passo avanti attribuito comunemente alla dottrina in esame – viene individuato segnatamente nel c.d. «effetto organizzativo». Dopo una compiuta analisi degli effetti tipici dell’istituzione del rapporto societario, Ferro-Luzzi giunge a riconoscere come peculiare ai contratti associativi la produzione di un effetto tipico consistente nell’individuazione di quegli elementi ulteriori sulla base dei quali è appunto organizzato lo svolgimento dell’ulteriore azione<sup>31</sup>.

Il portato dell’opera in esame va però oltre. La dottrina in esame intuisce infatti come l’effetto organizzativo proprio del contratto di società si concretizzi nella definizione di un’azione avente rilevanza oggettiva: in altri termini, l’elemento caratterizzante l’attività organizzata nella forma societaria è il suo « porsi come obiettiva emersione di un comportamento che, in funzione di interessi o valori sociali, collettivi, o comunque ultra individuali diviene immediato punto di riferimento di una disciplina »<sup>32</sup>.

Si vuole in sostanza rilevare quanto l’attività d’impresa – definita, nel suo svolgimento, dalle regole di organizzazione previste dall’ordinamento o dai privati – acquisti rilievo per l’ordinamento « a prescindere dall’esistenza o dal raggiungimento del vantaggio individuale o soggettivo che l’ha – o può averla – originariamente determinata causalmente reggendone i presupposti patrimoniali »<sup>33</sup>.

<sup>29</sup> Si tratta di un percorso d’indagine ben noto per i cui primi passi può bastare fare riferimento ad ASCARELLI, *Il contratto plurilaterale*, in *Saggi giuridici*, Milano, 1949, p. 74 ss.; AULETTA, *Il contratto di società commerciale*, Milano, 1937.

<sup>30</sup> FERRO-LUZZI (nt. 27), p. 69 ss.

<sup>31</sup> FERRO-LUZZI (nt. 27), p. 170 ss.

<sup>32</sup> FERRO-LUZZI (nt. 27), p. 203.

<sup>33</sup> Così, ripercorrendo il pensiero della dottrina in esame, GINEVRA, *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, in *Società, banche e crisi d’impresa. Liber amicorum* Pietro Abbadessa, diretto da M.Campobasso e A.Sciarrone Alibrandi, I, Torino, 2014, p. 285. Segnala come « mentre nel contratto si esplica l’autonomia dell’individuo, e dunque si realizza un valore che attiene alla libertà, nella vicenda imprenditoriale la libertà sembra collocarsi, obiettivamente, sullo sfondo, a fronte di un carattere di *necessità* assai marcato, insito nella esigenza, finché dura l’attività, di esercitarla (cioè di porre in essere gli atti – e i contratti – in cui l’attività stessa si articola) » SAMBUCCI (nt. 2), p. 77.

Ciò peraltro pare ancor più evidente là dove si tratti di attività d'impresa condotta in presenza di un particolare interesse pubblico che ne condizioni le finalità e le modalità di svolgimento come avviene proprio nell'attività d'intermediazione mobiliare.

Si chiarisce quindi, seguendo tale percorso concettuale, che l'azione organizzata in forma d'impresa acquista una rilevanza oggettiva: il che dà prevalenza ad analisi e soluzioni interpretative su singole questioni di disciplina che diano rilievo a tale dato della fattispecie<sup>34</sup>.

A questo punto non resta che collocare in una simile visione i contratti per mezzo dei quali si svolge l'attività d'impresa, che, nel caso specifico dell'intermediazione mobiliare, sono appunto i contratti con i quali si prestano i servizi d'investimento. Ora, è rilievo ormai risalente che, vista la centralità della contrattazione d'impresa nella realizzazione dell'attività dell'imprenditore, l'elaborazione del regolamento contrattuale sia «opera dell'organizzazione d'impresa, più che del soggetto (imprenditore): frutto di un qualificato e spesso sofisticato tecnicismo, in cui confluiscono gli apporti di esperti, di uffici-studi, di consulenti giuridici, socio-economici, psicologici, pubblicitari»<sup>35</sup>. Questo fa dell'organizzazione d'impresa la chiave di volta per la definizione del medesimo contenuto precettivo del contratto.

Senonché, mutando punto di vista e guardando alla società di capitali come forma organizzativa dell'impresa oggettivamente considerata – in cui cioè le stesse finalità soggettive che l'hanno occasionata perdono di importanza – pare si possa cogliere un'ulteriore caratteristica della contrattazione d'impresa. E cioè: i contratti mediante i quali si realizza l'attività d'impresa, essendo legati a questa strutturalmente e funzionalmente, si caratterizzano per il rilievo minore assunto dall'elemento soggettivo, tipico delle negoziazioni bilaterali, poiché si inseriscono in quanto tali nell'organizzazione d'impresa. Si tratta cioè di riconoscere che, nel contesto di un'attività organizzata in forma d'impresa

---

<sup>34</sup> Lungo questo solco le analisi condotte da ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali, in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum* G.F. Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, p. 11, il quale rimarca l'importanza sistemica della categoria dell'impresa nel fornire lo schema concettuale sulla cui base costruire il diritto societario e afferma appunto che «ciò significherebbe porre al centro del discorso giuridico sulle società non più il soggetto e i suoi diritti, in definitiva i modi in cui la ricchezza circola e di essa ci si appropria, bensì il problema cui l'attività imprenditoriale è fondamentalmente rivolta, quello della produzione della ricchezza». In tal modo si giunge a una «concezione della società non, come di consueto avviene, quale forma organizzativa dei soggetti che collettivamente svolgono le funzioni dell'imprenditore, ma quale forma organizzativa dell'impresa oggettivamente considerata».

<sup>35</sup> DALMARTELLO (nt. 1), p. 304.

e dal punto di vista dell'imprenditore, tali contratti valgono come momento oggettivo dell'attività organizzata, al pari degli altri fattori produttivi che l'imprenditore organizza.

In tal modo ci pare di cogliere un'indicazione importante per la successiva indagine. Si vuole cioè evidenziare come il riferito rilievo oggettivo assunto dai contratti d'intermediazione mobiliare nell'organizzazione dell'impresa orienti l'interprete a una nuova valutazione dei rapporti d'investimento, nel contesto dell'attività d'impresa prescindente dal vincolo negoziale.

Tuttavia, tale rilievo è in sé non esaustivo. In un'indagine volta a comprendere l'inquadramento generale delle regole di organizzazione interna degli intermediari e le possibili tutele degli investitori di fronte a una loro violazione, occorre infatti prendere in esame i rapporti d'investimento anche dal punto di vista dei clienti.

In tale prospettiva, e mantenendo salda la conclusione cui si è giunti guardando ai contratti dei servizi d'investimento dal punto di vista dell'imprenditore, è necessario indagare, al fine di riscontrare una spiegazione che consenta di guardare al rapporto cliente-intermediario in termini oggettivi, non solo dal punto di vista dell'imprenditore ma anche da quello dei clienti. Altrimenti detto: se i contratti con i quali si realizza l'attività dell'imprenditore assumono nell'organizzazione d'impresa un rilievo oggettivo al pari degli altri fattori produttivi, bisogna adesso procedere nell'analisi per verificare se non si possa giungere a una valutazione in termini oggettivi dei rapporti d'investimento anche dal punto di vista degli investitori<sup>36</sup>. La successiva indagine dovrà altresì tenere in considerazione la peculiarità del settore dei mercati finanziari: si tratta cioè di evidenziare che, a differenza di quanto generalmente vale per l'attività d'impresa, l'attività d'intermediazione mobiliare (che si sostanzia nel compimento dei servizi d'investimento) è condizionata dalla specifica tutela di un interesse pubblico, ossia dalla tutela del risparmio e dalla sua efficiente allocazione.

---

<sup>36</sup> Seppur in un contesto del tutto diverso v. DI RAIMO, *Considerazioni sull'art. 2645 ter c.c.: destinazione di patrimoni e categoria dell'iniziativa privata*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, p. 988, il quale rileva l'opportunità metodologica di riconsiderare «gli schemi costruiti sulla scorta di una concezione esclusivamente soggettiva, tenendo conto che dove siano rilevanti l'attività e l'agire funzionale e dove non vi sia esercizio di potere libero ma discrezionale, la prospettiva qualificatoria è invece tutta oggettiva, in quanto incentrata su interessi predeterminati in funzione di rapporti futuri».

### 3.- Verso un nuovo approccio: la fiducia e il rapporto fiduciario in termini reali.

Per spiegare la rilevanza del valore oggettivo così individuato ci pare che un ausilio venga dato dalla caratterizzazione fiduciaria del rapporto intermediari-clienti. In realtà, che la relazione tra soggetti abilitati e investitori sia segnata da un forte elemento fiduciario non è certo un'affermazione nuova: tanto che, sulla scorta della tradizione di *common law*, il tratto fiduciario del rapporto fra intermediari e clienti trova riconoscimento perfino da parte del legislatore europeo e nazionale. Nel nostro ordinamento questo tratto è tuttavia generalmente inteso in senso "debole": la componente fiduciaria viene infatti per lo più coniugata o comunque ricondotta alla buona fede contrattuale oppure, nei casi in cui viene ad essa data maggior rilevanza, come elemento a sostegno di una generica *causa mandati* della relazione tra i soggetti coinvolti o talora come "sintomo" della peculiare causa contrattuale di alcuni servizi<sup>37</sup>.

Epperò va detto che nell'ordinamento di *common law* (da cui è generalmente importata la fattispecie fiduciaria) esiste una visione ulteriore del fenomeno, che articola l'affidamento di poteri sulle risorse altrui a prescindere dalla sua fonte contrattuale. Più in particolare, si vuole fare qui riferimento agli studi recentemente sviluppati da certa parte della dottrina americana che, prendendo le mosse dai tratti comuni dei rapporti di *trust*, *agency*, *partnership* e *wills*, ha enfatizzato l'elemento di affidamento fiduciario in essi presenti, giungendo a elaborare una vera e propria categoria: la c.d. *fiduciary law*<sup>38</sup>. A tal riguardo, va preliminarmente notato che i sistemi angloamericani non sono di certo nuovi alla categoria delle *fiduciary relationships*: non si sbaglia infatti quando si afferma che una delle principali elaborazioni di tali sistemi è proprio quella dei *fiduciary duties*<sup>39</sup>.

<sup>37</sup> Per i dovuti riferimenti v. nota 61.

<sup>38</sup> T.FRANKEL, *Fiduciary Law*, in 71 Cal. L. Rev. 795 (1983), *passim*; ID., *Fiduciary as a default rule*, in 74 Or. L. Rev. (1995), p. 1215 ss.; ID., *Fiduciary Law*, New York, 2011, *passim*; T.FRANKEL, A.TAYLOR SCHWING, *The Regulation of Money Managers*, Aspen, Austin-Boston-Chicago-New York, 2008, p. 52; FINN, *Fiduciary law and the modern commercial world*, in Commercial Aspects of Trust and Fiduciary obligations, Oxford, 1992, p.7 ss.; FLANNIGAN, *The Fiduciary Obligation*, in 9 O.J.L.S., 285 (1989), p. 290 ss.; ID., *The Boundaries of Fiduciary Accountability*, in 83 Can. B. Rev., 35 (2004), p. 36 ss.; DEMOTT, *Breach of Fiduciary duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, in 48 Ariz. L. Rev., 925 (2006), p. 926 ss.

<sup>39</sup> COOTER e FREEDMAN, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character And Legal Consequences*, in 66 N.Y.U. L. Rev. 1045 (1991), p. 1050 ss. È noto, al riguardo, che il riconoscimento di *fiduciary duties* in capo a soggetti diversi si deve alla progressiva opera delle *Courts of Equity* che, partendo dall'elaborazione sui *trust*, hanno nel tempo esteso i doveri fiduciari del *trustee* alla molteplicità dei rapporti caratterizzati da una relazione di *agency*. Sul punto, si veda per tutti: J.E.PENNER, *The Law of trusts*, Oxford, 2008, p. 18; PORTALE, *Lezioni di diritto privato comparato*, Torino, 2007, p. 200; ANNUNZIATA, *Regole di*

La particolarità della dottrina richiamata risiede però nella centralità riconosciuta alla fattispecie fiduciaria nell'intero sistema dei rapporti tra privati, nonché nel riconoscimento della sua fonte non contrattuale.

E così la *fiduciary doctrine* americana afferma l'esistenza di una posizione qualificabile come *fiduciaria* in tutti i casi in cui un soggetto sia affidatario di un potere privato discrezionale incidente sulla sfera di un altro, il quale reciprocamente si trova in una situazione di soggezione rispetto a quel potere, in virtù della *special confidence* riposta nel primo e – si badi bene – a prescindere dalla presenza di un contratto fra le parti<sup>40</sup>. La posizione assunta dal fiduciario causa in sé la nascita, in capo al fiduciario, di importanti doveri (*fiduciary duties*) verso il fiduciante, tra cui assumono particolare rilievo quello di lealtà (*duty of loyalty*) e quello di “cura diligente” (*duty of care*); doveri che appunto non trovano la loro fonte nel contratto eventualmente concluso dalle parti, bensì derivano direttamente dalla posizione di fatto rivestita dal fiduciario e riconosciuta dall'ordinamento<sup>41</sup>. Questo affidamento fiduciario di poteri, proprio perché prescinde dal vincolo contrattuale, giustifica poi, là dove il fiduciario abbia violato i detti obblighi tradendo in questo modo l'interesse del fiduciante, il ricorso a specifici rimedi, diversi da quelli riconducibili al meccanismo della sanzione dell'eventuale inadempimento e

---

*comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, p. 218, nt. 156 ove si cita il *leading case* Tate v. Williamson, (1866) L.R. 2 Ch. App. 55 che ha affermato «Wherever two persons stand in such a relation that, while it continues, confidence is necessarily reposed by one, and the influence which naturally grows out of that confidence is possessed by the other, and this confidence is abused, or the influence is exerted to obtain an advantage at the expense of the confiding party, the person so availing himself of his position will not be permitted to retain the advantage, although the transaction could not have been impeached if no such confidential relation had existed».

<sup>40</sup> P.B. MILLER, *Justifying Fiduciary Duties*, in 58:4 McGill LJ 969, (2013), p. 1023, ove si afferma: «The juridical justification offered here holds that fiduciary duties are distinctive and supported by reasons derived from formal properties of the fiduciary relationship. In fiduciary relationships, one person (the fiduciary) exercises discretionary power over the practical interests of another (the beneficiary)».

<sup>41</sup> DEMOTT, *Beyond Metaphor: an analysis of fiduciary obligation*, in 879 Duke Law Journal November, (1988), p. 880; ID, *Breach of Fiduciary Duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, in 48 Ariz. L. Rev. 925 (2006), p. 926; MELANIE B. LESLIE, *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, in 94 Geo. L.J. (2005), p. 67, 70; SCOTT FITZGIBBON, *Fiduciary Relationships Are Not Contracts*, in 82 Marq. L. Rev. (1999), p. 303, 305; T.FRANKEL, *Fiduciary as a default rule* (nt. 38), p. 1246. Non si ignora peraltro che nella dottrina americana è stato sostenuto da altri autori che gli obblighi fiduciari sarebbero comunque sempre riconducibili a obbligazioni di fonte contrattuale: cfr. RIBSTEIN, *Are Partners Fiduciaries?*, in U. Ill. L. Rev. 209, (2005), p. 215; BUTLER & RIBSTEIN, *Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians*, in 65 Wash. L. Rev. 1, 4 (1990), p. 66 ss.; F.H. EASTERBROOK & DANIEL R. FISCHER, *Contract and Fiduciary Duty*, in 36 J.L. & Econ. 425, (1993), p. 427; HYNES, *Freedom of Contract, Fiduciary Duties, and Partnerships: The Bargain Principle and the Law of Agency*, in 54 Wash. & Lee L. Rev. 439, (1997), p. 443; LANGBEIN, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, in 105 Yale L.J. 625, (1995), p. 657; MACEY, *Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Nonshareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective*, in 84 Cornell L. Rev. 1266, (1999), p. 1273.

appartenenti invece all'ambito della *property law*; il riferimento è principalmente al rimedio del c.d. *disgorgement of profit*, il quale, come noto, impone al fiduciario di riversare al fiduciante ogni vantaggio economico ricavato dall'uso improprio del bene.

Con ciò la dottrina richiamata non esclude che i casi in cui si realizza l'affidamento fiduciario possano altresì vedere la conclusione di un accordo negoziale tra le parti. Al contratto, quale importate strumento di regolazione, va di certo assegnato (anche secondo la dottrina in questione) il compito di definire modalità e condizioni dello svolgimento dell'attività del fiduciario; ma ciò non toglie che gli obblighi fiduciari di *care* e *loyalty* trovano la loro fonte a prescindere da questo e direttamente in una situazione di fatto riconosciuta dalla legge.

In effetti, la giustificazione dell'imposizione di tali obblighi – e in ultima analisi del ricorso all'attribuzione di poteri fiduciari – è rintracciata nell'interesse pubblico al miglior ed efficiente sfruttamento delle risorse. In termini più chiari va rilevato che, secondo la ricostruzione qui seguita, l'imposizione a tutti i *fiduciaries* dell'obbligo di agire nel rispetto del *duty of loyalty* e del *duty of care* è finalizzata ad evitare che il fiduciario approfitti della situazione di potere in cui è stato immesso, utilizzando il bene per finalità diverse. Tutto ciò se, da un lato, non fa altro che assicurare e garantire il rispetto dell'interesse privato del fiduciario, dall'altro tende pure al raggiungimento di una più ampia finalità *pubblica*, consistente nel perseguire *l'efficiente uso delle risorse*. E invero, la previsione di una regola legale di responsabilità in capo al fiduciario infedele garantisce il ricorso allo schema fiduciario da parte dei privati: il che, assicurando che le risorse siano in concreto impiegate da chi si trova nella condizione (per conoscenze o possibilità) di garantirne il miglior utilizzo, tende ad assicurare, in un'ottica di efficienza sociale, la miglior (e quindi efficiente) allocazione delle risorse<sup>42</sup>.

La corretta valorizzazione di tale profilo di pubblico interesse nell'affidamento delle risorse a soggetti diversi dai titolari mette in luce quanto sia invero inadeguata una visione esclusivamente contrattuale dei fenomeni in esame. Tale approccio, infatti, per forza di cose si limiterebbe a cogliere solo la dimensione bilaterale dell'affidamento fiduciario, riservando eventualmente al solo piano della tutela pubblicistica l'adozione di strumenti di tutela volti ad assicurare l'efficienza nell'impiego delle risorse.

---

<sup>42</sup> Per questi rilievi T.FRANKEL, *Fiduciary Law* (nt. 38), p. 193 ss.; FLANNIGAN, *The economics of Fiduciary accountability*, in 32 Del. J. Corp. L., 393 (2007), p. 396 ss.; COOTER e FREEDMAN (nt. 39), p. 1053.



La prospettiva segnata dalla *fiduciary doctrine* potrebbe essere di grande utilità per lo studio qui intrapreso. E infatti quella visione dei fenomeni di affidamento di risorse a terzi valorizza due aspetti che l'analisi finora condotta ha individuato quali caratteristiche proprie dell'attività d'intermediazione; e cioè: da un lato, la finalità di efficienza nell'allocazione delle risorse a cui è volta la regolamentazione della prestazione dei servizi d'investimento e, segnatamente, la disciplina dell'organizzazione interna dei soggetti abilitati; dall'altro, l'inadeguatezza dello strumento contrattuale a cogliere tutti i momenti della relazione fra clienti e intermediari, intesa quale momento oggettivo dell'attività d'impresa di questi ultimi.

La siffatta ricostruzione della fattispecie fiduciaria è condotta tuttavia da quella dottrina unicamente nel contesto degli ordinamenti di *common law*, in cui, come noto, l'elaborazione delle *fiduciary relationship* è stata realizzata sulla base dell'*Equity*, ignota, quale fonte di diritto, ai contemporanei sistemi di *civil law*.

Senonché, va registrata una nuova e generale ricostruzione dei rapporti di tipo fiduciario nel nostro ordinamento che potrebbe segnare una svolta nell'analisi fin qui condotta. Il riferimento corre a una recente dottrina la quale, analizzando le diverse fattispecie che nel corso del tempo hanno dato origine ai fenomeni di affidamento fiduciario nel nostro sistema, ha riconosciuto la possibilità di riscontrare, nelle figure storiche fiduciarie di *civil law*, gli stessi elementi oggi evidenziati dalla *fiduciary doctrine*, giungendo così a delineare una ricostruzione unitaria della relazione fiduciaria in termini reali pure nel nostro ordinamento; relazione che – lo si ripete – si caratterizza in sostanza per l'attribuzione del potere di determinare la gestione o la disposizione di risorse di un soggetto a un altro, in virtù dell'affidamento in esso riposto e al fine di compiere, con una certa discrezionalità, una determinata attività<sup>43</sup>.

Il passaggio chiave di simile ricostruzione è dato dalla constatazione degli effettivi tratti delle fattispecie fiduciarie comparse nel tempo nei diversi ordinamenti di *civil law*. E così, pur non soffermandosi nello specifico sul percorso svolto (per il quale non si può che rinviare alla dottrina in esame), si rileva come sia stato messo in luce che la fattispecie fiduciaria storicamente apparsa nell'ordinamento romano e tedesco si caratterizza, oltre

<sup>43</sup> GINEVRA, *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Torino, 2012. L'analisi condotta è invero volta specificamente ad approfondire il fenomeno dell'intestazione fiduciaria di partecipazioni sociali; schema che ha acquisito sempre maggiore rilevanza nella pratica moderna e attirato l'attenzione degli studiosi. Tuttavia, l'acuta dottrina conduce in via preliminare una diffusa analisi storica e comparatistica del fenomeno fiduciario che chiarisce i veri tratti del fenomeno e ne delinea una sua generale applicazione.

che per l'elemento della *fides*, per un'intestazione formale di un bene al fiduciario, il quale è «prima di tutto “proprietario” in senso puramente formale, *formal owner*», poiché deriva i «propri poteri non da un comportamento sostanzialmente adeguato a un successivo “riconoscimento formale” dell'ordinamento, bensì dalla diretta realizzazione dei “presupposti formali” che gli ordinamenti hanno previsto per la “piena” rilevanza reale del trasferimento»<sup>44</sup>.

Più nel dettaglio, va detto che nell'ordinamento romano il primo elemento del fenomeno fiduciario, la *mancipatio*, era dato dalla formale investitura del fiduciario nella titolarità del bene affidato, al fine di consentirgli di utilizzare le prerogative proprietarie nei rapporti coi terzi. Con tale atto però – si badi bene – non si voleva trasferire il diritto di proprietà del bene, ma si realizzava una mera investitura, volta a «consentire la possibilità di esercizio dei poteri corrispondenti alla titolarità di un diritto: non ad attribuire in sé tale diritto»<sup>45</sup>. All'investitura formale si accompagnava poi la stipulazione di un *pactum conventum*. Questo patto non fondava però l'obbligo di restituzione del bene al fiduciante, che invero trovava piena giustificazione nella legge, bensì (laddove stipulato) si limitava a specificare i termini dell'affidamento, e dunque i limiti entro i quali il fiduciario poteva esercitare le prerogative sul bene stesso<sup>46</sup>.

Va così rimarcato come, nell'originaria elaborazione della fattispecie in discussione, il momento contrattuale non fosse né necessario, né tanto meno costitutivo degli obblighi gravanti sul fiduciario, sia in pendenza del rapporto, sia al momento della restituzione del bene. Insomma, in origine la fattispecie fiduciaria si caratterizzava per l'immissione «di un soggetto in una posizione di controllo verso un bene, implicante

<sup>44</sup> GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie fiducia “romanistica”, “germanistica”, “anglosassone”*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario, a cura di Ginevra, Milano, 2012, p. 115.

<sup>45</sup> GINEVRA (nt. 44), p. 115; più diffusamente lo stesso autore mostra in GINEVRA (nt. 43), p. 78 ss., e p. 80 che: «con la *mancipatio fiduciaria* non si vuole arricchire il fiduciario, ma direttamente fornirgli nudi strumenti giuridici che gli consentano di esercitare prerogative, relative al bene volta a volta considerato e rilevanti nei rapporti con i terzi: e ciò si realizza tramite un atto che quegli strumenti è in grado direttamente di attribuire» e p. 83: «l'atto in questione [la *mancipatio*] sembra posto in essere in vista della realizzazione di una situazione di fatto, seppur formalmente connotata, senza che rilevi invece il costituirsi di un diritto, alla percezione di un'utilità economica del fiduciante o del fiduciario, per definizione irrilevante (o solo indirettamente considerata): l'unica utilità presa di mira dalle parti è in sé quella (giuridica) collegata al (fatto del) l'immissione del fiduciario nella possibilità formale di esercizio delle prerogative proprietarie».

<sup>46</sup> DIURNI, *Fiducia e negozio fiduciario (storia)*, in *Dig. disc. priv. sez. civ.*, VIII, Torino, 1992, p. 291, ove afferma: «non convince l'individuazione da parte della dottrina di un *factum conventum* autonomo e accessorio dell'atto principale, sì da costituire il vero e proprio *factum fiduciae*. La lettura della Formula baetica sembra confermare che l'obbligo di restituzione, e dunque la sostanza del cosiddetto *factum fiduciae* con la conseguente responsabilità fiduciaria, nascono direttamente dalla *mancipatio fidei fiduciae causa*».

l'effettiva possibilità dell'esercizio *erga omnes* dei relativi poteri [proprietari], operata da parte di colui al quale va riferito l'interesse sostanziale nei confronti del bene affidato, e in ragione della fiducia che questi ripone nel rispetto, da parte del fiduciario, dell'interesse in parola»<sup>47</sup>.

Negli stessi termini è stato pure possibile ricostruire la genuina fattispecie fiduciaria comparsa nell'ordinamento tedesco. E invero è stato messo in luce come il c.d. *Salman* «(cioè, appunto, la paradigmatica figura del fiduciario germanistico) non era nient'altro che una sorta di mediatore immobiliare, il quale riceveva l'intestazione della proprietà da alienare unicamente affinché ne fosse garantita la possibilità di trasmissione a un futuro acquirente, cui si potesse consentire in tal modo effettivamente di divenire il nuovo proprietario»<sup>48</sup>.

L'analisi condotta dalla dottrina richiamata mostra poi come, a fronte di questi tratti delle fattispecie fiduciarie storicamente apparse, la pandettistica tedesca del XIX secolo abbia invece incentrato la costruzione dogmatica dell'istituto proprio sull'elemento negoziale, obliterando sempre più il ruolo giocato, nell'originaria configurazione, dall'elemento della *fides*, quale fonte diretta (seppur mediata dalla legge) della legittimazione all'utilizzo del bene da parte dell'intestatario/fiduciario<sup>49</sup>. Ciò ha così condotto alla perdita di rilievo di qualsivoglia riferimento al profilo *latu sensu* "possessorio", che caratterizzava l'originale fiducia: dove, come detto, il passaggio (formalmente rilevante) del bene al fiduciario non era in realtà finalizzato alla trasmissione della titolarità del bene stesso, ma solo all'immissione del fiduciario in una condizione *fattuale* che gli consentisse di esercitare le prerogative proprietarie<sup>50</sup>.

Sulla base di questo equivoco storico il fenomeno fiduciario nel nostro ordinamento è stato così comunemente identificato nella creazione negoziale di una relazione fra privati: si tratterebbe in sostanza di un contratto col quale un soggetto (fiduciante) trasferisce un diritto (pieno o parziale) su un bene, a fronte dell'impegno da parte

<sup>47</sup> GINEVRA (nt. 43), p. 49.

<sup>48</sup> GINEVRA, (nt. 44), p. 115; PORTALE, GINEVRA, *Intestazione a società fiduciaria di azioni non interamente liberate e responsabilità per i conferimenti residui*, in *Riv. Soc.*, 2011, p. 813.

<sup>49</sup> Tale elemento è stato equivocato anche da quella dottrina che pur rilevandone l'esistenza lo ha collocato anziché fuori dal contratto, addirittura fuori dall'ambito di giuridica rilevanza: il riferimento è in particolare a LIPARI, *Il negozio fiduciario*, Milano, 1964, *passim*.

<sup>50</sup> GINEVRA (nt. 43), p. 86; DIURNI (nt. 46), p. 290 ss. Tale elemento è stato equivocato anche da quella dottrina che pur rilevandone l'esistenza lo ha collocato anziché fuori dal contratto, addirittura fuori dall'ambito di giuridica rilevanza: il riferimento è in particolare a LIPARI (nt. 49), *passim*.

dell'acquirente (fiduciario) di utilizzare quel bene secondo certe modalità e per il perseguimento di un certo scopo stabilito fra le parti, e successivamente di ritrasferire, al dante causa o a un terzo predeterminato, il diritto in origine ricevuto<sup>51</sup>.

Senonché, come pure messo in luce dall'indagine che qui si ripercorre, l'aver inteso il fenomeno fiduciario esclusivamente come una relazione di fonte contrattuale (dimenticando così la sua genuina origine) ha determinato le note difficoltà di ordine dogmatico che, nonostante gli sforzi della dottrina, impediscono di considerare concluso il dibattito sulla natura e sulle caratteristiche del negozio fiduciario. Sul punto, ci si limita ad osservare che tanto la versione comunemente detta "romanistica"<sup>52</sup> del rapporto

<sup>51</sup> Come noto, a seconda della diversa situazione soggettiva in cui si trova il fiduciario, si pone poi l'ormai tradizionale distinzione tra il modello "romanistico" di fiducia e quello "germanistico": la condizione di piena titolarità del diritto affidato sarebbe distintiva della prima; la situazione di mera legittimazione caratterizzerebbe invece la seconda. Sul punto, tra i tanti, TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, Padova, 2004, p. 114 ss.; TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2003, p. 168; ROPPO, *Il contratto*, *Tr. di dir. priv.*, a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2011, p. 681 ss.; ZATTI, COLUSSI, *Lineamenti di diritto privato*, Padova, 2003, p. 459. In giurisprudenza *ex multis*: Cass., 18 ottobre 1988, n. 5663, in *Corr. Giur.*, 1988, p. 1268 ss.; Cass., 18 ottobre 1991, n. 11025, in *Giur. it.*, 1992, I, 1786; Cass., 29 maggio 1993, n. 6024, in *Giur. comm.*, 1994, II, p. 5 ss.; *Trib.* Milano, 19 novembre 2001, in *Giur. it.*, 2002, p. 1438 ss.

<sup>52</sup> Per un'ampia esposizione delle difficoltà e delle diverse posizioni si rinvia a GINEVRA (nt. 43), p. 38 ss. a tal riguardo, ci si limita qui ad osservare che secondo l'orientamento maggioritario al modello c.d. romanistico di fiducia corrisponderebbe una fattispecie complessa, formata da più negozi tra loro collegati: si avrebbe quindi prima un atto di acquisto del diritto o un negozio ricognitivo di una già (tipicamente) acquisita titolarità; a cui si aggiungerebbe un atto col quale il fiduciario assume quanto meno l'obbligo di ritrasferire il bene acquistato, in favore dell'alienante o di un terzo (in tal senso la maggioranza della giurisprudenza: Cass., 18 ottobre 1991, n. 11025, in *Giur. it.*, 1992, I, 1786 ss.; Cass., 29 maggio 1993, n. 6024, in *Giur. comm.*, 1994, II, 5 ss. In dottrina, seguono tale ricostruzione, tra gli altri: GALGANO, *Il negozio giuridico*, in *Tr. dir. civ., comm.*, diretto da Cicu-Messineo, Milano, 1988, p. 490 ss.; PUTTI, *Negozio fiduciario*, in *Dig. disc. priv. sez. civ., Agg.*, Torino, 2002, p. 921). Secondo altri, invece si sarebbe di fronte a un unico contratto, idoneo in sé a produrre tutti gli effetti tipici sopra descritti. Tale accordo sarebbe fonte sia dell'effetto traslativo, quanto dell'obbligo fiduciario di ritrasferimento e, più in generale, di cura dell'interesse del fiduciante nella pendenza del rapporto (così, *ex multis*: JAEGER, *Sull'intestazione fiduciaria di quote di responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 181 ss.; MERUZZI, *Intestazione a società fiduciarie di titoli azionari*, in *Contr. e impr.*, 1995, p. 391). Un terzo orientamento tende poi a spiegare il fenomeno svalutando ora l'idoneità dell'attribuzione fiduciaria a produrre l'effetto traslativo, ora la componente obbligatoria della vicenda fiduciaria (per la prima tendenza: GENTILI, *Simulazione*, in *Tr. dir. priv.*, diretto da Bessone, XIII, *Il contratto in generale*, V, Torino, 2002, p. 553 ss.; FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 53 ss.; ANELLI, *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1996, p. 183; per la seconda: LIPARI, (nt. 49), *passim*). Tralasciando le visioni riduzionistiche del terzo orientamento, va rilevato che entrambe le ricostruzioni sopra avanzate non riescono compiutamente nell'intento di dare un inquadramento soddisfacente al fenomeno. E così, la prima ricostruzione sopra descritta (che considera la fiducia come un'ipotesi di collegamento negoziale) va incontro all'importante obiezione che l'atto di trasferimento, compiuto dal fiduciante in favore del fiduciario, sarebbe (stando a quella concezione del rapporto) privo di giustificazione, essendo invero la disposizione patrimoniale priva di causa suffissante (cfr. GINEVRA (nt. 43), p. 47, il quale evidenzia che pari perplessità lascia poi la giustificazione sul piano causale dell'obbligo di ritrasferimento gravante sul fiduciario; GALGANO, *op. cit.*, p. 492). Pure la seconda tesi sopra richiamata (che intende il negozio fiduciario quale unico contratto) si presta a critiche che invero sono parse insuperabili. Difatti, là dove si consideri che il contenuto del negozio venga limitato al trasferimento e all'obbligo di ritrasferimento, l'immediato arricchimento patrimoniale del fiduciario risulterebbe ingiustificato, poiché lo stesso non trova una contropartita in alcun sacrificio attuale o sperato, a cui tanto meno sopperisce l'intento di liberalità del fiduciante in concreto inesistente (sul punto

fiduciario, quanto quella c.d. “germanistica”<sup>53</sup> pongono delle difficoltà di tal fatta da far più che dubitare del buon esito del trapianto nel nostro ordinamento.

Orbene, sulla base di queste premesse storiche e sistematiche, la dottrina in parola è giunta a delineare un concetto generale di fattispecie fiduciaria applicabile a una molteplicità di rapporti e, in tesi, vigente pure nel nostro ordinamento. Si tratta di una ricostruzione della fattispecie condotta in termini fattuali: si vuole cioè fondare la definizione concettuale dei fenomeni fiduciari sul *fatto* che un soggetto affida – in forza della fiducia riposta – il potere di esercizio o di disposizione di prerogative sul suo patrimonio a un altro soggetto, affinché quest’ultimo soddisfi un certo interesse del primo. La fattispecie viene così definita anzitutto per la sua attinenza al piano dell’effettività piuttosto che a quello negoziale. Si ritiene quindi che l’affidamento fiduciario «non

---

v. LIPARI (nt. 49), p. 278 ss.). Né peraltro pare si possa giungere a una soluzione contraria, là dove si aderisca all’orientamento favorevole all’applicazione anche ai rapporti fiduciari dello schema causale del mandato: il che – secondo i suoi sostenitori – giustificherebbe, da un lato, lo spostamento patrimoniale dal mandante/fiduciante al mandatario/fiduciario e, dall’altro, consentirebbe di individuare la funzione del negozio fiduciario nello svolgimento da parte del mandatario, dell’attività di cura del bene, in vista del compimento di una certa finalità. Tale tesi si presta infatti alla (in verità forte) obiezione secondo cui la mera allegazione della *causa mandati* non giustifichi in sé e per sé l’immediato impoverimento del mandante, prima del compimento dell’atto gestorio demandato al mandatario (per tutti MARICONDA, *Contrastanti decisioni sul trust interno: nuovi interventi a favore ma sono nettamente prevalenti gli argomenti contro l’ammissibilità*, in *Corr. giur.*, 2004, p. 76; GINEVRA (nt. 43), p. 53, ove ulteriori riferimenti).

<sup>53</sup> Invero, le difficoltà, nel recepire nel nostro ordinamento la detta variante, appaiono perfino maggiori. Questa legittimazione garantirebbe la possibilità di attribuire un bene a un soggetto col vincolo di utilizzarlo nell’interesse del dante causa, assicurando – al contempo – la possibilità che il detto vincolo sia opponibile anche all’esterno nei confronti dei terzi. La detta finalità spiega perché in origine, per evitare appunto che si obiettasse l’impossibilità (nel nostro ordinamento) di ammettere rilevanza esterna ai vincoli personali sui beni, tale figura era limitata proprio a quei casi in cui la legge stessa consente una scissione fra titolarità e legittimazione: perciò, anzitutto, al caso di intestazione di partecipazioni azionarie (per tutti, JAEGER (nt. 52), p. 191). Cogliendo nel segno, la principale obiezione, che è stata rivolta alla ricostruzione in esame, ha riguardato il suo stesso presupposto: e cioè, quello di ammettere la scissione tra legittimazione e titolarità sulla base dell’applicazione delle regole in materia di legittimazione cartolare. Invero, è stato chiarito che non vale invocare (a conferma dell’ammissibilità nell’ordinamento della figura in parola) la regola in materia di legittimazione cartolare di cui all’art. 1992 c.c., poiché tale legittimazione è diversa da quella identificata, col medesimo termine, in teoria generale (legittimazione all’esercizio dei diritti, che dovrebbe – secondo l’impostazione germanistica – caratterizzare anche quella fiduciaria). Se quest’ultima infatti va intesa come situazione giuridica soggettiva, attribuita di regola al titolare di un diritto e consistente specificamente nel potere sostanziale di esercitare quel diritto, la legittimazione cartolare ha per contro un valore e una portata del tutto formali: la cui esistenza non dipende dalla presenza in concreto dei relativi presupposti materiali. Ciò considerato, risulta dunque che la ricezione della c.d. fiducia germanistica in Italia pretende, in sostanza, di raggiungere degli effetti assimilati all’attribuzione di una legittimazione sostanziale al fiduciario, per mezzo della legittimazione formale cartolare, la quale tuttavia, nei rapporti con l’esterno, non mette al sicuro il fiduciario di fronte alle possibili opposizioni da parte di terzi, i quali – ai sensi dell’art. 1992 c.c. – potrebbero eccepire al fiduciante il difetto di legittimazione sostanziale (per un’ampia descrizione delle difficoltà a dar seguito nel nostro ordinamento alla costruzione “germanistica” della fiducia vedi, oltre a GINEVRA (nt. 43), p. 56 ss., ANELLI, *Simulazione e interposizione*, in *Tr. del contratto*, diretto da Roppo, Milano, 2006, p. 627 ss.).

caratterizza la causa o la struttura di un contratto ma un tipo di rapporto fondato sull'acquisto di una legittimazione in relazione a un dato bene altrui [...] caratterizzata dall'assunzione del potere di fatto di esercitare le prerogative soggettive relative al bene in parola»<sup>54</sup>.

Così ricostruita, la vicenda fiduciaria si compone di due elementi. Quello oggettivo è dato dalla volontaria realizzazione delle condizioni formali che, in un dato ordinamento e per quella tipologia di beni, consentono a un soggetto diverso dal titolare di esercitare in concreto i poteri derivanti dalla titolarità del bene, ovvero di provocare conseguenze del tutto identiche a questi poteri. Si tratta in buona sostanza di un "possesso giuridico", in senso lato, del bene che consente – di fatto – l'assunzione di poteri effettivi sullo stesso. Il secondo, quello soggettivo, consiste nella volontà dell'avente diritto di attribuire la disponibilità effettiva al fiduciario – in ragione appunto della fiducia che il primo ripone nel secondo – e, reciprocamente, nel consenso da parte di quest'ultimo ad accettare responsabilmente la relativa condizione. L'acquisto della disponibilità materiale del bene trova dunque ragion d'essere nella *fides*, che l'avente diritto ripone nel soggetto a cui si affida: e tale condizione di fiducia consiste nel convincimento che il fiduciario, anche in mancanza di un obbligo legale o contrattuale, agisca per assicurare il perseguimento dell'interesse del fiduciante.

È d'altronde possibile – secondo la dottrina in esame – riconoscere come pure il nostro ordinamento dia rilevanza in sé alla fattispecie così ricostruita, a prescindere dalla presenza di un accordo negoziale. Dalle disposizioni in materia di «possesso e detenzione e in particolare [dalle] nelle norme che prevedono la possibilità di un loro lecito acquisto da parte del non proprietario e dell'efficace esercizio da parte del medesimo dei poteri a ciò collegati» è dunque possibile ricavare una disciplina che accordi rilevanza all'assunzione giuridicamente rilevante di poteri sul patrimonio altrui; assunzione peraltro compatibile con la finalità di responsabilizzare il fiduciario all'uso effettivo del suo potere sul bene, affinché ne sia assicurato un uso efficiente e conforme all'interesse del fiduciante; e ciò a prescindere dalla presenza o meno di un accordo che vincoli le parti in tal senso<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> GINEVRA (nt. 44), p. 109.

<sup>55</sup> GINEVRA (nt. 44), p. 111.

La visione della fattispecie fiduciaria ricostruita in termini “reali” sembra offrire una fruttuosa prospettiva d’indagine. In effetti, l’inquadramento dell’attività d’intermediazione, e segnatamente dei singoli servizi d’investimento, nell’ottica appena descritta consentirebbe di spiegare i rapporti che si instaurano fra intermediari e clienti a prescindere dal vincolo contrattuale bilaterale e, soprattutto, dando rilievo al legame intrinseco fra prestazione dell’attività d’intermediazione e rapporti con i terzi, in termini oggettivi anche dal punto di vista degli investitori. Ma non solo. La prospettiva fiduciaria consente inoltre di dare rilievo all’esigenza di efficiente allocazione delle risorse propria dell’attività d’intermediazione. Si tratta dunque proprio di tutti quegli elementi che l’indagine fin qui compiuta ha evidenziato quali tratti della fattispecie dei servizi d’investimento e la cui ordinata valutazione consente – così si crede – il chiarimento della rilevanza delle regole organizzative nei rapporti con gli investitori. Del resto, non è un caso se la dottrina che ha ricostruito in termini reali la fattispecie fiduciaria ne abbia poi segnalato, come una delle sue più evidenti manifestazioni, la pertinenza al settore dell’intermediazione mobiliare<sup>56</sup>.

Tutto ciò suggerisce perciò di approfondire ulteriormente la valutazione dei servizi di investimento secondo l’ottica fiduciaria. A tal fine è dunque necessario *in primis* verificare se in effetti nei singoli servizi di investimento sia possibile rinvenire l’assunzione di poteri fiduciari da parte dell’intermediario sul patrimonio dei clienti; svolto questo esame e qualora abbia esito positivo, occorrerà poi interrogarsi circa il ruolo delle regole di organizzazione interna nel compimento dell’attività d’intermediazione quale attività fiduciaria; ciò chiarito si potranno poi analizzare le ricadute del siffatto inquadramento in termini di rimedi esperibili dai clienti.

Prima di svolgere gli ulteriori passi così delineati è però utile premettere una verifica ancora più generale che, a ben vedere, è preliminare al percorso ora delineato. Si tratta cioè di valutare se segni di una “rilevanza fiduciaria” dell’attività d’intermediazione si rinvenivano già nella disciplina generale dei servizi; valutazione che potrà ben essere compiuta attraverso un confronto fra tale disciplina e i principi generali della *fiduciary law*.

---

<sup>56</sup> GINEVRA (nt. 44), p. 131 ss.

#### 4.- La fattispecie fiduciaria e l'intermediazione finanziaria.

Avviamo il discorso con alcune precisazioni. Come sopra accennato, l'affermazione secondo cui tra investitori e soggetti abilitati si instauri una relazione di tipo fiduciario non è certo nuova né nel nostro ordinamento, né soprattutto nei sistemi di *common law*. In questi ultimi in particolare specie in momenti risalenti nell'evoluzione degli ordinamenti di diritto consuetudinario, in cui scarso era l'intervento legislativo sulla materia e ampio invece il ruolo riservato alle categorie di diritto comune, centrale è stato in effetti il riconoscimento dell'esistenza di doveri fiduciari in capo ai *broker-dealer*. Così, sulla base dell'inquadramento del rapporto tra soggetti abilitati e clienti nelle *agency relationship*, le corti inglesi e americane (già prima dell'intervento del legislatore) avevano elaborato una complessa serie di doveri di carattere fiduciario, che spesso rappresentarono il diretto precedente dei successivi obblighi cristallizzati dal legislatore<sup>57</sup>.

Pure nel nostro ordinamento non sono in verità mancati gli interpreti che (anche in ragione dell'importanza del sistema inglese nella formazione della regolamentazione di settore nazionale, prima, e comunitaria, poi) hanno fatto riferimento (talora in senso lato, ma talvolta in senso più specifico e sulla base dell'elaborazione di *common law*) all'esistenza di una relazione fiduciaria fra intermediari e clienti<sup>58</sup>.

<sup>57</sup> Nel diritto inglese: *Armstrong v. Jackson* [1917] 2 K.B. 822; *Re Strachan, ex parte Cooke*, (1876), 4 Ch. D., 123, C.A.; *Taylor v. Plumer* (1815), 3 M. & S., 562; vedi per altri riferimenti: BOWSTEAD, *On Agency*, a cura di F.M.B. Reynolds, London, 1985. Per completezza va però segnalato che nel sistema inglese è stata dibattuta la possibilità di affermare, in termini generali, l'esistenza di doveri fiduciari in tutti i rapporti di *agency*, estendendo a tali relazioni doveri elaborati più propriamente in relazione al *trust*: per i termini del dibattito, con riferimenti anche alla presa di posizione delle Corti sulla natura fiduciaria del rapporto: ANNUNZIATA (nt. 39), p. 130 ss.; LOBUONO (nt. 26), p. 32. Nel diritto americano: *Galigher v. Jones*, 129 U.S. 193 - 1888; *Hibberd v. Furlong*, 257 N. W. 737 - Mich. 1934; *McMann v. SEC*, 87 F.2d 377 - 2d Cir. 1937; *Roth v. Roth*, 571 S.W. 2d 659 - Mo. Ct. App. 1978; *Lamprecht v. State*, 95 N.E. 656 - Ohio 1911; *Theis v. Luther*, 151 F. 2d 397, 399 - 8th Cir.; *McMann v. Engle*, 301 U.S. 684 - 1937. Del resto, va anche ricordato che le Corti americane, per spiegare la contraddizione tra il ricorso al modello dell'*agency* e l'operatività dei *dealer* (o comunque dei *broker* operanti nel rapporto quali *principal*), hanno elaborato, come noto, la c.d. *Shingle theory*. Secondo questa ricostruzione (la cui prima elaborazione si deve al *case Charles Hughes & Co. v SEC*, 139 F.2d 434 (2d Cir. 1943)) l'imposizione in capo ai *broker-dealer* di stringenti doveri fiduciari va riconosciuta a prescindere dal fatto che questi operino come *agents*, e ciò proprio perché la fonte di tali doveri va rintracciata in sé e per sé nello svolgimento professionale verso il pubblico dell'attività di intermediazione (che si concretizza rendendo pubblica la propria attività "appendendo l'insegna"); il che in quel sistema permette, da un lato, alla SEC di imporre sanzioni amministrative e, dall'altro, agli investitori di agire privatamente sulla base della Rule 10b-5, *Securities and Exchange Act* (1934): cfr. COX, HILLMAN, LANGEVOORT, *Securities Regulation. Case and Materials*, New York, 2013, p. 1030 ss.

<sup>58</sup> Tra i tanti: SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, p. 133, il quale fa espresso riferimento alla teoria dell'*agency* e all'elaborazione dei *fiduciary duties* di diritto americano; DI CHIO, *Regole di comportamento del nuovo intermediario polifunzionale*, in *Le Società*, 1991, p. 587; COSSU *La "Gestione di portafogli di investimento" tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*,



Cionondimeno, non pare superfluo svolgere alcune più puntuali considerazioni circa i dati normativi da cui è possibile trarre specifica conferma dell'esistenza di una siffatta relazione fra operatori e clienti nella prestazione dei servizi di investimento. Col che, oltre a realizzare un passaggio importante nella presente indagine, pare comunque di indagare un campo finora poco esplorato.

Prima di entrare nel vivo dell'osservazione, preme compiere un'ulteriore precisazione. Non si ignora il fatto che, nei sistemi di *common law*, il rimando alla natura fiduciaria del rapporto abbia in effetti giustificato e reso possibile l'elaborazione, da parte delle Corti, di doveri di comportamento e di organizzazione per gli intermediari diversi e ulteriori da quelli che (specie in tempi risalenti) potevano ricavarsi dalla legislazione di settore<sup>59</sup>. Nel nostro ordinamento invece tale inquadramento, a ben vedere, non avrebbe tanto l'effetto di "creare" una nuova clausola generale da cui ricavare nuove regole di condotta o di organizzazione: ed invero (come di seguito vedremo) gli *standard* che giustificano la prospettiva fiduciaria sono già presenti nella nostra legislazione. Le conseguenze di una siffatta visione dei servizi di investimento vanno piuttosto registrate in termini di fondamento ultimo delle regole dettate dal legislatore e, soprattutto, in termini di rimedi in caso di loro violazione<sup>60</sup>.

Tutto ciò premesso, avviamo l'indagine constatando come, nell'ambito della disciplina speciale in materia di intermediazione finanziaria, sia possibile cogliere degli

---

Milano, 2002, p. 61; MOROZZO DELLA ROCCA, *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata di portafogli*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, p. 891; FICI *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, p. 290; CESARINI *I servizi finanziari: il punto di vista dell'economista*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 28; G.SCOGNAMIGLIO, *Sulle regole di condotta degli intermediari finanziari (regole di condotta e regole di organizzazione; clausole generali e disposizioni particolari)*, *ivi*, p. 122; ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, I, p. 652; BRESCIA MORRA *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 526; CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Milano, 2012, p. 25, nota 72.

<sup>59</sup> A tal riguardo, va pure considerato che in quegli ordinamenti hanno da sempre assunto un ruolo rilevante i momenti di autoregolamentazione affidate alle associazioni di categoria.

<sup>60</sup> Sul punto, pare in tal modo di poter dare risposta all'acuta osservazione di autorevole dottrina secondo cui «a fronte dell'istanza di certezza dei rapporti giuridici che presiede alla disciplina dei mercati finanziari e ne fonda la specialità, risultano, infatti, difficile giustificare tanto istituti derivati da clausole generali di diritto comune, come tali destinati a originare decisioni rese sulla base delle circostanze del caso concreto, quanto rimedi modellati su istituti di *equity*, per definizione orientati al superamento dei limiti di fattispecie propri dei corrispondenti istituti di *common law*»: PERRONE, *Dalla trasparenza alla fiducia. Il diritto del mercato finanziario dopo la crisi*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario, a cura di Ginevra, Milano, 2012, p. 409.

elementi che presuppongono la realizzazione di un rapporto fiduciario tra clienti e intermediari in sintonia con la visione “reale” della fiducia sopra riportata<sup>61</sup>.

La prima norma che viene in rilievo è quella di cui all’art. 5 del Tuf, che annovera tra gli obiettivi della vigilanza sulle attività di intermediazione la «salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario». Introdotta a seguito del recepimento in Italia della direttiva MiFID 1, la norma ha anzitutto il pregio di sottoporre specificamente all’attenzione degli interpreti il fondamentale (ma spesso trascurato) elemento della fiducia nei mercati finanziari<sup>62</sup>. In effetti, non è certo errato affermare, da un lato, che il riferimento a tale obiettivo dell’attività di vigilanza ha costituito il riflesso normativo tanto delle forti crisi degli ultimi anni quanto dell’esigenza di dare un segnale di controtendenza agli investitori; e dall’altro, che l’elemento in senso lato fiduciario è proprio dell’intero sistema del mercato finanziario.

Non pare tuttavia corretto ridurre la portata della locuzione in esame a mero principio di carattere programmatico privo di qualsivoglia portata precettiva, e quale riferimento di massima a un dato intrinseco al sistema finanziario<sup>63</sup>. In modo più specifico: si potrebbe essere indotti a ricondurre il riferimento operato dal legislatore alla mera dimensione “sociologica” della fiducia, ossia quale «contenuto di quella relazione di tipo relativamente impersonale che si instaura tra una categoria di soggetti, da una parte, ed un soggetto determinato dall’altra». Si tratterebbe cioè di riconoscere che le decisioni di investimento e/o di disinvestimento siano atti di fiducia o di sfiducia dell’investitore, in relazione non solo al corretto comportamento degli intermediari, ma

---

<sup>61</sup> Attesa la natura fiduciaria del rapporto tra clienti e intermediaria, rileva pure la cristallizzazione da parte del legislatore del Tuf di una serie di regole fiduciarie generali applicabili per tutti i servizi di investimento SARTORI (nt. 58), p. 130 ss.

<sup>62</sup> A tal riguardo, va detto che, benché sia ricorrente l’affermazione circa l’importanza dell’elemento fiduciario nei rapporti d’investimento (cfr., tra i tanti: COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tr. dir. comm.*, diretto da Cottino, VIII, Padova, 2004, p. 8, ove appunto si legge «l’esistenza del mercato mobiliare e il suo buon funzionamento dipendono in modo cruciale dalla fiducia che i risparmiatori ripongono nei soggetti che vi operano»; e MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *AGE*, 2002, p. 209, secondo cui la fiducia va considerata quale «linfa, senza la quale enterebbe in crisi l’assunto stesso su cui si fonda il capitalismo contemporaneo, cioè l’idoneità del mercato o dell’insieme dei mercati degli investimenti ad attrarre massicce risorse capitalistiche e, conseguentemente, a svolgere correttamente la sua/loro funzione di allocazione efficiente delle stesse»), scarsi sono stati i contributi dottrinali volti a dar segnatamente seguito a tale rilievo in termini di disciplina e tutele: per quest’ultimo rilievo v. CARIDI (nt. 58), p. 6.

<sup>63</sup> Sostiene invece che il riferimento a tale obiettivo abbia solo «una valenza altamente suggestiva» che «funge da epifania di una necessità di sistema insita nello stesso sistema, in quanto indispensabile per la sua stessa sopravvivenza» FRATINI, *sub art. 5*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, p. 184.

più in generale al corretto funzionamento del mercato: a partire dalle norme sulla corretta formazione dei prezzi, dalla disciplina dell'informazione finanziaria, dai requisiti di efficacia dell'azione delle Autorità di controllo si tratterebbe cioè di riconoscere che la fiducia degli investitori è invero obiettivo di ogni intervento normativo e segnatamente degli obblighi informativi imposti a emittenti e operatori<sup>64</sup>.

Un'analisi così condotta se, per un canto, ha il pregio di cogliere un fattore di certo presente nel sistema, per l'altro, ove ci si limiti a questi rilievi di carattere generale non cogliendo i risvolti in termini di obiettivi normativi del legislatore, conduce tuttavia a ridurre il rilievo della fiducia a elemento di principio e di tendenza, che in effetti influisce sulla tutela degli investitori solo quale criterio di valutazione o di interpretazione di altre norme.

Pare invece che l'obiettivo di assicurare la salvaguardia della fiducia degli investitori possa essere inteso in un senso maggiormente pregnante, e cioè quale diretto riferimento a una peculiare caratteristica della relazione intersoggettiva tra clienti e intermediari. Prevedere come scopo dell'attività di vigilanza la salvaguardia della fiducia degli investitori, sembra indirizzare specificamente tale attività al compimento di tutte quelle misure necessarie per garantire le precondizioni (nonché gli strumenti (anche) privatistici di eventuale tutela) che consentono al singolo cliente di affidare i propri beni all'intermediario.

A conferma di quanto detto, va rilevato che, sebbene l'esigenza di assicurare la fiducia in senso lato nel sistema finanziario sia propria dell'intera legislazione di settore, la tutela della fiducia degli investitori assurge a obiettivo legislativo soltanto con riferimento alla specifica disciplina degli intermediari (dettata dalla parte II del Tuf), là dove la disciplina dei mercati (Parte III del Tuf) e quella relativa agli emittenti (parte IV

---

<sup>64</sup> CARIDI (nt. 58), p. 26 ss. Tra i molteplici riferimenti alla fiducia nell'ambito della legislazione di settore (e con speciale riferimento alla disciplina dell'informazione al mercato) si segnala: *i*) 18° Considerando, dir. 2003/71/CE (c.d. "*Prospectus Directive*") che identifica nella divulgazione di informazioni complete sugli emittenti e sugli strumenti finanziari da attuarsi mediante il prospetto «uno strumento efficace per incrementare la fiducia negli strumenti finanziari e contribuire quindi al corretto funzionamento e sviluppo dei mercati degli strumenti finanziari»; *ii*) il 1° Considerando, dir. 2004/109/CE, (c.d. *Transparency Directive*), a mente del quale «la comunicazione di informazioni accurate, complete e tempestive sugli emittenti di valori mobiliari consolida la fiducia degli investitori e consente una valutazione informata dei risultati economici e degli attivi di tali emittenti» e ancora il 41° Considerando secondo cui scopo della direttiva è «garantire la fiducia degli investitori tramite obblighi di trasparenza equivalenti in tutta la Comunità».

del Tuf) limitano, in sostanza e al di là delle specifiche formule utilizzate, il catalogo degli interessi protetti alla tutela del mercato e alla più generale tutela degli investitori.

La seconda disposizione da cui si trae conferma normativa della possibilità di coniugare il rapporto tra intermediari e clienti in termini fiduciari è data dall'art. 21, comma 1 lett. a), Tuf, a mente del quale i soggetti abilitati devono prestare la propria attività nel rispetto dei canoni di diligenza, correttezza e trasparenza, al fine di servire al meglio l'interesse dei clienti e assicurare integrità al mercato.

Questa regola ha da sempre suscitato numerose discussioni tra gli interpreti: dalla portata del richiamo delle regole generali di diligenza e correttezza all'inclusione dell'integrità del mercato tra le finalità del comportamento richiesto, corposo e costante è stato il dibattito su questa disposizione<sup>65</sup>. Tralasciando però le questioni più generali, per quanto qui rileva, va messo in evidenza che la detta norma contribuisce in modo non secondario alla ricostruzione, in termini fiduciari, del rapporto fra intermediari e clienti. Si tratta cioè di riconoscere che, allorché la norma in esame dispone che il comportamento dei soggetti abilitati deve essere in generale e per tutti gli investitori finalizzato a servire al meglio i loro interessi, viene in realtà sancito legislativamente uno dei tratti tipici delle relazioni fiduciarie, da sempre riconosciuto negli ordinamenti anglosassoni.

In effetti, l'accentuazione del dovere dell'intermediario di curare e perseguire l'interesse del cliente comporta il riconoscimento di un obbligo di cura – attiva e costante – dell'interesse dell'investitore, che va oltre tanto alla correttezza quanto alla diligenza richieste nell'adempimento di obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività

---

<sup>65</sup> A questo proposito, va ricordato, per lo meno, come secondo alcuni autori il riferimento alle clausole generali di cui alla disposizione in esame abbia sostanzialmente carattere ripetitivo della generale disciplina codicistica o sia comunque privo di una specifica portata: DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, p. 292; CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, p. 309 ss.; REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 617; PISANI MASSAMORMILLE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, I, p. 768; MAZZINI, *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Torino, 1999, p. 158. Ritengono invece che il richiamo ai principi generali non sia una superfetazione poiché lo stesso per un verso mette in luce la sinergia tra diritto comune e disciplina speciale e, per l'altro, rende tali clausole generali rilevanti ai fini dell'azione amministrativa di irrogazione delle sanzioni: ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, p. 128; SARTORI (nt. 58), p. 152.

professionale<sup>66</sup>. Siamo di fronte alla previsione di un obbligo non riconducibile alla logica dello scambio, e neppure facilmente coniugabile con lo schema del mandato<sup>67</sup>.

A tal riguardo, va in particolare rimarcato che l'obbligo di assistenza attiva, segnato dalla clausola generale in discussione, non può essere in realtà ricondotto alla buona fede in senso oggettivo. E invero, sia adottando la tradizionale concezione di detta clausola generale, secondo cui in capo a ciascuna parte grava l'onere di attivarsi, nei limiti di un sacrificio accettabile, per salvaguardare l'utilità della controparte<sup>68</sup>; sia accogliendo la più pregnante concezione della buona fede, che ancora la correttezza alla solidarietà costituzionale<sup>69</sup>; sia seguendo quella che invece vi rintraccia la fonte di obblighi di protezione<sup>70</sup>; non pare si possa giungere in ogni caso sino a superare un'impostazione semplicemente protettiva e pervenire – come invece fa il precetto in esame – a un obbligo di assistenza attiva<sup>71</sup>. Se dunque l'obbligo di curare al meglio gli interessi dei clienti non è riconducibile alla clausola generale di buona fede, si può agevolmente riconoscere come tale espressione evochi in realtà la natura fiduciaria del rapporto tra intermediari e clienti.

Va in conclusione riconosciuto che, così disponendo, il legislatore ha codificato, nell'ambito dell'attività d'intermediazione, il fondamentale obbligo gravante su tutti i fiduciari di agire *in the best interest of the principal*<sup>72</sup>.

<sup>66</sup> In tal senso, *ex multis*: G.SCOGNAMIGLIO (nt. 58), p. 122; MINNECI (nt. 24), p. 88; LENER, LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, p. 374. *Contra* MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, in *Tr. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, 2012, p. 355, secondo cui invece non si tratterebbe che di un'espressione di sintesi delle clausole generali già richiamate.

<sup>67</sup> Rileva come l'uso dell'avverbio "al meglio" segni decisamente la prospettiva funzionale in termini di «ampliamento della tutela del cliente, denotando con caratteri di specialità, rispetto ai contratti di puro scambio, il rapporto obbligatorio» tra clienti e intermediari LENER, LUCANTONI, *sub art. 21*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, p. 380. In tale ottica pure COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro it.*, 2008, I, p. 61. Ricorrente è tuttavia la generica affermazione che il riferimento alla cura dei clienti è in senso lato riconducibile alla *causa mandati*: RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Società*, 2008, p. 270 ss.

<sup>68</sup> Così, per tutti, BIANCA, *Diritto civile. 3. Il contratto*, Milano, 2000, p. 505, ove si legge appunto che la correttezza impone «a ciascuna delle parti di agire in modo da preservare gli interessi dell'altra a prescindere da specifici obblighi contrattuali e dal dovere extracontrattuale del *neminem laedere*. Questo impegno di solidarietà, che si proietta al di là del contenuto dell'obbligazione e dei doveri di rispetto altrui, trova il suo limite nell'interesse proprio del soggetto».

<sup>69</sup> Cfr. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, I, p. 147 ss.

<sup>70</sup> Il riferimento corre alla nota ricostruzione di CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Enc. giur.*, Roma, 1990, XXI, p. 1 ss; ID, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, *passim*.

<sup>71</sup> Così, MINNECI (nt. 24), p. 89.

<sup>72</sup> Cfr. T.FRANKEL, *Fiduciary Duties as a default rule* (nt. 38), p. 1215 ss.; nella giurisprudenza americana: SEC v. Tambone, 550 F.3d 106, 146 (1st Cir. 2008) ("*Section 206 imposes a fiduciary duty on investment*

Del resto, anche il riferimento all'integrità del mercato conferma a ben vedere l'inquadramento fiduciario dei rapporti d'investimento. La menzione, tra le finalità della condotta degli intermediari, dell'integrità dei mercati è un dato ormai assodato: si deve infatti all'art. 11 della direttiva 93/22/CE la prima introduzione di tale riferimento nel nostro ordinamento<sup>73</sup>.

Il riferimento all'integrità dei mercati e la sua menzione in una disposizione volta a tutelare gli interessi privati degli investitori mostra come il legislatore sia ben consapevole della relazione esistente, nel settore dei mercati finanziari, tra tutela del rapporto privatistico fra intermediari e clienti e tutela di un interesse più generale. E cioè: se il concetto di "integrità" del mercato va inteso come riferimento all'esigenza di assicurare affidabilità, sicurezza e conformità a legge del funzionamento del mercato medesimo<sup>74</sup> – e dunque in ultima analisi efficienza nell'allocazione delle risorse – si tratta di riconoscere

---

*advisers to act at all times in the best interest of the fund and its investors*"), reh'g granted & opinion withdrawn, 573 F.3d 54 (1st Cir. 2009). Va segnalato peraltro che nel recente dibattito americano, in merito all'unificazione della legislazione di *broker-dealer* e *investment advisors* e segnatamente all'imposizione ai primi di doveri fiduciari (almeno allorché prestino attività di consulenza), è stato oggetto di specifica discussione proprio il fatto che la generalizzazione di doveri fiduciari comporterebbe l'applicazione ai *broker-dealer* del dovere di agire *in the best interest of clients*; dovere che (argomentano taluni) potrebbe contrastare con l'attività propria del *dealer* (cfr. LABY, *Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers*, 65, *The Business Lawyer*, (2010), p. 425). Il che – si badi – non pare comunque incidere sulle considerazioni espresse nel testo, e ciò poiché nel nostro ordinamento la previsione della cura dell'interesse del cliente è appunto normativamente sancita. Sul tema, non pare superfluo precisare che l'obbligo di cura dell'interesse del cliente trova applicazione a prescindere dalla specifica classificazione degli stessi come *retail* o professionali. Il che è peraltro da ultimo pure precisato dalla Direttiva 2014/65/UE, considerando n. 86, a mente del quale: «uno degli obiettivi della presente direttiva è proteggere gli investitori. Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti). Tuttavia, al fine di migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi a prescindere dalle categorie di clienti interessate, è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell'agire in modo onesto, equo e professionale e l'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti».

<sup>73</sup> Si ricorda peraltro che l'art. 11, comma 1° della direttiva richiamata limitava il perseguimento dell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati con l'inciso «ove possibile». Il legislatore nazionale per contro diede sin da subito applicazione alla disposizione comunitaria senza la detta limitazione, evidenziando così che il perseguimento di quegli obiettivi non ammette deroghe: MIOLA, *sub art. 21*, in *Testo Unico della finanza*. Commentario, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 159. Rileva come la formula adottata dall'art. 17, comma 1, lett. a), Decreto Eurosim (poi trasposta nell'art. 21, comma 1 Tuf), sia in realtà debitrice non tanto della formulazione dell'art. 11 direttiva 93/22/CE, quanto piuttosto dei principi IOSCO: ANNUNZIATA, *Regole generali di comportamento degli intermediari*, in *La riforma dei mercati finanziari*. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza, a cura di Ferrarini e Marchetti, Roma, 1998, p. 111, secondo cui la norma in questione è un condensato dei principi Iosco n. 1 («in conducting its business activities, a firm should act honestly and fairly in the best interests of its customers and in the integrity of the market») e n. 2 («in conducting its business activities, a firm should act with due skill, care and diligence, in the best interests of its customers and the integrity of the market»).

<sup>74</sup> Cfr. ANNUNZIATA (nt. 73), p. 112; per il rilievo che il requisito dell'integrità coinvolge pure il corretto funzionamento del mercato: ALPA, GAGGERO, *I servizi di investimento in valori mobiliari nel decreto Eurosim*, Milano, 1996, p. 67 ss.; ID, *sub art. 17*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Francesco Capriglione, Padova, 1997, p. 128.

come il corretto comportamento intersoggettivo tra l'intermediario e i clienti garantisca non solo l'interesse privatistico dei clienti ma, in via mediata, pure la tutela di un interesse pubblico<sup>75</sup>.

Ne consegue, per un canto, l'utilità di detto riferimento nella prospettiva di giustificare l'intervento sanzionatorio dell'Autorità di controllo, nel caso di mancato rispetto delle regole di comportamento nella prestazione dei servizi; ma per l'altro – e soprattutto – tale elemento evidenzia l'insufficienza dei parametri propri del diritto dei contratti pure nelle analisi limitate ai rapporti bilaterali<sup>76</sup>.

Quest'ultima constatazione non solo rafforza quanto esposto finora circa l'irriducibilità alla buona fede in senso oggettivo della clausola generale di cura dell'interesse dei clienti, ma in sé conferma ancora una volta la presenza del meccanismo dell'affidamento fiduciario nei rapporti d'investimento. A tal proposito, va detto infatti che questa doppia finalità del comportamento degli intermediari trova più facile spiegazione nell'ottica fiduciaria del rapporto tra le parti, piuttosto che in una visione esclusivamente contrattuale.

Sul punto è utile far riferimento alle esperienze dei sistemi di *common law*, ove maggiore è la rilevanza accordata espressamente dagli ordinamenti ai fenomeni fiduciari. Ebbene, nella giurisprudenza pratica e teorica di quei sistemi, è ricorrente l'affermazione secondo cui vi è un interesse pubblico affinché sia assicurata tutela (che si realizza appunto con appositi obblighi legali) all'affidamento delle risorse del *principal* in favore

---

<sup>75</sup> Cfr.: MIOLA (nt. 73), p. 159; ANNUNZIATA (nt. 73), p. 112; ALPA, *sub art. 21*, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di Alpa-Capriglione, Padova, 1998, p. 222; RABITTI BEDOGNI, *sub art. 21*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*. Commentario, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 170; MAGGIOLO (nt. 66), p. 355; LENER, LUCANTONI (nt. 67), p. 375. Del resto, è pacificamente riconosciuto dalla dottrina economica l'esistenza di una relazione tra correttezza delle condotte degli operatori ed efficienza dei mercati in cui gli stessi operano: VARIAN, *Intermediate Microeconomics*, Boston, 2005, *passim*; D'AGOSTINO, MINENNA, *Il mercato primario delle obbligazioni strutturate. Alcune considerazioni sui profili di trasparenza e correttezza del comportamento degli intermediari*, in *Riv. di pol. Econ.*, 2001, n. 9, p. 51. Coerentemente con tale ordine di idee e per una più ampia applicazione v. ROSSI, *Il gioco delle regole*, Milano, 2006, *passim*; DENOZZA, *Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso di modelli di corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 167 ss.; PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2010, p. 821.

<sup>76</sup> MIOLA (nt. 73), p. 160, il quale peraltro, dopo aver rilevato la necessità di utilizzare parametri diversi da quelli dell'ordinario diritto delle obbligazione e contratti per la valutazione del comportamento degli intermediari, constata che la considerazione di interessi di carattere generale «finiranno per influire sul giudizio di diligenza e correttezza relativo alla singola operazione. Infatti, ciò che risulta diligente e corretto rispetto ad una specifica operazione, potrebbe non esserlo in un'ottica che considera un numero estremamente ampio di operazioni dello stesso tipo, con il risultato di pervenire comunque ad un ampliamento potenziale delle violazioni che possono essere accertate dagli organi di vigilanza»; ID, *sub art. 17*, in *L'Eurosim. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 1997, p. 121.

dell'*agent*; e ciò poiché lo sfruttamento efficiente di queste (in ragione della condizione del *principal* di meglio utilizzare i beni ad esso affidati) è interesse dell'ordinamento<sup>77</sup>.

Tutto ciò considerato, pare che l'inquadramento fiduciario di quella che è (e rimane) una relazione intersoggettiva sia in grado di spiegare meglio la rilevanza pubblicistica del comportamento dell'intermediario. Difatti, seguendo questo inquadramento (come visto nel precedente paragrafo), non si fa alcuna fatica ad ammettere che la relazione privatistica presupponga e concretizzi un interesse di tipo pubblicistico.

Anche la disciplina della separazione patrimoniale, dettata dall'art. 22 Tuf, ben si inserisce nella visione prospettata. Tale norma, come noto, esplicitando pure quanto previsto dall'art. 21, comma 1-*bis*, lett. c) Tuf (secondo cui i soggetti abilitati adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni loro affidati), dispone in sostanza che gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti, a qualunque titolo detenuti dall'intermediario abilitato, costituiscono patrimoni distinto, a tutti gli effetti, da quello dell'intermediario e degli altri clienti<sup>78</sup>.

Ora, è stato notato come simile previsione potrebbe in realtà apparire *prima facie* superflua, posto che la prestazione dei servizi di investimento non comporta (pure là dove venga compiuta in nome del cliente) l'acquisto da parte dell'intermediario della proprietà degli strumenti finanziari dei clienti nel cui interesse il servizio è svolto<sup>79</sup>. Altrettanto

---

<sup>77</sup> WATT, *Trust and equity*, Oxford, 2014, p. 336 che fa riferimento al *case Regal (Hastings) LTD v. Gulliver (Note)* [1967] 2 AC 134 at 157B, HL.

<sup>78</sup> La disposizione in esame riproduce in realtà il contenuto espresso dal previgente art. 19 del Decreto Eurosim, rispetto al quale le uniche differenze di rilievo attengono all'ambito soggettivo di applicazione, atteso che la norma vigente trova applicazione anche per le società di gestione del risparmio e gli intermediari iscritti all'elenco previsto dall'art. 107, Tub. Va pure ricordato che la norma in esame trova applicazione per tutti i servizi di investimento, compresi quelli accessori: si tratta invero di una scelta legislativa importante e riconducibile ancora una volta all'art. 19 del Decreto Eurosim, col quale, innovando rispetto all'art. 8, comma 1°, lett. f) legge Sim (che disponeva la separazione solo in relazione all'attività di gestione di patrimoni), il precetto della separazione viene esteso a tutti i servizi. Sul tema: BRIOLINI, *sub art. 22*, in *Testo Unico della finanza*. Commentario, diretto da G.F.Campobasso, Torino, 2002, p. 184; LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento: profili generali*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, I, p. 326 ss.; PARMEGGIANI, ZUCCHIELLI, *La disciplina prudenziale degli intermediari del mercato mobiliare*, ivi, p. 367; GUGLIOTTA, *sub art. 22*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 198; GAGGERO, *sub art. 22*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa-Capriglione, Padova, 1998, p. 233; LUCANTONI, *sub art. 22*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M.Fratini e G.Gasparri, Torino, 2012, p. 395.

<sup>79</sup> COSTI, ENRIQUES (nt. 62), p. 353. È appena il caso di aggiungere che espressioni quali patrimoni "distinti", "separati", "patrimonio di destinazione", "patrimonio autonomo", "destinazione patrimoniale" sono utilizzati in ambiti diversi dell'ordinamento e con significati talora diversi: evidenziando cioè in certi casi la pluralità di soggetti titolari dei patrimoni che occorre tener distinti, e in altri invece l'unicità del soggetto titolare del patrimonio interessato dalla separazione. In argomento: cfr. IAMICELI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003, *passim*; BIANCA, *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996, *passim*; SALAMONE, *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001, *passim*; FALZEA,



evidente è che gli strumenti finanziari e il denaro dei singoli clienti non potrebbero che essere considerati patrimoni diversi tra loro, atteso che i servizi sono prestati sulla base di singoli e autonomi rapporti tra l'intermediario e ciascun cliente.

Il senso di questa specifica previsione emerge tuttavia nella sua importanza, allorché si consideri che tale disposizione non fa altro che rispondere a una precisa esigenza di tutela dell'investitore, derivante dal rapporto di natura fiduciaria che si realizza tra le parti<sup>80</sup>. Si vuole cioè rilevare che, nel momento in cui il cliente-fiduciante trasferisce la disponibilità materiale di propri beni in favore dell'intermediario-fiduciante, nasce in capo al primo l'esigenza di esser tutelato, là dove il secondo utilizzi quei beni per finalità diverse da quelle che ne hanno giustificato l'affidamento<sup>81</sup>.

Con l'obbligo legale della separazione si dà così risposta a questa esigenza; esigenza che peraltro è di particolare importanza nelle fattispecie in esame, visto che l'affidamento ha ad oggetto strumenti finanziari e denaro i quali, in quanto beni fungibili, ben possono confondersi con il patrimonio dell'intermediario-fiduciario. E così l'art. 22 Tuf, come pure poi la regolamentazione secondaria che disciplina le modalità di deposito e *sub*-deposito degli strumenti, garantisce ai clienti che i loro beni rimarranno separati da quelli dell'intermediario ancorché gli stessi siano beni fungibili<sup>82</sup>.

Del resto, la suddetta previsione è pienamente in sintonia col più generale inquadramento della relazione intermediario-cliente fra i rapporti di *agent*, nei quali sussiste sempre il rischio che l'agente, violando le regole date, si appropri dei beni del *principal*<sup>83</sup>.

---

*Introduzione e considerazioni conclusive*, in *Destinazione di beni allo scopo*. Strumenti attuali e tecniche innovative, Milano, 2003, p. 21 ss.; PETRONZIO, *I patrimoni distinti nel diritto dei mercati finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, 2011, p. 403 ss.; e più in generale: SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1959, p. 85 ss.

<sup>80</sup> Così, CARDINALE, *Separazione patrimoniale e crisi degli intermediari finanziari*, Milano, 2012, p. 14.

<sup>81</sup> COSTI, ENRIQUES (nt. 62), p. 354.

<sup>82</sup> Rileva che il legislatore nel dettare la disciplina sulla separazione prescinde invero dalla natura proprietaria del diritto in capo ai clienti avente ad oggetto strumenti finanziari dematerializzati SARTORI, (nt. 58), p. 321.

<sup>83</sup> NAPOLETANO, *sub art. 19*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 158; DE LORENZI, *Il mandato alla luce dell'analisi economica del diritto*, in *Contr. e impr.*, 1993, p. 965 ss.; ENRIQUES, *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca, impresa e società*, 1995, p. 287 ss.; MORELLI, *Informazione ed efficienza nella teoria dell'intermediazione finanziaria*, in *Banca impr. soc.*, 1996, p. 81. Rileva come la disciplina della separazione patrimoniale si giustifichi tenuto conto dei costi di transazione insiti nella creazione di regimi negoziali di separazione patrimoniale: GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 26, nt. 83, ove ulteriori riferimenti.

Un'importante conferma della natura fiduciaria delle relazioni in esame viene poi dalla regola dettata dall'art. 23, comma 6°, Tuf che, come noto, grava l'intermediario dell'onere di dimostrare, nei giudizi per il risarcimento dei danni promossi dagli investitori, di aver agito con la specifica diligenza richiesta. Si tratta di una previsione risalente nel suo nucleo essenziale alla legge Sim che, data la sua criptica formulazione, ha da subito generato un corposo e costante dibattito tra gli interpreti<sup>84</sup>.

Tentando di comporre i diversi orientamenti che sono stati formulati nel corso del tempo, si può individuare anzitutto una prima ricostruzione secondo cui la norma in questione, a ben guardare, non si differenzierebbe dalla disciplina dettata, in generale, in materia di ripartizione degli oneri probatori della responsabilità contrattuale: cosicché la portata della disposizione sarebbe limitata a dare certezza alla soluzione da adottare nel settore specifico, a prescindere dalla incertezze interpretative<sup>85</sup>.

Su un diverso piano si sono invece mossi coloro i quali hanno tentato un'interpretazione più pregnante della norma, che ne potesse giustificare in positivo la presenza. In tale filone si colloca *in primis* chi ha ritenuto che la norma, in sostanza, presuma la non conformità al canone di diligenza della condotta dell'intermediario convenuto in giudizio<sup>86</sup>; a cui si è aggiunta poi la tesi di chi ha affermato che la regola in

---

<sup>84</sup> Invero, l'interpretazione dell'art. 13, comma 10° della legge Sim era resa ancor più difficoltosa per il fatto che la norma, nell'accollare l'onere probatorio in capo all'intermediario, faceva riferimento alla dimostrazione da parte di quest'ultimo di aver usato la «diligenza del mandatario». Ne era derivato un certo dibattito tra gli interpreti circa il significato e la portata da attribuire al richiamo generale della diligenza del mandatario: risultava infatti difficoltoso coniugare la specialità di ciascuno dei servizi di investimento entro lo schema generale del mandato. Sul tema vedi ANNUNZIATA (nt. 67), p. 382; MOROZZO DELLA ROCCA (nt. 75), p. 881; CAVAZZUTI, *Conflitti di interessi e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca impr. soc.*, 1989, p. 370 ss.

<sup>85</sup> Così, F. DI MAJO, *Riflettori ancora accesi sui fondi "chiusi"*, in *Società*, 1994, p. 163; COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari (commento alla l. 2 gennaio 1991, n. 1)*, Torino, 1991, p. 86; NAPOLETANO, *Lo svolgimento dei servizi*, in *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Di Noia, Razzante, Padova, 1999, p. 74; ANTONUCCI, *Nuove norme per l'intermediazione mobiliare*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1990, I, p. 130 ss.; COSSU (nt. 75), p. 63 e recentemente LENER, LUCANTONI, *sub art. 23*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, p. 414; ANNUNZIATA (nt. 82), p. 162, il quale rileva che, prescindendo dalle discussioni sul punto, è certo che la norma contribuisce a dare certezza al sistema anche al di là delle distinzioni che possono derivare dalla natura contrattuale o extracontrattuale della responsabilità dell'intermediario. In generale sulla ripartizione dell'onere della prova v. da ultimo la posizione espressa dalla giurisprudenza di legittimità (*Cass. sez. un.*, 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Foro It.*, 2002, I, p. 769 ss.; *Cass.* 20 gennaio 2010, n. 936, in *Guida al diritto*, 2010, fasc. 8, p. 76), secondo cui grava sul debitore dell'obbligazione dare la prova dell'esatto adempimento agli obblighi assunti, potendosi invece il creditore limitarsi a dar prova della fonte del diritto azionato e ad allegare l'avvenuto inadempimento.

<sup>86</sup> Così, TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 702, secondo cui appunto il legislatore ritiene «in via presuntiva che la condotta dell'intermediario citato in giudizio dal cliente danneggiato sia stato non conforme al canone di diligenza richiesto dal tipo di attività esercitata».

esame avrebbe il compito di «trasferire sull'intermediario l'onere di provare quei fatti che risultano dipendere direttamente dalla propria sfera di controllo»<sup>87</sup>.

Maggiore successo tra gli interpreti ha invece riscontrato l'opinione di chi ha considerato che la disposizione in esame contiene una doppia deroga ai principi codicistici, di guisa che, per un verso, il cliente sarebbe esonerato «dal dimostrare l'esistenza del nesso di causalità fra la violazione e il danno; per l'altro, all'intermediario non sarebbe sufficiente dare la prova contraria a tale esistenza, essendogli invece richiesta la prova positiva di aver agito con la diligenza dovuta». Il cliente sarebbe perciò gravato dal (solo) onere di dimostrare: *i*) il pregiudizio patito, e *ii*) l'illecito commesso dal soggetto abilitato (*recte* l'inadempimento)<sup>88</sup>.

Va da ultimo ricordato un diverso approccio al problema che pare puntare verso un'interpretazione più conforme all'origine storica e alla *ratio legis* della norma in parola e secondo cui la portata specifica della disposizione va apprezzata con riguardo ai giudizi di responsabilità dell'intermediario nascenti in ragione della pretesa violazione dell'obbligo generale di diligenza, correttezza o equo trattamento<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup> MOROZZO DELLA ROCCA (nt. 75), p. 898, il quale aggiunge che «se è vero che gli obblighi di legge costituiscono un'attività dovuta, non estranea all'adempimento dell'obbligazione instauratasi tra l'intermediario e il cliente, la prova di aver agito con la diligenza del mandatario non potrà prescindere dalla dimostrazione di aver adempiuto a tali obblighi».

<sup>88</sup> CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 68, ove si legge che il cliente «può limitarsi a dimostrare – oltre l'esistenza del danno in senso economico (ad es. che l'attività di gestione si è chiusa in perdita) – che l'intermediario ha violato una disposizione posta dalla legge in esame o in sua attuazione. Una volta che tale dimostrazione sia data, risulta invertito l'onere della prova circa la sussistenza del nesso di causalità fra il danno subito dal cliente e la violazione commessa dall'intermediario, in quanto spetterà a quest'ultimo di provare che, malgrado l'avvenuta violazione, egli ha curato l'interesse del cliente con la diligenza dovuta e che pertanto il danno non gli può essere imputato». Pure in tal senso: PERASSI, *sub art. 18*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Padova, 1997, p. 152; ROVITO E PICARDI, *sub art. 23*, in *Testo Unico della finanza*. Commentario, diretto da G.F.Campobasso, Milano, 2002, p. 211. *Contra* MAGGIOLIO (nt. 66), p. 547, il quale tuttavia evidenzia che in concreto la posizione dei clienti non è poi così tanto aggravata, poiché si giunge agli stessi risultati della tesi criticata atteso che: *i*) il cliente non potrà comunque essere gravato dall'onere di dimostrare circostanze negative; *ii*) è possibile comunque utilizzare la prova presuntiva in ambito di nesso causale (cfr. per ulteriori riferimenti RULLI, *L'onere della prova nei giudizi di risarcimento danni nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, in *Tr. dei contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, 2011, p. 351); *iii*) là dove l'intermediario violi obblighi di astensione, la causalità può dirsi *in re ipsa* (fra le tante: *App.* Milano, 28 marzo 2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); *Trib.* Venezia, 24 giugno 2010, in *Resp. civ. prev.*, 2011, p. 869; *Trib.* Milano, 14 febbraio 2009, n. 2047, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); *Trib.* Torino, 17 luglio 2009, n. 5573; *App.* Reggio Calabria, 14 dicembre 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); *App.* Torino, 2 febbraio 2011, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); *Trib.* Udine, 1 luglio 2011, n. 2838, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); *Trib.* Venezia, 28 febbraio 2008, in *Contratti*, 2008, p. 555; *Trib.* Milano, 18 aprile 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); *Trib.* Roma, 8 ottobre 2004, in *Giur. Comm.*, 2006, II, p. 699, e da ultimo, con riferimento al conflitto di interessi, *Cass. sez. un.* 26724/2007; per ulteriori riferimenti giurisprudenziali vedi DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, p. 390 ss.).

<sup>89</sup> LOBUONO (nt. 26), p. 129, nota 102: «all'interno di tale previsione manca il riferimento all'equità che, invece, era prevista in modo espresso dalla direttiva comunitaria n. 93/22». Sul punto, cfr. le considerazioni

Così, secondo la tesi in esame (elaborata prima dei recenti mutamenti giurisprudenziali in materia di onere probatorio<sup>90</sup>), atteso che, là dove il cliente contesti l'inadempimento di obbligazioni dal contenuto ampio e indeterminato, si troverebbe (stando ai principi generali di diritto comune) in una posizione processuale di difficoltà (dovendo dare la difficile prova dell'inadempimento dell'intermediario a un obbligo di generale comportamento), il legislatore interviene con una norma apposita che sgrava il cliente (in una prospettiva di tutela dei suoi interessi) dall'onere gravoso di dare conto dell'inadempimento, e dunque del nesso causale tra quest'ultimo e il danno. Sicché in tal caso sarà l'intermediario a dover dimostrare di aver agito nell'interesse del cliente e di aver adempiuto ai generali obblighi di diligenza, correttezza ed equo trattamento; rimanendo per contro in capo al cliente il solo onere di dimostrare il rapporto contrattuale e il danno.

Si giunge in sostanza a ritenere che «quando dall'attività dell'intermediario derivi al cliente un risultato *significativamente* anormale, che quest'ultimo non sia in grado di imputare specificamente ad alcun comportamento commissivo od omissivo dell'intermediario, verrà in suo soccorso l'art. 23, comma 6: il cliente, allegando la (significativa) anormalità del risultato negativo realizzato dall'intermediario [...] dimostrerà per presunzioni semplici l'esistenza di un danno derivante dall'attività dell'intermediario: spetterà a quest'ultimo dimostrare la diligenza del proprio comportamento»<sup>91</sup>. Là dove il cliente sia in grado di individuare l'obbligo specifico di

---

di ALPA (nt. 92), p. 221, il quale propone un'interpretazione additiva dell'art. 21, co. 1, volta a recuperare l'operatività di questo "criterio" all'interno del testo normativo. In particolare, l'A. propone di attribuire un ruolo autonomo all'equità attraverso una serie di funzioni, quali la garanzia di una "parità di trattamento tra tutti gli investitori della medesima categoria"; la necessità di non "abusare del potere contrattuale" e di perseguire una "corretta soluzione dei conflitti d'interesse (p. 221). In base ad una diversa ricostruzione, tale criterio, nonché la lealtà, l'impegno e la competenza, dovrebbero ritenersi "almeno in parte assorbiti da quelli espressamente menzionati (MIOLA). Su tali profili in generale cfr. di recente FRANZONI, *Buona fede ed equità tra le fonti di integrazione del contratto*, in *Contr. Impr.*, 1999, p. 83; MIOLA, PISCITELLO, *sub art. 17*, in *L'Eurosim. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 1997, p. 119.

<sup>90</sup> Vedi *supra* nota 102.

<sup>91</sup> ENRIQUES (nt. 83), p. 319 ss.; ID. (nt. 62), p. 370 ss. L'autore giunge alle conclusioni riportate nel testo partendo da un'interpretazione estensiva dell'espressione «specificata diligenza» di cui alla norma qui in esame, considerata quale *sineddoche* per indicare l'osservanza dei doveri generali incombenti sull'intermediario. Completa l'*iter* argomentativo l'adesione all'orientamento che in generale ritiene non gravante sul debitore la dimostrazione dell'assenza delle c.d. condizioni negative del nesso eziologico, essendo invece possibile provare il nesso causale sulla base delle regole dell'esperienza (a sostegno si fa riferimento a PATTI, *Prove. Disposizioni generali*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1987, p. 52 e 121 ss.). Per considerazioni del tutto simili sul nesso causale vedi gli autori citati sopra alla nota 105 (CARBONETTI e ROVITO, PICARDI). *Contra* COSTI (nt. 62), p. 372; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 299, secondo il quale la tesi sostenuta sarebbe a dir poco «sconvolgente» poiché consentirebbe «al cliente di agire in risarcimento ogni qualvolta il suo investimento non si fosse rilevato

comportamento o di organizzazione violato dall'intermediario, e lo faccia valere in giudizio, varrebbero invece le norme generali di distribuzione dell'onere probatorio nei giudizi risarcitori.

Stando all'orientamento attualmente seguito dalla giurisprudenza in tema di ripartizione dell'onere probatorio<sup>92</sup>, va detto che in verità le soluzioni pratiche della tesi da ultimo richiamata non sarebbero molto lontane da quelle vevoli in generale. Il che tuttavia non incide comunque sulla sua portata: dato che, ove accolta, l'interpretazione proposta non sarebbe soggetta alle variazioni degli orientamenti giurisprudenziali.

Ma quello che più rileva dell'interpretazione in esame è che la stessa sembra più conforme, rispetto alle altre, all'origine e alla *ratio* dell'art. 23, comma 6 Tuf. Così, va detto che la disposizione in esame non è altro che il "trapianto" nel nostro ordinamento della regola probatoria in generale seguita dalle Corti di *common law* per i giudizi risarcitori derivanti dalla violazione dei doveri del fiduciario nell'ambito di *trust* e in genere delle relazioni fiduciarie<sup>93</sup>. Il che, se può di certo costituire un valido argomento in favore dell'ultimo orientamento richiamato, conferma pure quanto sopra detto in merito all'inquadramento fiduciario del rapporto tra clienti e intermediari.

---

vantaggioso, con l'onere a carico dell'intermediario di provare che il mancato guadagno o la perdita non sono imputabili a suoi comportamenti non coerenti con la specifica diligenza richiesta per quella operazione».

<sup>92</sup> Vedi sopra nota 102.

<sup>93</sup> In tal senso COSTI-(ENRIQUES) (nt. 62), p. 368, secondo cui «pacificamente la disposizione s'ispira alla giurisprudenza anglosassone, e in particolare statunitense, che nei giudizi di risarcimento del danno derivanti da violazione del dovere di lealtà nell'ambito delle relazioni fiduciarie, addossa al convenuto l'onere di dimostrare la *fairness* del proprio operato»; MAGGIOLO (nt. 66), p. 547. Per i dovuti riferimenti alla regola probatoria che addossa al *trustee* (o in generale al fiduciario) l'onere di provare il rispetto dei doveri fiduciarie vedi: WATT (nt. 77), p. 340; J.E.PENNER (nt. 39), p. 13.

### CAPITOLO III

## L’AFFIDAMENTO FIDUCIARIO NEI SINGOLI SERVIZI E LE REGOLE DI ORGANIZZAZIONE

SOMMARIO: SEZIONE I – I SINGOLI SERVIZI D’INVESTIMENTO E GLI OBBLIGHI FIDUCIARI: – 1. I singoli servizi d’investimento e l’affidamento fiduciario: la gestione di portafoglio e il servizio di consulenza. – 2. (Segue) Gli altri servizi e la disciplina del deposito e sub-deposito degli strumenti finanziari. – 3. Le regole organizzative come tipizzazione legale degli obblighi fiduciari. – 4. Le regole organizzative e l’integrazione dei contratti di investimento. SEZIONE II – I RIMEDI SPECIFICI IN CASO DI VIOLAZIONE DELLE REGOLE DI ORGANIZZAZIONE: – 5. I rimedi reali nel diritto italiano: artt. 1148 c.c. e 2038 c.c. – 6. (Segue) I rimedi contrattuali: la risoluzione del contratto quadro. Cenni.

#### SEZIONE I

#### I SINGOLI SERVIZI D’INVESTIMENTO E GLI OBBLIGHI FIDUCIARI

##### **1.- I singoli servizi d’investimento e l’affidamento fiduciario: la gestione di portafoglio e il servizio di consulenza.**

Dopo aver verificato come dalla normativa generale di settore sia possibile trarre conferma della natura fiduciaria del rapporto fra intermediari e clienti, è necessario adesso condurre una più specifica analisi sui tratti distintivi dei singoli servizi d’investimento. Si tratta cioè di approfondire ulteriormente l’indagine non limitandosi alla valutazione generale del rapporto d’investimento, bensì verificando se in ognuna delle relative fattispecie siano in effetti presenti gli elementi dell’affidamento fiduciario così come prima puntualizzati. Si dovrà in sostanza appurare se, stando alle fattispecie delineate dal legislatore, sia possibile affermare che, in ciascuno dei servizi d’investimento, gli intermediari assumono, in concreto, poteri discrezionali (di disposizione o di gestione) sul patrimonio dei clienti in virtù della fiducia in essi riposta.

È bene chiarire subito che l’assunzione di questi poteri sembra evidenziarsi nei vari servizi secondo due diverse modalità. E così, accanto a casi in cui la discrezionalità fiduciaria dell’intermediario si manifesta nell’esercizio di un potere effettivo e diretto di disposizione o di gestione, la successiva indagine mostrerà come vi siano anche ipotesi in cui l’assunzione di

tali poteri, da parte dei soggetti abilitati, si realizza in realtà propriamente su un piano più generale e nei confronti del pubblico indistinto degli investitori<sup>1</sup>.

Avviamo l'indagine prendendo le mosse dal servizio di gestione di portafogli d'investimento. Come noto, si tratta del servizio col quale si realizza la gestione, su base discrezionale e individualizzata e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari.

Diverse sono le questioni interpretative che la definizione della fattispecie in esame ha posto in evidenza. A lungo discussa è stata anzitutto la natura stessa del rapporto in parola. Così, secondo alcuni, il contratto (su cui generalmente si fonda il servizio in esame) sarebbe riconducibile allo schema del mandato, dato che la disciplina legislativa primaria non sarebbe poi così penetrante e lo stesso legislatore opererebbe un rinvio esplicito al mandato nella definizione del servizio<sup>2</sup>. Secondo altri (ed è la tesi prevalente e preferibile) ci troviamo invece

---

<sup>1</sup> Come detto, seguendo il percorso d'indagine avviato si procederà nel seguito all'analisi dei singoli servizi affinché possa dirsi verificata, per ciascuno di essi, la sussunzione nella fattispecie fiduciaria e la conseguente applicazione dei principi e delle regole possessorie. Va tuttavia pure osservato che la prestazione dei servizi è preceduta dalla conclusione di un unico "contratto quadro": il che rende meno decisiva la distinzione fra gli stessi in relazione al diverso ruolo giocato dall'intermediario. Ora, se tale considerazione in sé e per sé ha scarsa influenza nella presente indagine (posto che si vuole qui avere riguardo all'assunzione di poteri sul patrimonio altrui a prescindere dalla fonte contrattuale), va nondimeno rilevato che la stessa può avere un certo ruolo pure nel diverso percorso argomentativo qui prescelto: si tratta cioè di riconoscere che le differenze fra i diversi servizi (almeno per quanto riguarda i servizi di negoziazione (esecuzione di ordini, negoziazione per conto proprio nonché di ricezione e trasmissione di ordini) e di collocamento) in effetti si attenuano non solo nella percezione degli investitori ma pure nella disciplina per essi dettata dal legislatore che (in via di tendenza generale e per alcune delle regole di maggior rilievo) considera in modo unitario i servizi d'investimento.

Per completezza si ricorda che la prassi di provvedere alla stipulazione di un unico contratto è conforme al dettato dell'art. 37, comma 2, lett. a), Reg. Int. (a sua volta determinato dall'art. 39, par. 1, direttiva 2006/73/CE), secondo cui, fra il contenuto minimo standardizzato del contratto di base, si devono specificare «i servizi forniti e [del]le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate». Ciò peraltro avveniva anche in passato, nel vigore della legge Sim: cfr. il modello di "contratto di negoziazione, raccolta di ordini e collocamento di valori mobiliari", predisposto dal Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio di Milano, riportato da CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, p. 155 ss. Va pure osservato che è pressoché pacifico fra gli interpreti il rilievo secondo cui il regime contrattuale dettato dagli artt. 23 Tuf e 37 Reg. Int. trova applicazione con riferimento al solo accordo quadro: per tutti, CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, p. 536, nt. 195; ROVITO E PICARDI, *sub art. 23*, in *Testo unico della finanza*. Commentario, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 199; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, p. 217; PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di Perrone, Milano, 2008, p. 34 ss., ove pure ampi riferimenti giurisprudenziali (spec. p. 125 ss.); DE NOVA, *La forma dei contratti finanziari*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 92; ROPPO, *I rimedi a tutela del cliente*, ivi, p. 177 ss.; RAZZANTE, *Contratti di negoziazione e "negoziazione d'ordini"*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, in *Tr. dei contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, 2011, p. 1136 ss. In generale sulla fattispecie del "contratto quadro" (o "contratto cornice") applicata alla relazione fra intermediario e cliente nell'ambito dell'attività di intermediazione mobiliare v., *ex mutis*, CASTRONOVO, *op. cit.*, p. 535; ROPPO, *op. cit.*, p. 172 ss.; DE NOVA, *op. cit.*, p. 92; LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, p. 106 ss.

<sup>2</sup> Per tutti MAGGIOLIO, *Servizi ed attività di investimento*, in *Tr. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, 2012, p. 256.

di fronte a un contratto nuovo e tipizzato. Il che trova conferma *in primis* nell'originalità della causa negoziale, non interamente realizzata da altri schemi contrattuali; e inoltre, nella formulazione da parte del legislatore primario di una disciplina dettagliata del tipo contrattuale<sup>3</sup>.

Ha suscitato un certo dibattito tra gli interpreti pure la definizione dell'oggetto del rapporto, il quale è individuato dal legislatore (a partire dal decreto Eurosim) con l'espressione "portafogli di investimento", in luogo di quella precedentemente usata (dalla legge 1/91) di "patrimonio individuale". A tal riguardo, condivisibile pare l'opinione secondo cui, sebbene non sussistano elementi testuali o di principio tali da escludere la possibilità che oggetto del

---

<sup>3</sup> ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, p. 54 ss.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 98; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tr. dir. comm.*, diretto da Cottino, VIII, Padova, 2004, p. 245; CARBONETTI (nt. 1), p. 106; COSSU, *La "Gestione di portafogli di investimento" tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002, p. 229; ID., *Contratto di gestione di portafogli*, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno ed Gabrielli, Torino, 2011, p. 699; SARTORI (nt. 1), p. 98 ss.; MAGNO, *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, in *Tr. dei contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, 2011, p. 925. In realtà, la discussione sopra ricordata appare in fondo relativamente sterile di immediati risultati pratici. Occorre infatti dire che entrambe le prospettive se, da un lato, convergono (evidentemente) per l'applicazione al contratto della speciale disciplina dettata, dall'altro, concordano pure nel ritenere la disciplina del mandato quale regola di *default*, applicabile sulla base di procedimenti analogici, o comunque quale principi dai quale trarre indicazioni per l'interpretazione dei precetti speciali dettati dalla disciplina di settore (cfr., tra gli autori sopra citati, ANNUNZIATA, SARTORI, CARBONETTI).

Va pure precisato che la disciplina speciale per il servizio in questione si è ridotta a partire da MiFID 1 (rileva che rispetto alla disciplina precedente si è realizzato un allargamento dell'autonomia riservata alle parti: MAGGIOLO (nt. 2), p. 263 ss.). Cionondimeno, la regolamentazione speciale del rapporto di gestione rimane tuttora notevole; si ricorda, tra l'altro: *i*) la previsione di norme circa il contenuto specifico del contratto di gestione (cfr. art. 38. Reg. Int.); *ii*) la facoltà di impartire al gestore istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere (cfr. art. 24, comma 1, lett. a), Tuf); *iii*) la facoltà per il cliente di recedere in ogni momento dal contratto, fermo restando il diritto di recesso del gestore ai sensi dell'art. 1727 c.c.; *iv*) la facoltà per il cliente di attribuire la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerente agli strumenti finanziari in gestione all'intermediario. Di particolare interesse è la modifica avvenuta, con l'adozione della direttiva MiFID 1, alla disciplina del c.d. *benchmark*: in passato (art. 42, Reg. Consob n. 11522/1998) l'intermediario era tenuto a indicare all'investitore un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi connessi con la gestione e a cui commisurare i risultati della stessa; col nuovo Reg. Intermediari (art. 38, comma 1, lett. d), il *benchmark* va indicato solamente qualora sia "significativo" e al solo fine di operare un raffronto col rendimento del portafoglio del cliente. A tal riguardo, è stato sostenuto (COSSU, *Gestione di portafogli*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 208) che l'espressione «ove significativo» andrebbe inteso non già nel senso che la stessa indicazione sia in sé facoltativa (la quale invece rimarrebbe sempre necessaria), bensì più semplicemente nel senso che il *benchmark* di fatto prescelto potrebbe non essere significativo, giacché non elaborato da soggetti terzi, rispetto all'intermediario, oppure non frequentemente utilizzato. Sul punto, pare invero preferibile la tesi di chi invece ha ritenuto che la nuova formulazione richiede l'espressa indicazione di un parametro significativo solo là dove lo stesso sia significativo in funzione delle caratteristiche della gestione (ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 178). La formulazione del Reg. Int. conferma poi ulteriormente che il parametro di riferimento non rappresenta un risultato che l'intermediario è tenuto a eguagliare (tra i tanti v.: COSSU, *op. cit.*, p. 209; LUCANTONI, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva MiFID*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, II, p. 63), ma solamente un indice per la valutazione del risultato di gestione: se dunque è corretto affermare che, qualora il risultato in concreto realizzato sia differente da quello preso a riferimento, l'intermediario non possa dirsi di per sé inadempiente, pare comunque che il cliente potrà, in tal caso, beneficiare dell'inversione dell'onere probatorio ex art. 23, 6 comma, Tuf: rimanendo così a carico dell'intermediario la dimostrazione di aver rispettato le regole di comportamento e organizzazione previste (cfr. sopra Cap. II, § 4).



servizio siano anche beni diversi dagli strumenti finanziari, non si può tuttavia non ritenere che l'intermediario debba prevalentemente gestire strumenti finanziari<sup>4</sup>.

Pur prescindendo da queste questioni, e per quanto più rileva in questa sede, occorre invece concentrare l'attenzione sull'assunzione da parte dell'intermediario di poteri discrezionali di gestione del patrimonio del cliente nell'espletamento del servizio. In effetti, va osservato che, nella fattispecie in esame, l'affidamento fiduciario riposto nell'intermediario si manifesta al massimo grado. E invero, in questo caso, il cliente delega all'intermediario un ampio potere *decisionale* nella gestione del proprio patrimonio, trovandosi così l'intermediario ad esercitare un potere *effettivo* sui beni del cliente<sup>5</sup>.

In particolare, l'intermediario è chiamato a svolgere un'articolata attività, che prende le mosse dall'analisi delle caratteristiche e delle esigenze del cliente, che richiede poi la definizione delle strategie generali di investimento e del portafoglio-modello per quella tipologia di cliente; e che comporta – in ultimo e soprattutto – la scelta delle concrete modalità per realizzare le operazioni d'investimento e/o disinvestimento. Questa attività è compiuta al fine di valorizzare – nel modo più efficiente possibile – le risorse dell'investitore, e il suo compimento si fonda sul potere discrezionale attribuito all'intermediario su quelle risorse<sup>6</sup>.

Il ruolo dell'affidamento è peraltro evidenziato dal carattere personalizzato della gestione, la quale, come noto, deve essere condotta su «base individuale». A tal riguardo, va tuttavia precisato come la scelta delle tipologie di investimento e dei rischi complessivamente assunti

---

<sup>4</sup> Così ANNUNZIATA (nt. 3), p. 100; in senso conforme MAGGIOLO (nt. 2), p. 255. Per la possibilità che oggetto della gestione siano anche beni diversi dagli strumenti finanziari, si sono espressi tra gli altri: COSTI, ENRIQUES (nt. 3), p. 249; SODA, *sub artt. 1 e 2*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 11. Ha ritenuto invece che, anche dopo la modifica disposta dal decreto Eurosim, l'oggetto della gestione di portafoglio è comunque limitato alla categoria degli strumenti finanziari: MAZZINI *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Giffi, Sandulli e Santoro, Torino, 1999, p. 170.

<sup>5</sup> Già prima della definizione introdotta col recepimento di MiFID 1, Consob (comunicazione nn. 94005134/94 e 99023323/99) aveva precisato che con tale servizio «l'intermediario abilitato autorizzato si obbliga, verso corrispettivo, a gestire mediante operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari un patrimonio del cliente composto da strumenti finanziari e attività liquide. L'obbligo di gestire pertanto comprende tanto l'obbligo di effettuare discrezionalmente valutazione professionali circa le opportunità di investimento, quanto l'obbligo di predisporre la possibilità che dette valutazioni si traducano in operazioni».

<sup>6</sup> Evidenziavano la finalità della valorizzazione del patrimonio del cliente, anche nel regime precedente: comunicazione Consob n. 91007025 del 6 dicembre 1991, n. 92001325 del 28 febbraio 1992. Va nel senso di rafforzare il legame esistente fra intermediario e cliente nella gestione di portafogli d'investimento quanto previsto dalla Direttiva 2014/65/UE, art. 24, paragrafo 8 ai sensi del quale «per la fornitura di un servizio di gestione del portafoglio l'impresa di investimento non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti; tali benefici non esclusi dal presente paragrafo».

(seppur guidata dal profilo di ciascun cliente) avvenga sulla base di determinate e standardizzate linee di investimento predefinite dall'intermediario<sup>7</sup>. Il che se, da un lato, connota in termini particolari il carattere "individuale" della gestione (che, a ben vedere, è comune a un numero indeterminato di soggetti), dall'altro, conferma il ruolo giocato dalla discrezionalità dei soggetti abilitati nella valorizzazione del patrimonio dei clienti. Va pertanto riconosciuto come l'attribuzione del compito di valorizzare il patrimonio del cliente non possa non richiedere il conferimento all'intermediario del potere di agire fuori dal controllo di puntuali obbligazioni, riconoscendogli così un'ampia discrezionalità nella gestione del patrimonio<sup>8</sup>.

D'altronde, la rilevanza della discrezionalità nello svolgimento del servizio in esame trova conferma nella scelta (adottata dalla maggioranza degli interpreti) di ricomprendere la c.d. "gestione con preventivo assenso" nell'ambito della fattispecie in esame. Con tale espressione, come noto, si fa riferimento al caso in cui, per mezzo di apposite pattuizioni, le parti stabiliscono che il compimento di qualsivoglia operazione di investimento e/o disinvestimento debba trovare l'espressa autorizzazione del cliente.

Secondo un primo orientamento, benché la discrezionalità attribuita all'intermediario nella gestione delle risorse sia limitata ai soli profili tecnici, sarebbe possibile, anche in tal caso, applicare la disciplina dettata in materia di gestione di portafogli. Tale conclusione troverebbe giustificazione nel fatto che sarebbe comunque il gestore a individuare le operazioni da eseguire, giacché l'autorizzazione del cliente riguarderebbe soltanto la fase finale del processo di selezione dell'operazione. I sostenitori di tale orientamento rimarcano poi che questa soluzione interpretativa precluderebbe la possibilità di aggirare la tutela offerta dalla disciplina della gestione di portafogli mediante il sistematico ricorso all'espressa autorizzazione delle singole operazioni da parte dei clienti<sup>9</sup>.

<sup>7</sup> Cfr. ENRIQUES e VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, a cura di Banfi e Di Battista, Bologna, 1998, p. 343. Non va ignorato peraltro che il cliente ha la possibilità di impartire istruzioni vincolanti all'intermediario. Cionondimeno, resta il fatto che tale possibilità è una semplice facoltà rimessa alla scelta dell'investitore il cui esercizio non fa di certo venir meno il tratto standardizzato della gestione.

<sup>8</sup> SARTORI (nt. 1), p. 105 ss., il quale riconduce il rilievo dell'elemento della discrezionalità alla natura di relazione d'agenzia della gestione individuale, evidenziando appunto come la discrezionalità trovi giustificazione nel fatto che «la specificazione dettagliata delle obbligazioni gravanti sull'intermediario sarebbe troppo costosa in relazione ai benefici conseguenti. Si tratterebbe, infatti, di una sorta di monitoraggio anticipato inconciliabile con le *agency relationships*». Per una ricognizione generale dei tratti distintivi di queste relazioni v.: GRAZIADEI, *Agency*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, I, Torino, 1997, p. 31 ss.

<sup>9</sup> In tal senso, anche dopo la pronuncia della Corte di Giustizia UE, citata nella nota successiva, MAGGIOLO (nt. 2), p. 268; in passato: comunicazione Consob n. 91007025 del 6 dicembre 1991, n. 92001325 del 28 febbraio 1992; LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento: profili generali*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, I, p. 343; CHIAPPETTA, *Le gestioni patrimoniali: dalla legge 1/91 al d.lgs. 415/96*, in *La riforma dei mercati finanziari*.

A soluzione diversa (e preferibile) è giunta invece altra parte della dottrina che, rilevando come sia essenziale nel servizio di gestione individuale la presenza di un'autonomia decisionale dell'intermediario anche nel merito di certe scelte, ha escluso la possibilità di comprendere la gestione con preventivo assenso nel campo di applicazione del servizio in parola<sup>10</sup>.

Nel sistema attuale tale soluzione trova conferma nella definizione del servizio, la quale fa oggi espresso riferimento alla discrezionalità dell'intermediario quale elemento essenziale del servizio medesimo. Del resto, non varrebbe invocare (a sostegno dell'opposta conclusione) l'esistenza di particolari esigenze di tutela che richiederebbero l'estensione della fattispecie, giacché, là dove venga prestata un'attività di negoziazione e/o esecuzione di ordini preceduta da una costante attività di assistenza da parte dell'intermediario, potrebbe trovare applicazione la disciplina di tutela prevista per la prestazione del servizio di consulenza.

Sulla base di quanto detto, risulta dunque del tutto evidente che, nel servizio di gestione di portafogli, è possibile rintracciare appieno gli elementi distintivi della fattispecie fiduciaria sopra descritti.

Grande è l'affidamento (cioè l'assunzione fiduciaria di poteri) pure nel caso di prestazione del servizio di consulenza. Come noto, l'art. 1, comma 5-*septies*, Tuf definisce il servizio in questione stabilendo che «per “consulenza in materia di investimento” si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione»<sup>11</sup>.

---

Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza, a cura di Ferrarini, Marchetti, Roma, 1998, p. 138 ss.; SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, p. 149 ss.

<sup>10</sup> COSTI, ENRIQUES (nt. 3), p. 247; MINERVINI, *Gestione di portafogli di investimento con preventivo assenso*, in *Giur. Comm.*, 2001, II, p. 72; CGUE, *Testa e Lazzari v. Consob*, 7 febbraio 2002; nella giurisprudenza italiana: *Cass.*, 28 maggio 2007, n. 12479, in *Giust. civ. Mass.* 2007, p. 5. Considerano chiuso il dibattito sul punto: ANNUNZIATA (nt. 3), p. 99; PORTOLANO, *sub art. 24*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, Torino, 2012, p. 423.

<sup>11</sup> Come noto, dopo l'entrata in vigore del Decreto Eurosim, l'attività di consulenza in materia di investimento non era più ricompresa tra i servizi principali ma figura solo fra i servizi accessori. A tal riguardo, occorre precisare che in realtà la l. Sim contemplava l'attività di consulenza fra le attività di intermediazione mobiliare riservate a Sim e banche; è con la direttiva 93/22/CE che l'attività in parola era stata iscritta fra i servizi accessori. Per il dibattito sulla modifica di qualificazione dell'attività di consulenza compiuto dalla direttiva 93/22/CE vedi: FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. Soc.*, 1995, p. 627; ANNUNZIATA, *La nuova disciplina dei servizi di investimento: profili societari*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 1123.

La definizione offerta dal legislatore lascia dei margini di incertezza, tanto da aver indotto taluno a mettere in dubbio «l'effettiva attitudine della fattispecie “consulenza in materia di investimenti” ad individuare (i.e. perimetrare) sul piano operativo un fenomeno dai precisi contorni e di contenuto omogeneo»<sup>12</sup>. Cionondimeno, resta di certo la possibilità di definire la fattispecie in esame, la cui portata (così si crede) può essere ulteriormente chiarita se inquadrata nella fattispecie fiduciaria.

Avviamo l'indagine analizzando gli elementi enfatizzati dalla riferita definizione. Così, va osservato come il primo tratto distintivo della fattispecie sia la presenza di una «raccomandazione personalizzata». Con tale locuzione si vuole *in primis* che l'intermediario non si limiti a fornire al cliente una *mera* informazione circa gli investimenti da eseguire, bensì che dia una indicazione caratterizzata da una certa forza persuasiva<sup>13</sup>.

Maggiore complessità presenta il richiamato elemento della personalizzazione. È sicuro infatti che questo requisito implichi anzitutto che la raccomandazione sia diretta a uno specifico cliente, rimanendo esclusi i consigli rivolti a un pubblico indistinto: il che peraltro trova espressa conferma nell'ultimo inciso della definizione in questione, che dà attuazione a una previsione della direttiva di secondo livello 73/2006/CE<sup>14</sup>. Discussa è invece la portata dell'ulteriore requisito del carattere personale che, stando alla definizione prevista dall'art. 52, Direttiva 73/2006/CE, si realizza là dove la raccomandazione sia adatta al cliente o sia basata sulle sue caratteristiche.

In effetti, la lettera della disposizione dà luogo a delle incertezze interpretative, poiché – attesa l'applicazione del giudizio di adeguatezza al servizio in esame<sup>15</sup> – induce a ritenere che

<sup>12</sup> SCIARRONE ALIBRANDI, *La “consulenza in materia di investimenti”: profili di novità della fattispecie*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di Frediani e Santoro, Milano, 2009, p. 75.

<sup>13</sup> Evidenziano questo aspetto MAGGIOLO (nt. 2), p. 274; GUFFANTI, *Il servizio di consulenza: i confini della fattispecie*, in *Società*, 2011, p. 556; PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno ed Gabrielli, Torino, 2011, p. 1031.

<sup>14</sup> Rimangono così esclusi dalla fattispecie l'attività di ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazioni generali che si sostanziano nella prestazione del servizio accessorio di cui al comma 6, lett. f). L'esclusione di questa attività dall'ambito di applicazione del servizio è peraltro disposta dall'art. 52, Direttiva 73/2006/CE, secondo cui appunto «Una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico». A tal riguardo, va segnalato che secondo l'Esma sarebbe opportuno che, in sede di implementazione della Direttiva 65/2014/UE, «the content of Article 52 of the MiFID Implementing Directive should be confirmed except for the reference to the words “through distribution channels or”, which should be removed»: Esma, Final Report-Esma's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR”, del 19 dicembre 2014, p. 15.

<sup>15</sup> Sostengono espressamente la tesi secondo cui «la valutazione di adeguatezza, che rappresenta il momento centrale della disciplina della “nuova” consulenza, rileva altresì sul piano della definizione della fattispecie» DE MARI, *La “nuova” consulenza in materia di investimento 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,

l'adeguatezza dello strumento consigliato sia al contempo elemento di fattispecie e di disciplina. Epperò, per evitare quella che pare essere un'insostenibile contraddizione, non si può non aderire alla tesi di chi ha invece rilevato come l'apparente "cortocircuito" generato dal legislatore comunitario possa essere risolto là dove la locuzione "presentare come adatto al cliente" stia a richiedere che la raccomandazione «sia presentata (appaia) al cliente cui essa è destinata come costruita prendendo a riferimento il rapporto tra lo strumento finanziario che ne è oggetto e le caratteristiche proprie del cliente medesimo»<sup>16</sup>.

Accanto alla personalizzazione delle raccomandazioni, l'altro requisito costitutivo del servizio è la "determinatezza": la prestazione di raccomandazioni deve riguardare cioè una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario. A tal riguardo, va detto che diverse sono le letture che di questo requisito sono state formulate in dottrina. In particolare, secondo alcuni, affinché possa dirsi assicurata una piena tutela dell'investitore, il requisito in esame andrebbe letto come riferimento non già a un particolare strumento finanziario, bensì a generiche tipologie di strumenti finanziari: sicché sarebbe possibile includere nel servizio pure l'attività di *financial planning*, ossia quelle raccomandazioni che, seppur fornite sulla base di una valutazione delle caratteristiche proprie del cliente, si riferiscono a generiche tipologie di strumenti finanziari<sup>17</sup>.

È tuttavia senz'altro preferibile la diversa ricostruzione che, sulla base dei chiari indici testuali delle disposizioni comunitarie, conclude nel senso della necessità della prestazione di consigli *specifici*<sup>18</sup>, non escludendo tuttavia la possibilità che i soggetti abilitati al servizio di

---

2009, p. 166; TEDESCHI, *La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, 2008, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>16</sup> SCIARRONE ALIBRANDI (nt. 12), p. 82, secondo cui appunto resta fuori dalla «nozione di "consulenza", proprio per difetto di "personalizzazione", ogniqualvolta si consiglia ad un cliente determinato, e dunque con modalità "individualizzata", il compimento di un'operazione su un determinato strumento finanziario in ragione, però, della situazione congiunturale o delle peculiarità dello strumento stesso senza alcun riferimento o nesso specifico alle caratteristiche personali del destinatario del consiglio»; MAGGIOLO (nt. 2), p. 276, il quale peraltro precisa che, sebbene la soluzione proposta sia condivisibile, non si tiene in tal modo conto della alternativa che la disgiuntiva "o" pone tra raccomandazione adatta al cliente e raccomandazione basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Cosicché – precisa l'autore – «volendo allora conservare un significato alla indicazione alternativa, si potrebbe pensare che la raccomandazione è adatta al cliente quando a questi vengano forniti uno o più consigli in qualche misura standardizzati e confezionati sulla base di profili di clientela cui il concreto cliente sia riconducibile ed è invece basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente quando si tratti di un consiglio o una raccomandazione *tout court* individualizzata».

<sup>17</sup> SCIARRONE ALIBRANDI (nt. 12), p. 84 ss.; MAGGIOLO (nt. 2), p. 281.

<sup>18</sup> ANNUNZIATA (nt. 3), p. 102, il quale precisa che «in base a tale definizione non risulta più utile la distinzione, precedentemente accolta dal sistema, tra la c.d. consulenza "generale" e la consulenza "strumentale"»; PARRELLA (nt. 13), p. 1034; DE MARI (nt. 15), p. 167, seppur criticando la soluzione adottata dal legislatore.

consulenza possano poi compiere comunque attività di pianificazione finanziaria in favore dei terzi<sup>19</sup>.

Nulla era previsto dalla normativa comunitaria in merito al requisito dell'indipendenza dell'intermediario-consulente rispetto agli investimenti consigliati ovvero circa un numero minimo di strumenti finanziari tra i quali indicare al cliente quello maggiormente corrispondente al suo profilo. Tutto ciò, nel tentativo di recuperare in via interpretativa tali requisiti, aveva determinato un certo dibattito tra gli interpreti, atteso che gli stessi erano invece contemplati nella nozione di consulenza elaborata da Consob<sup>20</sup>. Sul punto, giova precisare che la Direttiva 2014/65/UE ha introdotto delle novità sul punto, prevedendo espressamente la possibilità per gli intermediari di prestare la consulenza su base indipendente<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> In tal senso, anche alla luce del considerando n. 82 della direttiva 73/2006/CE, 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 De Mari, Padova, 2009, p. 148 ss.

<sup>20</sup> Così, secondo alcuni il requisito dell'indipendenza previsto espressamente per i soli consulenti finanziari persone fisiche (art. 18 bis, comma 1°, Tuf) andrebbe considerato in generale quale elemento tipico della consulenza (LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di «consulenza in materia di investimenti»*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 338; G.L.GRECO, *sub art. 3, comma 3*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di Irace e Rispoli Farina, Torino, 2010, p.104 ss.; ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, in *MiFID. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di Zitiello, Torino, 2007, p. 452). Secondo altri invece non è richiesto l'indipendenza intesa come assenza di rapporti fra consulente e clienti quanto piuttosto l'imparzialità e l'autonomia di giudizio dell'intermediario-consulente: il che è assicurato dal rispetto delle norme di organizzazione e comportamento applicabili al servizio (DE MARI (nt. 15), p. 178 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI (nt. 12), p. 87 ss.; MAGGIOLLO (nt. 2), p. 286). Sulla questione della necessità o meno di un paniere di strumenti finanziari come oggetto di una raccomandazione personalizzata v. SCIARRONE ALIBRANDI (nt. 12), p. 88 ss.

Per la posizione della Consob, tra le tante, v. la delibera n. DIN/1071590 del 21 settembre 2001, con la quale l'Autorità ha enucleato quattro caratteristiche essenziali per l'attività di consulenza: "a) l'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) la posizione di strutturale indipendenza del consulente rispetto agli investimenti consigliati; c) l'inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare, d) la circostanza che l'unica remunerazione percepita dal consulente sia quella ad esso pagata dal cliente nel cui interesse il servizio è prestato".

<sup>21</sup> Più in particolare, va detto che, ai sensi dell'art. 24, paragrafo 7, se la consulenza è prestata su base indipendente l'intermediario dovrà: *i*) valutare una «una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati [...] e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti» dall'impresa stessa o da altre società legate ad essa; *ii*) non accettare e trattenere «onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti», restando esclusi quei benefici che «per la loro portata o natura non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti». Sulle novità introdotte dalla direttiva 2014/65/UE in materia di consulenza, va poi ricordata: *i*) l'espressa previsione dell'onere dei soggetti abilitati di garantire e dimostrare alle autorità competenti che le persone fisiche, incaricate del servizio di consulenza, siano in possesso delle conoscenze e competenze necessarie a svolgere il servizio nel rispetto degli obblighi di comportamento previsti (cfr. art. 25, paragrafo 1); *ii*) l'obbligo dei soggetti abilitati di fornire ai clienti una dichiarazione di adeguatezza che «specifici la consulenza prestata e indichi perché corrisponde alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente al dettaglio» (cfr. art. 25, paragrafo 6).

Tenuto conto dei tratti essenziali del servizio così ricostruiti, è senz'altro possibile affermare che, anche nel caso della consulenza, sia riscontrabile l'assunzione di un potere di gestione da parte dell'intermediario sul patrimonio dei clienti. In particolare, si tratta di riconoscere che, nello svolgimento dell'attività di consulenza, l'intermediario assume il potere di determinare *nei fatti* le scelte di investimento del cliente, orientandolo verso uno *specifico* strumento sulla base dell'analisi del *peculiare* profilo dell'investitore; cosicché la determinazione dell'operazione è sostanzialmente rimessa alla discrezionalità dell'intermediario che «assume il – e non può sottrarsi al – ruolo di “tutore” nel processo di allocazione finanziaria del cliente»<sup>22</sup>.

In effetti, va precisato che il potere decisionale attribuito all'intermediario-consulente non giunge però fino al punto di escludere la possibilità che l'investitore possa disporre delle sue risorse in modo differente rispetto a quanto specificamente indicato dal consulente: il cliente cioè mantiene la facoltà di non seguire il consiglio dell'intermediario e di disporre delle proprie risorse in modo diverso<sup>23</sup>. Ciò tuttavia non fa venir meno l'iniziale attribuzione di un vero e proprio potere in capo all'intermediario; potere che si manifesta nella espressione di una raccomandazione personalizzata sulle scelte d'investimento del cliente e che rimane così il vero tratto distintivo della consulenza quale autonomo servizio d'investimento.

Non pare un caso del resto che il regolamento Consob, di attuazione degli artt. 18-*bis* e 18-*ter* del d.lgs. 58/1998 in materia di consulenti finanziari, disponga l'obbligo «per il cliente di comunicare al consulente le operazioni su strumenti finanziari che ha effettivamente eseguito fra quelle che il consulente ha raccomandato»<sup>24</sup>. Il che – così si crede – acquista significato

<sup>22</sup> 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 Ginevra, Milano, 2012, p. 375.

<sup>23</sup> Non pare dunque si possa giungere sino al punto di considerare quale elemento di fattispecie del servizio in esame l'accettazione della raccomandazione del soggetto abilitato da parte del cliente. Sicché, non è condivisibile quanto sostenuto da *Trib. Milano* 5 dicembre 2012, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 480 ss., secondo cui «non sussiste servizio di consulenza in materia di investimenti, ma mero servizio di ricezione e trasmissione di ordini, nel caso in cui il cliente, impartendo ordini di investimento all'intermediario, abbia rifiutato di seguirne i consigli e non ne abbia accettato le raccomandazioni». A tal riguardo, va detto che, sebbene l'attribuzione di un potere di tipo fiduciario relativo alla gestione del proprio patrimonio (tipico come detto del servizio di consulenza) possa giustificare una simile conclusione, resta il fatto che il sistema normativo vigente non prevede tale elemento (né al dire il vero i sistemi precedenti) quale momento della fattispecie di consulenza.

<sup>24</sup> Così, l'art. 16, lett. g) che, al dire il vero, prevede il detto obbligo quale possibile disposizione negoziale del contratto di consulenza. Va pure ricordato che l'art. 24 del citato regolamento impone ai consulenti finanziari (anche se diversi dagli intermediari abilitati) la definizione e applicazione di: *i)* procedure adeguate a garantire l'adempimento degli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nella prestazione del servizio di consulenza; *ii)* procedure «che consentano di ricostruire i comportamenti posti in essere nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti». Ciò pare ulteriormente confermare l'attribuzione di un potere al consulente il cui esercizio è rimesso alla sua discrezionalità; discrezionalità che però è vincola all'esigenza di tutela degli

proprio là dove si riconosca l'attribuzione all'intermediario-consulente di una prerogativa qualificata sulla gestione del patrimonio del cliente.

L'aver rimarcato come distintivo della consulenza l'assunzione di un vero potere decisionale sulle operazioni da compiere può poi contribuire alla chiarificazione della nota questione relativa alla c.d. consulenza incidentale, ossia quella consulenza preparatorio o strumentale, consistente in singoli consigli o suggerimenti prestati dall'intermediario in occasione della prestazione di un altro servizio. Problematico in tal caso è infatti segnare un limite all'applicazione della disciplina prevista per la prestazione del servizio di consulenza per evitare, altrimenti, la generalizzata applicazione del giudizio di adeguatezza<sup>25</sup>. Orbene, va ritenuto che solo l'effettiva assunzione di un potere decisionale in capo all'intermediario, la cui esistenza si manifesta nell'espressione di una raccomandazione personalizzata e specifica, può segnare la realizzazione della fattispecie in esame e dunque l'applicazione della relativa disciplina.

## **2.- (Segue) Gli altri servizi e la disciplina del deposito e sub-deposito degli strumenti finanziari.**

Veniamo adesso ai servizi di negoziazione, ossia all'esecuzione degli ordini per conto dei clienti e al servizio di negoziazione per conto proprio, nonché al servizio di ricezione e trasmissione di ordini.

Prendiamo le mosse chiarendo che gli elementi della fattispecie fiduciaria possono essere agevolmente individuati anche nel servizio di esecuzione di ordini. Come noto, manca nel Tuf una definizione del servizio in esame, che invece si ritrova nella direttiva MiFID 1, a mente della quale l'esecuzione di ordini per conto dei clienti consiste «nella conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti»<sup>26</sup>. Invero, la nozione

---

investitori e richiede l'implementazione di specifiche misure organizzative, volte anche a consentire la verifica del comportamento dei soggetti abilitati. Per un'analisi della disciplina e per il rilievo che l'obiettivo del regolamento in questione sia quello di assicurare agli investitori una tutela equivalente a prescindere dal soggetto che svolga la consulenza v. ANNUNZIATA, *Il nuovo regolamento Consob sui consulenti finanziari (artt. 18-bis e 18-ter)*, in *Corr. giur.*, 2010, 3, p. 285.

<sup>25</sup> Sul tema, tra gli altri: MAGGIOLO (nt. 2), p. 286 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI (nt. 12), p. 94 ss.

<sup>26</sup> Cfr. art. 4, comma 5°, direttiva MiFID 1. A tal riguardo, va precisato che la direttiva 2014/65/UE ha modificato la precedente definizione, prevedendo all'art. 4, par. 1, punto 5 che il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti consiste nella «conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti e comprende la conclusione di accordi per la vendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da un ente creditizio al momento della loro emissione». Tale previsione è del resto conforme al *considerando n. 45* della medesima direttiva, secondo cui «Le imprese di investimento e gli enti creditizi che



dettata dal legislatore comunitario va precisata tenendo conto che, diversamente da quanto accade nel servizio di negoziazione per conto proprio, l'intermediario non utilizza il proprio patrimonio, ma compie un'attività di intermediazione in senso stretto fra i clienti e i terzi<sup>27</sup>. In buona sostanza, con questo servizio il cliente affida all'intermediario il compito – e il relativo potere – di eseguire una specifica operazione di acquisto o vendita sul mercato, mediante l'individuazione di una o più controparti. La specificità dell'operazione di acquisto o di vendita distingue del resto il servizio in esame da quello del collocamento, ove invece si realizza un'offerta indirizzata (a condizioni *standard*) a un numero indistinto di investitori<sup>28</sup>.

---

distribuiscono strumenti finanziari di loro emissione dovrebbero essere soggetti alla presente direttiva quando prestano ai loro clienti servizi di consulenza in materia di investimenti. Per eliminare l'incertezza e rafforzare la tutela degli investitori è opportuno prevedere l'applicazione della presente direttiva quando, nel mercato primario, le imprese di investimento e gli enti creditizi distribuiscono strumenti finanziari di loro emissione senza fornire alcuna consulenza. A tal fine è opportuno estendere la definizione di servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti». In relazione al servizio in esame vedi pure il *considerando n. 80*, ove si afferma: «Le imprese di investimento sono autorizzate a prestare servizi di investimento che consistono unicamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini dei clienti, senza che sia necessario ottenere informazioni sulle conoscenze e l'esperienza del cliente al fine di valutare l'adeguatezza del servizio o dello strumento finanziario proposto. Poiché tali servizi comportano una riduzione considerevole delle protezioni dei clienti, è opportuno migliorare le condizioni della loro prestazione. È in particolare opportuno escludere la possibilità di prestare tali servizi insieme al servizio accessorio consistente nella concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare una transazione a cui partecipa l'impresa di investimento, in quanto ciò aumenta la complessità della transazione e rende più difficile la comprensione del rischio ad essa associato. È altresì opportuno definire più precisamente i criteri di selezione degli strumenti finanziari cui tali servizi si dovrebbero riferire al fine di escludere taluni strumenti finanziari, compresi quelli che incorporano uno strumento derivato o una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio associato [...]».

<sup>27</sup> PARRELLA e D'AMBROSIO, *L'intermediazione finanziaria e la gestione collettiva del risparmio*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di S. Amorosino e Rabitti Bedogni, Milano, 2004, p. 123. Partendo da questo dato della fattispecie, gli interpreti hanno a lungo discusso in merito alla qualificazione dell'accordo presupposto alla prestazione del servizio in questione; tema che peraltro rievoca, in sostanza, quello relativo alla natura degli ordini di borsa. Nel dettaglio, il dibattito si è articolato fra chi ha sostenuto l'applicabilità dello schema del mandato, nella specie della commissione; chi invece ha guardato alla mediazione; e chi infine ha ritenuto di poter individuare una specie atipica di contratto. Per i termini del dibattito per tutti v.: CARBONETTI (nt. 1), p. 105 ss. Sul punto, posto che la discussione non pare foriera di diverse soluzioni pratiche (attesa la pervasività della disciplina speciale) pare senz'altro preferibile l'opinione di chi, anche recentemente, ha evidenziato l'affinità della figura in esame con quella del rapporto di commissione: ANNUNZIATA (nt. 3), p. 96; MAGGIOLO (nt. 2), p. 240. Va poi ricordato che la definizione, espressa dalla direttiva MiFID 1, rimarca (a differenza di quanto avveniva in passato) l'elemento esecutivo del servizio, atteso che il precedente riferimento alla negoziazione (espresso nella definizione del servizio) evocava ancor di più la fase di contrattazione (cfr. TROIANO, *Negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 229).

<sup>28</sup> Si rileva peraltro che il servizio in esame si differenzia da quello di collocamento anche per il fatto che il primo si compie tipicamente nel mercato secondario, giacché ha a oggetto l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari ma non già la sottoscrizione (cfr. ANNUNZIATA (nt. 3), p. 94). Altri hanno tuttavia evidenziato che, benché la definizione comunitaria faccia unicamente riferimento all'acquisto o alla vendita, non sembra ci siano ragioni in sé preclusive all'estensione (nel nostro ordinamento) della nozione anche al caso di ordini di sottoscrizione (cfr. TROIANO (nt. 27), p. 230). Va pure precisato che l'attività di esecuzione degli ordini non deve avvenire necessariamente nell'ambito di mercati regolamentati: l'intermediario potrà infatti dare esecuzione agli ordini ricevuti in tutte le sedi di negoziazioni in cui opera.

Nell'esecuzione di ordini l'intermediario è dunque investito dal cliente del potere di compiere sul mercato atti dispositivi sui beni (*recte* strumenti finanziari) di quest'ultimo. In sostanza, col servizio in parola il cliente affida all'intermediario il compito di realizzare – esercitando un potere discrezionale – una negoziazione sul mercato avente ad oggetto il patrimonio del primo, rimanendo affidata alla valutazione del soggetto abilitato la scelta del luogo e delle condizioni di esecuzione dell'ordine ricevuto dal cliente. Ciò avverrà sempre nel rispetto dell'interesse dell'investitore, tutelato – nella fase esecutiva – dalla regola di *best execution* e di gestione degli ordini; in generale e nelle fasi precedenti l'esecuzione del servizio, dal giudizio di appropriatezza e dalle altre regole di organizzazione (es. conflitto d'interessi)<sup>29</sup>.

È pertanto facile riconoscere, anche in tal caso, gli elementi della fattispecie fiduciaria, atteso che l'assunzione di poteri sui beni del cliente trova (ancora una volta) giustificazione nella fiducia riposta nell'intermediario.

L'esistenza di un potere fiduciario può essere riscontrata pure nel servizio di ricezione e trasmissione di ordini. Come noto, con tale servizio, i soggetti abilitati si limitano a raccogliere gli ordini dei clienti e a ritrasmetterli ad altri intermediari negoziatori per la successiva esecuzione sul mercato<sup>30</sup>. Si tratta di un servizio che trova la sua più specifica applicazione là dove l'intermediario, che raccoglie l'ordine, non possa operare in determinati mercati<sup>31</sup>.

Sebbene il servizio in parola si caratterizza per lo svolgimento di un'attività materiale che non comporta il compimento di attività di negoziazione, va tuttavia evidenziato che – a ben vedere – l'intermediario si trova nella condizione di esercitare un (seppur ridotto) potere esclusivo sull'ordine del cliente e perciò in ultima analisi sul suo patrimonio. Occorre infatti osservare come la scelta del negoziatore o del collocatore, a cui trasmettere l'ordine ricevuto dal cliente, rimanga affidata alla discrezionalità dell'intermediario. L'intermediario si trova così a condizionare in via esclusiva (senza cioè che l'investitore possa indirizzarne totalmente le

<sup>29</sup> SARTORI (nt. 1), p. 85, il quale peraltro evidenzia che nell'ambito del servizio in esame «si individua (tecnicamente) una relazione economica d'agenzia, secondo la quale l'intermediario agisce, almeno teoricamente, nell'esclusivo interesse del cliente».

<sup>30</sup> L'assenza di una definizione del servizio (da parte sia del legislatore comunitario, sia di quello nazionale) lascia aperta la possibilità che l'attività di ricezione e trasmissione di ordini venga svolta tanto nel mercato primario, quanto in quello secondario. L'intermediario autorizzato al servizio in parola trasmetterà cioè l'ordine ricevuto o a un intermediario-collocatore oppure a un intermediario-negoziatore. Maggiori incertezze ha suscitato la possibilità che l'intermediario autorizzato alla ricezione e trasmissione invii l'ordine ricevuto direttamente all'emittente. Sul punto vedi TROIANO (nt. 27), p. 236.

<sup>31</sup> Si pensi per esempio al caso in cui un intermediario non possa accedere a mercati esteri oppure a determinati mercati italiani (citare i regolamenti con requisiti di certi mercati). In passato era il servizio tipico delle banche a cui era precluso di operare direttamente sui mercati regolamentati e altri soggetti che la prassi denominava *remisers*: cfr., per utili notazioni storiche, BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa*. Il riporto, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura Cicu-Messineo, Milano, 1969, p. 55 ss.

scelte) l'esercizio del potere dispositivo del patrimonio del cliente, il quale, pur potendo dare delle indicazioni in merito ai requisiti dell'ordine, affida *necessariamente* all'intermediario il momento esecutivo<sup>32</sup>.

Veniamo adesso al servizio di negoziazione per conto proprio col quale, come noto, l'intermediario realizza un'attività di acquisto o vendita di strumenti finanziari in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti<sup>33</sup>. L'intermediario svolge cioè un'attività di contrattazione, finalizzata alla conclusione di operazioni di acquisto o di vendita di strumenti finanziari. Dall'espresso riferimento alle sole operazioni di acquisto e di vendita (e non di sottoscrizione) deriva che rientrano nel campo di applicazione del servizio solamente le operazioni svolte nel c.d. mercato secondario<sup>34</sup>. Ciò presuppone che il soggetto abilitato sia già titolare degli strumenti oggetto di negoziazione, oppure, nel caso di derivati, che stipuli direttamente (e appunto in contropartita col cliente) il contratto che dà vita allo strumento.

---

<sup>32</sup> Osserva come in realtà anche il servizio di ricezione e trasmissione nasconde il pericolo di comportamenti opportunistici da parte dell'*agent* a discapito del *principal* poiché l'intermediario potrebbe scegliere il negoziatore o il collocatore, a cui affidare l'esecuzione dell'ordine, sulla base di rapporti di gruppo o di accordi (anche di retrocessione di commissioni) che fondano un interesse diverso e potenzialmente confliggente con quello del cliente: SARTORI (nt. 1), p. 95.

Nel servizio in esame è poi compresa altresì l'attività di mediazione fra clienti, consistente nel mettere in contatto due o più investitori al fine di rendere possibile la conclusione di una o più operazioni fra essi. Si tratta di un'attività di mediazione pura fra due clienti, nella quale l'intermediario, senza assumere obblighi nei confronti di alcuno di essi, si limita a incrociare gli ordini provenienti dagli investitori. Nello svolgimento di tale attività l'operatore abilitato si trova così in una necessaria condizione di terzietà fra le parti e si limita a creare le condizioni per l'incontro di domanda e offerta. Non è perciò casuale che l'attività di mediazione sia stata assimilata in passato (e prima dell'introduzione del servizio di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione) a quella di gestione di piattaforme di negoziazione (Comunicazione Consob DAL/RM/99071295 dell'1 ottobre 1999, ove si rileva appunto che «semberebbe riconducibile al servizio di mediazione l'organizzazione di un sistema di scambi organizzati» che consenta l'accesso a investitori *retail*). Ciò detto, non pare tuttavia che si debba giungere a conclusioni diverse da quelle espresse nel testo per il servizio di ricezione e trasmissione di ordini. Muove in tal senso anzitutto il fatto che il legislatore non si è spinto fino a qualificare tale attività come un autonomo servizio d'investimento. Né è peraltro prevista una specifica autorizzazione per la prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini là dove l'intermediario presta pure l'attività di mediazione. A ciò si aggiunga infine che per l'attività in esame trova applicazione la medesima disciplina di tutela prevista in generale per quei servizi d'investimento in cui l'intermediario assume una posizione di controllo sui beni dei clienti.

<sup>33</sup> Come noto, sino al recepimento della direttiva MiFID 1, la disciplina del Tuf non dettava specifiche definizioni dei servizi di investimento. Cionondimeno, gli interpreti avevano già ricostruito l'estensione del servizio in parola in termini equivalenti a quelli poi cristallizzati dalla direttiva MiFID 1, e ciò facendo riferimento soprattutto alla figura anglosassone del *dealer*, ossia di quell'operatore che, assumendo una posizione in proprio in titoli, mira a lucrare la differenza fra i prezzi di acquisto e vendita. Più in particolare, *dealer* è definito dalla Section 3 (a) (5) del *Securities and Exchange Act* (1934) come "a person engaged in the business of buying and selling securities for his own account"; mentre il *broker* "as a person engaged in the business of effecting transactions in securities for the account of others" (Section 3 (a) (4) del *SEA* (1934), figura quest'ultima che corrisponde al servizio di esecuzione degli ordini per conto dei clienti.

<sup>34</sup> Per tutti v.: G.F. CAMPOBASSO, *sub art. 1*, in *Testo unico della finanza*. Commentario, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 9; COSTI, ENRIQUES (nt. 3), p. 241; SARTORI (nt. 1), p. 82; URBANI, *I servizi di investimento e gli strumenti finanziari*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2010, p. 257. Rileva che nel caso di strumenti negoziali derivati l'attività, di cui al servizio in questione, consiste in sostanza nella stipulazione dei relativi contratti con gli investitori ANNUNZIATA (nt. 3), p. 93.

È bene rimarcare come, nella nozione del servizio in questione, assuma carattere distintivo il riferimento al fatto che l'attività di acquisto e di vendita avvenga «in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti». Più nel dettaglio, con la locuzione «contropartita diretta» si richiede, in sostanza, che l'operazione realizzata incida (oltre che sulle disponibilità del cliente) solamente sul patrimonio dell'intermediario, non essendo cioè coinvolti interessi di terzi soggetti<sup>35</sup>.

La definizione recepita nel nostro ordinamento<sup>36</sup> aggiunge poi il requisito dello svolgimento di tale attività «in relazione a ordini dei clienti». Si tratta di un'importante precisazione in quanto (benché di certo ricavabile dal sistema generale della prestazione dei servizi d'investimento) ha il pregio di chiarire che l'attività consistente nel mero investimento del proprio patrimonio personale da parte dell'intermediario non è compresa nell'ambito di applicazione del servizio in esame. È necessario perciò che l'attività di negoziazione, ancorché non avvenga in stretta esecuzione di un preciso ordine del cliente, sia comunque posta in essere allo scopo di soddisfare le esigenze dei clienti e non al solo fine di condurre un mero *trading* col proprio patrimonio<sup>37</sup>.

<sup>35</sup> Sul rapporto fra lo svolgimento di negoziazioni in contropartita diretta e la disciplina del conflitto di interessi vedi sopra Cap. I, § 3.1, nt. 59.

<sup>36</sup> Va infatti ricordato che la nozione espressa da MiFID 1, e oggi dalla direttiva 2014/65/UE, si limita a prevedere che per negoziazione per conto proprio si deve intendere la «contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna posizioni proprie» (cfr. art. 4, par. 1, n. 6 MiFID 1 e direttiva 2014/65/UE). Si deve tuttavia considerare che tanto MiFID 1, quanto la direttiva 2014/65/UE contengono alcune ulteriori previsioni che delimitano ulteriormente il servizio in parola, legittimando di sicuro la definizione nazionale che, come detto, aggiunge il riferimento agli ordini dei clienti. A tal riguardo vengono in rilievo segnatamente: *i*) il considerando n. 8 di MiFID 1 (oggi considerando n. 18, direttiva 2014/65/UE) secondo cui «Le persone che amministrano mezzi propri (patrimonio) [...] non dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione della presente direttiva...»; *ii*) il caso di esenzione obbligatoria dall'applicazione della direttiva MiFID 1 previsto dall'art. 2, par. 1, lett. d) che esclude l'ipotesi di quelle imprese che non prestano servizi di investimento diversi dalla negoziazione per conto proprio «a meno che siano *market maker* o negozino per conto proprio in modo organizzato, frequente e sistematico al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, fornendo un sistema accessibile a terzi al fine di avviare negoziazioni» (previsione oggi riproposta in termini ancor più espliciti dall'art. 2, par. 1, lett. d), punto iv), direttiva 2014/65/UE che esclude l'applicazione della direttiva per il caso di negoziazione per conto proprio di strumenti diversi dai derivati, salvo il caso in cui la negoziazione non avvenga in esecuzione di ordini dei clienti).

<sup>37</sup> ANNUNZIATA (nt. 3), p. 93; TROIANO (nt. 27), p. 227. In passato: ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. Soc.*, 1998, p. 1019. Va ricordato che nella nozione di negoziazione per conto proprio è espressamente compresa pure l'attività di *market maker* svolta da chi «si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti» (art. 1, comma 5-*quater*, Tuf). Si tratta, come noto, di una figura prevista per lo più in mercati poco liquidi ovvero in mercati volatili come quelli relativi agli strumenti derivati. La differenza principale rispetto al negoziatore per conto proprio risiede nel fatto che il *market maker* conclude le operazioni in contropartita diretta ma non in relazione (o in esecuzione) di specifici ordini provenienti dai clienti. Si differenzia dal servizio di negoziazione per conto proprio l'attività di internalizzazione sistematica, definita dal Tuf come quell'attività svolta dal «soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione» (cfr. vedi ora considerando n. 20, direttiva

La necessità di perseguire l'interesse degli investitori, anche nel caso in cui l'intermediario negozi in contropartita diretta, è del resto confermato dalla disciplina applicabile al servizio. A tal riguardo, è sufficiente notare come – in applicazione della regola di *best execution* – l'intermediario sia comunque tenuto ad assicurare comunque all'investitore, nell'esecuzione dell'ordine, le migliori condizioni possibili anche nel servizio in esame: esercitando così, nella fase di esecuzione, un potere discrezionale che è condizionato (dal legislatore medesimo: v. art. 21 Tuf, comma 1 lett. a) dalla finalità di perseguire l'interesse del cliente<sup>38</sup>. D'altro canto, nella specie, troveranno applicazione anche le ulteriori regole di organizzazione e di comportamento di generale applicazione (come ad esempio quelle sulla gestione degli ordini dei clienti, sul conflitto d'interesse e – salvo il caso di prestazione in *execution only* – sul giudizio di appropriatezza), le quali dettano delle (pre)condizioni di tutela dell'investitore proprio al fine di vincolare la discrezionalità dell'intermediario.

---

2014/65/UE ove si precisano il requisito di “frequenza” e si aggiunge l'ulteriore requisito della “negoiazione sostanziale”). Stando alla definizione data (nonché di quella ora modificata dalla direttiva 2014/65/UE), il servizio di negoziazione costituisce fattispecie più ampia rispetto a quella della internalizzazione sistematica. E infatti: *i*) costituisce negoziazione per conto proprio – ma non internalizzazione sistematica – l'esecuzione di ordini di clienti realizzata con mezzi personali ma priva dei connotati di organizzazione e sistematicità; *ii*) rientra nell'ambito della negoziazione l'attività posta in essere «in relazione» a un ordine di un cliente anche se la stessa non sia compiuta «in esecuzione» di ordini, come invece richiesto per l'internalizzazione sistematica; per questi rilievi: TROIANO, *op. cit.*, p. 227. Va pure osservato che il servizio in parola realizza invero una *trading venue* alternativa rispetto ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione. Il che giustifica l'applicazione di una serie di regole volte ad allineare l'esecuzione del servizio agli *standards*, soprattutto di trasparenza, applicabili alle tre possibili sedi in cui gli ordini trovano esecuzione: cfr., ad esempio, artt. 21, 22, 27, e 33 Regolamento Consob 29 ottobre 2007, n. 16191.

<sup>38</sup> SARTORI (nt. 1), p. 86. Del resto, la (apparente) contraddizione tra una negoziazione per *conto* proprio e il perseguimento dell'interesse del cliente (controparte) è risolta in favore della prevalenza dell'interesse del cliente pure nell'ordinamento americano. Va infatti segnalato che, oltre ad essere talora invocata l'*agency relationship* pure con riferimento all'attività di *dealer* (cfr. In re Allender Co., 9 S.E.C. 1043 (1941)), a ben vedere la stessa elaborazione della c.d. *shingle theory* risponde all'esigenza di poter affermare l'applicazione degli obblighi fiduciari derivanti dall'*agency relationship* pure nel caso in cui – a stretto rigore – non si realizza una relazione di *agency*, come avviene nel caso della sola attività di *dealing*. Sul punto, cfr. S. GADINIS, *Market Structure For Institutional Investors: Comparing The U.S. And E.U. Regimes*, in 311 Va. L. & Bus. Rev. (2008), p. 343, il quale rileva che «Some commentators have viewed the development of an alternative source of best execution duties as an attempt by the SEC to ensure that dealers also have the same best execution duties against their customers. Since its 1939 decision in In re Duker & Duker, the SEC has established that a broker, by merely starting business and accepting clients' orders, makes an implied representation that she will deal fairly with clients. In other words, this theory, named the “shingle” theory of broker liability because it seems to arise by hanging out a shingle, applies irrespective of the broker's function as an agent or a principal». La stessa considerazione è peraltro ricorrente anche con riferimento alla *suitability obligation*: cfr. F.M. GEDICKS, *Suitability Claims And Purchases Of Unrecommended Securities: An Agency Theory Of Broker-Dealer Liability*, in 37 Ariz. St. L.J. 535 (2005), p. 553, ove si afferma «The Commission's development of the special circumstances and shingle theories as justifications for the fiduciary character of the suitability obligation can be understood as an effort to ensure that the obligation applies with the same fiduciary force whether a broker-dealer acts as broker/agent or dealer/principal in filling a recommended order»; l'autore fa pure riferimento a S.A. RAMIREZ, *The Professional Obligations of Securities Brokers Under Federal Law: An Antidote for Bubbles?*, in 70 U. Cin. L. Rev. 527, (2002), p. 550.

Ora, nel servizio in parola, non si può non riconoscere che, per un canto, non v'è assunzione diretta di potere di gestione o di disposizione da parte dell'intermediario; poteri che – al dire il vero – non sono in sé necessari per il compimento della negoziazione per conto proprio. Del pari manifesto, per l'altro canto, è il fatto che il servizio va ricompreso nell'attività, riservata, dei soggetti abilitati, i quali svolgono la stessa per assicurare, in ultima analisi, l'efficiente allocazione del risparmio. Sicché, lo svolgimento di questo servizio presuppone comunque l'assunzione – nei confronti del pubblico indistinto degli investitori – dell'affidamento dell'esercizio di tale attività nel rispetto del loro interesse. Il che peraltro giustifica, nella sostanza, l'applicazione al servizio di tutti i canoni di organizzazione e di comportamento stabiliti dal legislatore e trova conferma nel richiamo generale dell'art. 21 Tuf, comma 1, lett. a) all'interesse del cliente.

Tutto ciò considerato, non pare di errare quando si afferma che, anche nel servizio in parola, si possono rintracciare gli elementi della fattispecie fiduciaria come sopra ricostruita. Va così riconosciuto che lo svolgimento dell'attività di negoziazione per conto proprio presuppone l'affidamento all'intermediario di un potere discrezionale, nella scelta dei termini specifici dell'operazione, che dovrà in ogni caso essere esercitato dando prevalenza all'interesse degli investitori.

Veniamo adesso al servizio di collocamento. Come noto, stando alla definizione di cui all'art. 1, comma 5, Tuf, il servizio in questione consiste, in buona sostanza, nella generalizzata offerta a terzi di strumenti finanziari<sup>39</sup>. A seconda della misura di assunzione del rischio da

---

<sup>39</sup> Una particolare modalità di prestazione del servizio in esame (ma non solo) è data dalla “offerta fuori sede” di strumenti finanziari di cui all'art. 30, comma 1, lett. a), Tuf. Come noto, l'offerta fuori sede consiste nella promozione e collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari effettuati in luoghi diversi dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento”. Ricorrente è l'affermazione che per cui l'offerta fuori sede determina una particolare modalità di prestazione del servizio di collocamento (cfr. tra i tanti: LOBUONO (nt. 1), p. 65, nt. 171 e p. 85; MIOLA, *sub art. 94*, in *Testo unico della finanza*. Commentario, a cura di G.F. Campobasso, Torino, 2002, p.790). Tuttavia, rileva correttamente che la detta affermazione non vale per l'ipotesi oggi prevista dall'art. 30, comma 1°, lett. b) Tuf, che si riferisce all'offerta fuori sede di servizi e attività di investimento, ACCETTELLA, *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, 2013, p. 119. Va pure detto che secondo altri autori anche l'ipotesi di cui alla lett. a) dell'articolo in questione non può essere limitata a semplice modalità di svolgimento del servizio di collocamento: COSTI, ENRIQUES (nt. 3), p. 58, DE MARI, SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, p. 81 ss. Tra le diverse questioni interpretative poste dalla disposizione in esame (per le quali si rinvia agli autori ora citati) va perlomeno ricordato quella relativa all'interpretazione del riferimento del sesto comma della disposizione ai “contratti di collocamento” che influenza (con evidenza) la definizione della fattispecie considerata e conseguentemente l'ambito di applicazione della speciale disciplina prevista (i.e. il diritto di recesso previsto). Sul punto il dibattito è stato vivace: secondo un primo orientamento la locuzione in questione andrebbe riferita al solo servizio di collocamento propriamente inteso (in giurisprudenza, *Cass.* 14 febbraio 2012, n. 2065 in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, II, p. 137; *Cass.* 22 marzo 2012, n. 4564, in *Giust. civ. Mass.*, 2012, p. 380; in dottrina 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*

parte dell'intermediario, si distinguono diverse tipologie di questo servizio: l'intermediario potrà infatti accollarsi tutto il rischio dell'operazione di collocamento, sottoscrivendo o acquistando in proprio i nuovi strumenti finanziari emessi ovvero impegnandosi a sottoscrivere o ad acquistare quegli strumenti finanziari non collocati presso il pubblico, nel caso del collocamento a fermo o con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; oppure potrà assumere solamente l'obbligo di promuovere la sottoscrizione o l'acquisto di strumenti finanziari, senza dunque alcuna assunzione diretta di un rischio per il mancato collocamento presso gli investitori, nel collocamento senza assunzione a fermo o di garanzia<sup>40</sup>. La realizzazione di una delle forme del collocamento dipende, evidentemente, dagli accordi intercorsi fra l'intermediario e il soggetto che emette o vende gli strumenti finanziari.

Tralasciando le questioni legate alla chiarificazione delle differenze che intercorrono fra il collocamento e gli altri servizi<sup>41</sup>, va rilevato che, nel servizio in esame, è particolarmente

---

*comportamento degli intermediari*, a cura di Perrone, Milano, 2008, p. 9 ss.; ANNUNZIATA (nt. 3), p. 182 ss.; PARRELLA, *sub art. 30*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 495 ss.; MAGGIOLO (nt. 2), p. 312, nt. 337 e Comunicazione Consob n. DIN/12030993); secondo altra opinione la norma andrebbe invece letta in senso ampio come vendita di strumenti finanziari nell'ambito di un qualunque servizio di investimento (in giurisprudenza, *ex multis*, Trib. Mantova, 10 novembre 2004, in *Giur. merito*, 2004, p. 2282; Trib. Parma, 17 gennaio 2006, in *Nuovo dir.*, 2006, II, p. 823; Trib. Pescara, 9 maggio 2006, in *Giur. merito*, 2007, p. 1276; in dottrina COSTI, ENRIQUES (nt. 3), p. 58; INZITARI, PICCINI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 25 ss.). In quest'ultimo senso recentemente *Cass. sez. un.*, 3 giugno 2013, n. 13905, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 507 ss. (nota di TUCCI, *L'offerta fuori sede nella stagione del nichilismo giuridico*, p. 524 ss., ove un'analisi della questione e ampi riferimenti).

Va poi ricordato che con l'introduzione dell'art. 25 *bis* Tuf (compiuta dalla l. 262/2005) è ora soggetta alla disciplina dei servizi d'investimento anche l'ipotesi del c.d. autocollocamento di strumenti finanziari emessi dallo stesso intermediario o da imprese di assicurazione (a ciò si aggiunga che, per espressa previsione del Reg. Int. trova applicazione, in questo caso, anche la disciplina secondaria). La novità della previsione si apprezza allorché si considera che in passato il classamento da parte della banca emittente delle proprie obbligazioni era collocato nell'area della raccolta del risparmio fra il pubblico, espressione tipica dell'attività bancaria, piuttosto che nell'ambito dei servizi d'investimento (in questo senso pure la Consob: v. Comunicazione 11 dicembre 1996, DAL/RM/96011036 che aveva appunto escluso in tal caso l'applicazione della disciplina sul collocamento). Per la portata della novità v.: SPADA, *Il collocamento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 170. Rileva come sia problematico il coordinamento tra la disciplina speciale dettata in materia di servizi di investimento e quella prevista in tema di offerta e distribuzione di prodotti assicurativi dal Codice delle assicurazioni ANNUNZIATA (nt. 3), p. 196.

<sup>40</sup> ANNUNZIATA (nt. 3), p. 96; MAGGIOLO (nt. 2), p. 250; SPADA (nt. 39), p. 167, il quale, dopo aver constatata l'assenza di una definizione legislativa del servizio in parola, rileva che: *i*) la distinzione fra attività posta in essere «con» (n. 6 della sez. A, dell'Allegato I alla MiFID) o «senza» (n. 7 della medesima sezione) «impegno irrevocabile» è da intendersi nei confronti dell'offerente degli strumenti; *ii*) anche la sola attività di assunzione a fermo degli strumenti finanziari, non accompagnata dal successivo collocamento, integra gli estremi dell'attività d'investimento di cui al n. 6 della sezione A, dell'allegato I, MiFID: il che innova rispetto al precedente quadro normativo in cui l'attività di mera sottoscrizione non integrava attività riservata (cfr. Comunicazione Consob BOR/RM/93005170 del 21 giugno 1993): sul punto vedi pure CALANDRA BUONAURA, *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 223.

<sup>41</sup> Numerose sono state le sentenze che hanno analizzato la distinzione fra servizio di collocamento e servizio di negoziazione (per i riferimenti v. ACCETTELLA (nt. 39), p. 40). Sul punto va tuttavia precisato che in effetti il confronto è stato affrontato con riferimento alla disciplina in materia di sollecitazione all'investimento piuttosto che col servizio di collocamento. Stando invece più propriamente al confronto fra i due servizi si può affermare

evidente il ruolo che la prestazione dei servizi d'investimento riveste nel processo di efficiente allocazione delle risorse nel mercato finanziario; funzione che (come sopra rilevato<sup>42</sup>) caratterizza in generale l'attività degli intermediari, giustificandone, in ultima analisi, la regolamentazione medesima. Va cioè evidenziato che col servizio in parola l'intermediario-collocatore partecipa, in modo diretto, all'allocazione delle risorse in favore dei soggetti che decidono di ricorrere ai mercati di capitali per finanziare le loro attività; facilitando al contempo l'iniziativa di coloro i quali intendono sottoscrivere o acquistare strumenti finanziari per ragioni di investimento<sup>43</sup>. Si tratta quindi di rimarcare che la funzione ultima della prestazione dei servizi (i.e. assicurare l'efficiente allocazione delle risorse) trova la sua (forse) più immediata manifestazione proprio nel servizio in esame, ove l'intermediario partecipa direttamente al processo allocativo. Non sorprende allora il coinvolgimento del responsabile del collocamento nella responsabilità nei confronti dell'investitore, in cui incorre l'emittente o l'offerente (nonché gli altri soggetti responsabili delle informazioni), là dove le informazioni contenute nel prospetto non siano veritiere o complete: il riferimento è, con evidenza, all'ipotesi di responsabilità prevista dall'art. 94, comma 8 e 9, Tuf<sup>44</sup>.

---

che la distinzione sta nel fatto che: *i*) solo nel caso della negoziazione per conto proprio si realizza una transazione individualizzata e personalizzata che si caratterizza per la sussistenza di condizioni diversificate in termini di prezzo e quantità da cliente a cliente; *ii*) il collocamento presuppone la presenza di un soggetto (emittente o titolare degli strumenti finanziari) per conto del quale l'intermediario agisce (in tal senso: ANNUNZIATA (nt. 3), p. 97, il quale pure evidenzia altri tratti distintivi del servizio consistenti nell'essere un servizio che avviene sul mercato primario e che può avere a oggetto, oltre alla vendita (mai l'acquisto) di strumenti finanziari, anche la semplice sottoscrizione degli stessi; ACCETTELLA (nt. 39), p. 43 ss.; COSTI, ENRIQUES (nt. 3), p. 243 ss.; CAROZZI, SCHIAVELLI, *Il contratto di "collocamento" fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, II, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 1166 ss.; SPADA (nt. 39), p. 172).

<sup>42</sup> Cfr. cap. I, paragrafo 5.

<sup>43</sup> ACCETTELLA (nt. 39), p. 3, ove ulteriori riferimenti.

<sup>44</sup> In merito all'estensione della responsabilità da prospetto al responsabile del collocamento cfr. COSTI, ENRIQUES (nt. 3), p. 173; PAGNONI, PROVIDENTI, *La sollecitazione all'investimento e le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, II, Padova, 2005, p. 625 ss.; BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e consob*, Milano, 2009, p. 11 ss.; MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in A.A.V.V., *I singoli contratti. Applicazioni pratiche e disciplina specifica*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da Visintini, II, Padova, 2009, p. 795 ss. L'opportunità di tale estensione era del resto già in passato segnalata: FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10<sup>\*\*</sup>, Torino, 1993, p. 299 ss., il quale evidenziava come il ruolo effettivamente svolto dagli intermediari nelle operazioni di collocamento contribuisse a fondare nel pubblico degli investitori il convincimento circa il diretto coinvolgimento degli intermediari nelle operazioni di collocamento medesime. In generale sulla centralità del ruolo del responsabile del collocamento nell'operazione v.: PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003, p. 67; COSTI, ENRIQUES (nt. 3), p. 73; BARCELLONA, *op. cit.*, p. 23; SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, p. 244 ss.; A.F. TUCH, *Securities Underwriters in Public Capital Markets: The Existence, Parameters and Consequences of the Fiduciary Obligation to Avoid Conflicts*, in 7 J.C.L.S., 2007, p. 57 ss. È invece discussa la possibilità di estendere la responsabilità prevista dalla norma anche agli altri intermediari-collocatori: per i termini della questione e le diverse opinioni cfr. ACCETTELLA (nt. 39), p. 168.



Del resto, il successo del processo di collocamento di strumenti finanziari dipende (in certa misura) dalla reputazione dell'intermediario-collocatore: è invero la presenza di uno o più intermediari, con riconosciuta reputazione e professionalità, a assicurare gli operatori del mercato circa la bontà dell'operazione di collocamento e il rispetto delle regole che ne disciplinano il compimento<sup>45</sup>.

Orbene, seppur non si ignora di certo quanto sia discussa l'effettività dei rimedi reputazionali<sup>46</sup>, resta il fatto che l'affidamento riposto dagli investitori nell'intermediario gioca un ruolo importante nel processo di collocamento: sicché va riconosciuto che nel compimento di questo servizio l'intermediario assume verso il pubblico degli investitori una posizione di generica garanzia non solo circa la veridicità delle informazioni del prospetto ma pure in merito al corretto svolgimento dell'attività di collocamento medesima.

Questo tratto del servizio in esame pare del resto trovare una più compiuta espressione ove si consideri l'evoluzione della nozione del servizio in esame. Ebbene, va rilevato che, prima dell'introduzione della direttiva MiFID 1, nel nostro ordinamento l'attività di collocamento è stata caratterizzata per un forte legame con la disciplina del prodotto. In effetti, nella passata legislazione, dall'essenzione della forma scritta per il contratto regolante il rapporto fra intermediario-collocatore e cliente, oltre che dalla normale remunerazione del collocatore (non già da parte del cliente-investitore bensì) da parte delle società emittenti si ricavava una netta prevalenza dei profili dell'attività di collocamento funzionali all'appello al pubblico risparmio operato dall'emittente<sup>47</sup>. Del resto, in assenza di una definizione legislativa, anche la Consob

---

<sup>45</sup> È stato in effetti evidenziato da tempo che, data la permanenza nel mercato degli intermediari professionali, questi ultimi (al di là dell'esigenza di evitare di incorrere nelle sanzioni previste dalla legge) hanno un proprio e ulteriore interesse nel corretto svolgimento dell'operazione di collocamento, dato dall'esigenza di preservare la propria reputazione nel mercato. Su questi profili (nonché sull'efficacia del rimedio reputazionale) vedi, tra i tanti: EASTERBROOK, FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1991, p. 282; COFFEE JR., *Re-Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate Over Company Registration*, in 52 Wash. & Lee L. Rev., 1995, p. 1169; COX, HILLMAN, LANGEVOORT, *Securities Regulation. Case and Materials*<sup>7</sup>, New York, 2013, p. 119; GILSON, KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in 70 Va.L.Rev., (1984), p. 618 ss.; e più recentemente, rivisitando le posizioni assunte, ID., *The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in 28 J. Corp. L., (2003), p. 736 ss.; HOPT, *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen*, 1991, Rdn., p. 33 ss. (dalla traduzione italiana ID., *Le banche nel mercato dei capitali: collocamento di valori mobiliari e responsabilità*, Milano, 1995, p. 45 ss., il quale, tra l'altro, evidenzia che nel processo decisionale degli investitori acquirenti talora maggiore rilievo la reputazione del collocatore piuttosto che la completezza delle informazioni sull'emittente; PERRONE (nt. 44), p. 23 ss., ove ulteriori riferimenti; ACCETTELLA (nt. 39), p. 5.

<sup>46</sup> Cfr. PERRONE (nt. 44), p. 25 ss. per utili riferimenti circa i limiti dei meccanismi reputazionali.

<sup>47</sup> Ciò è del resto facilmente comprensibile ove si ponga mente al fatto che le operazioni di collocamento costituiscono, solitamente, anche operazioni di appello al pubblico risparmio. Va inoltre ricordato che la prima disciplina della fattispecie del collocamento era stata inserita proprio nell'ambito della sollecitazione del pubblico risparmio (introdotta dalla legge n. 216/1974) ed era incentrata, nella sostanza, su doveri di *disclosure*, avendo nella consegna del prospetto il suo momento caratterizzante. Per questi rilievi v. SPADA (nt. 39), p. 165.

aveva precisato che il collocamento «tipicamente si caratterizza per essere un accordo fra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate»<sup>48</sup>.

Col recepimento della direttiva MiFID 1 si assiste a un mutamento significativo della disciplina del collocamento che viene sempre più inteso quale servizio in favore del cliente-investitore. Muove in tal senso l'introduzione dell'obbligo di redigere un contratto scritto nel rapporto cliente al dettaglio-collocatore, nonché la considerazione della remunerazione del collocatore, a opera di un soggetto diverso dal cliente finale, quale eccezione sottoposta alle specifiche condizioni previste dalla disciplina comunitaria degli *inducements*<sup>49</sup>.

Va dunque riconosciuto come nella vigente disciplina, seppur il collocamento rimanga un'attività che vede il coinvolgimento di un interesse qualificato dell'emittente, la sua prestazione venga intesa dal legislatore quale servizio d'investimento non già nei confronti dell'emittente, bensì in favore degli investitori. Ne deriva anzitutto che, nel suo svolgimento, dovrà essere data prevalenza all'interesse dei clienti, e ciò in applicazione degli *standards* generali che regolano lo svolgimento dei servizi (per tutti art. 21, comma 1, lett. a); in secondo luogo, va pure rimarcato come troveranno applicazione tutte quelle norme di organizzazione o di comportamento previste per la prestazione dei servizi, la cui attuazione avrebbe in realtà scarso significato, là dove venissero coniugate con riferimento a un servizio prestato nell'interesse dell'emittente<sup>50</sup>.

Tutto ciò considerato, e venendo più nello specifico all'obiettivo dell'indagine, pare possibile riscontrare, anche nel servizio in esame, l'assunzione di un certo potere sul patrimonio dei clienti, giustificato dalla fiducia riposta dagli investitori nell'intermediario-collocatore.

In effetti, il collocatore (sia che presti o meno il servizio con assunzione di garanzia o a fermo) non esercita – in via diretta – un potere di disposizione o di gestione sul patrimonio degli

<sup>48</sup> Comunicazione Consob DAL/97006042 del 9 luglio 1997, in Bollettino Consob, 7, 1997, p. 117.

<sup>49</sup> SPADA (nt. 39), p. 173, il quale peraltro rileva come la prestazione richiesta al collocatore sia sempre meno risolta «nel momento, *una tantum*, di vendita dello strumento finanziario, e sempre più attratta dalla dimensione di incarico dell'investitore bisognoso di aiuto, non solo all'atto di investimento, ma nel corso della vita dello stesso».

<sup>50</sup> In tal senso, la maggioranza degli interpreti: v., *ex multis*, PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di Perrone, Milano, 2008, p. 33, nt. 4; ACCETTELLA (nt. 39), p. 116, ove ulteriori riferimenti; *Contra* ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 502 ss.; MAGGIOLO (nt. 2), p. 253, secondo cui solo l'emittente «può essere considerato il "cliente" cui si riferisce espressamente l'art. 23, comma 3° Tuf».

investitori; potere che, al dire il vero, non è necessario per il compimento dell'attività in questione. Cionondimeno, resta il fatto che, con l'attività di collocamento, l'intermediario, al fine di contribuire a una più efficiente allocazione delle risorse sul mercato, assume nei confronti del pubblico degli investitori un affidamento qualificato dallo svolgimento professionale di un'attività riservata, nel compimento della quale il collocatore deve comunque servire al meglio l'interesse dei clienti-investitori. Ciò integra, in ultima analisi, l'elemento centrale della fattispecie fiduciaria, poiché si realizza l'affidamento della disposizione di proprie risorse all'attività di un soggetto, che si trova nella miglior condizione per assicurare l'efficiente allocazione delle stesse e verso cui si nutre una certa fiducia.

Dopo aver passato in rassegna i singoli servizi d'investimento, va adesso presa in esame la disciplina dettata in materia di deposito e *sub*-deposito dei beni dei clienti, dalla quale – così si crede – si può trarre conferma dell'inquadramento dei servizi di investimento in ottica fiduciaria<sup>51</sup>.

Nel dettaglio, accade che, ai sensi del regolamento di Banca d'Italia del 29 ottobre 2007 (Capitale minimo e operatività all'estero delle SIM; Modalità di deposito e sub-deposito delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela), gli intermediari che nella prestazione dei servizi d'investimento ricevono *disponibilità liquide* dei clienti provvedono al loro deposito presso una banca (o una banca centrale) in «conti intestati agli intermediari depositanti con l'indicazione che si tratta di beni di terzi»<sup>52</sup>. Ciò, si tenga conto, non vale tuttavia nel caso in cui il servizio sia prestato da un banca, giacché sarebbe superfluo il deposito presso un altro istituto di credito; in tal caso peraltro troverà applicazione l'art. 1834 c.c., e dunque il deposito sarà irregolare, essendo la banca tenuta alla restituzione del *tantundem*.

Là dove poi ricevano *strumenti finanziari* dei clienti, gli intermediari provvedono a sub-depositarli presso terzi (organismi di deposito centralizzato o altri depositari abilitati) in conti

---

<sup>51</sup> STANZIALE, *Modalità di deposito e sub-deposito delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 425, ove si sottolinea come questa disciplina non faccia che dare applicazione al principio di separazione patrimoniale di cui all'art. 22 Tuf.

<sup>52</sup> Tali conti sono tenuti separati da quelli degli intermediari medesimi. Inoltre, il detto regolamento precisa oggi che le disponibilità liquide possono essere anche investite, previo consenso del cliente interessato, in quote di fondi del mercato monetario. Si aggiunge poi che il contratto col cliente dovrà altresì prevedere se le disponibilità liquide depositate siano o meno fruttifere di interessi e, in caso positivo, se (e in che misura) gli stessi siano retrocessi ai clienti. Va pure ricordato che l'obbligo degli intermediari, diversi dalle banche, di provvedere al deposito delle somme di denaro trova eccezione là dove l'esecuzione dell'incarico ricevuto preveda la consegna materiale delle somme del cliente e tale consegna sia imminente in relazione alla natura dell'incarico.

intestati all'intermediario stesso e con l'indicazione che si tratta di beni di terzi<sup>53</sup>. A tal riguardo, va però precisato che gli intermediari non sono in realtà obbligati a depositare presso terzi gli strumenti finanziari, ma questa modalità organizzativa resta affidata alla loro discrezionalità<sup>54</sup>. Il deposito presso la società di gestione accentrata, o altri depositari abilitati, avviene in conti c.d. *omnibus*, dove l'intermediario provvede cioè a depositare alla rinfusa gli strumenti finanziari di una pluralità di clienti<sup>55</sup>.

Quanto finora detto vale per gli strumenti finanziari che non sono soggetti al regime di dematerializzazione: qualora infatti si tratti di strumenti negoziati o destinati alla negoziazione in mercati regolamentati, trova applicazione il regime di gestione accentrata e anzitutto il divieto, di cui all'art. 83-*bis* Tuf, di rappresentare in forma cartolare gli strumenti finanziari. Così, in tal caso, la circolazione si basa sul sistema di registrazione su conti accesi presso la società di gestione accentrata e – si badi bene – intestati ai singoli intermediari. Questi ultimi provvedono, a loro volta, a registrare, in appositi conti distinti e separati, gli strumenti finanziari di ciascun cliente e i relativi movimenti disposti tramite gli intermediari medesimi.

Il regolamento della Banca d'Italia in esame disciplina poi il caso in cui gli intermediari non possano detenere, neanche in via temporanea, i beni dei clienti. Si tratta di una condizione inerente a quegli intermediari (diversi dalle banche) che hanno chiesto l'autorizzazione per la prestazione dei servizi d'investimento optando per la non detenzione delle somme e degli

<sup>53</sup> Il regolamento prevede poi che l'intermediario selezioni i soggetti presso i quali provvedere al deposito o al *sub*-deposito sulla base delle competenze e della loro reputazione nel mercato. Il che potrebbe aprire la strada a eventuali profili di responsabilità per *culpa in eligendo*.

<sup>54</sup> STANZIALE (nt. 51), p. 430, il quale (riportando una considerazione di NAPOLETANO, *sub art. 19*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 156) evidenzia che una diversa previsione avrebbe ingenerato un vantaggio competitivo in favore delle banche. Resta inteso che gli intermediari (diversi dalle banche) che optino per la detenzione degli strumenti finanziari saranno soggetti ai requisiti patrimoniali previsti dal regolamento in parola: v. nota seguente n. 43.

<sup>55</sup> Precisano che il deposito di cose fungibili non comporta in sé l'acquisto della proprietà da parte del depositario che rimane solo detentore là dove non gli sia stata attribuita la facoltà di servirsi della cosa depositata PORTALE, DOLMETTA, *Deposito regolare di cose fungibili e fallimento del depositario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 847, ove si afferma che «l'art. 1782, co. 1, c.c. dispone infatti che, «se il deposito ha per oggetto cose fungibili», il depositario ne «acquista la proprietà ed è tenuto a restituirla altrettanto» dello stesso genere *solo* allorché gli venga attribuita la «facoltà di servirsene (per tutti, v. OPPO, *Una svolta dei titoli di massa*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, I, p. 21; MASTROPAOLO, *Il deposito*, nel *Tratt. di dir. priv.*, diretto da Rescigno, 12, Torino, 1982, p. 489; DALMARTELLO, PORTALE, *Deposito (diritto vigente)*, in *Enc. del dir.*, XII, Milano, 1964, p. 269). Nel nostro sistema vigente, perciò, il passaggio della proprietà (dal depositante al depositario) «non è una conseguenza della mera fungibilità», ma dipende «dalla causa del contratto di cui si tratta»: dipende dall'atto di autonomia privata che abbia eventualmente attribuito al depositario il potere di disposizione sulle cose depositate (così, puntualmente, BOER, *Contratto di lavorazione di materiale del cliente e comproprietà del coacervo indifferenziato*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II, p. 238). Il carattere fungibile delle cose depistate potrà incidere, casomai, sulle modalità della custodia a cui è tenuto il depositario (e quindi nei termini dell'esatto adempimento dell'obbligazione di custodia), ma non viene neppure a creare una presunzione di irregolarità del deposito».

strumenti finanziari della clientela<sup>56</sup>. Ebbene, per questi casi, il regolamento in parola dispone un regime residuale da applicare là dove l'intermediario non abbia adottato un diverso schema operativo, che comunque assicuri il rispetto del divieto di detenere (anche temporaneamente) i beni dei clienti. In particolare, è previsto che il cliente provveda ad aprire un apposito conto titoli presso una banca, dedicato esclusivamente alla registrazione delle operazioni compiute in esecuzione del servizio affidato all'intermediario, al tempo stesso conferendo a quest'ultimo delega a movimentare il detto conto in conformità con gli ordini ricevuti ovvero con la natura della gestione ad esso affidata.

Quanto constatato in merito alle modalità tecniche con le quali si realizza il deposito o il sub-deposito dei beni dei clienti conferma l'inquadramento fiduciario dei servizi di investimento qui seguito. Da quanto prima illustrato deriva infatti che l'attribuzione di un certo potere di gestione o di disposizione (anche in senso lato) in capo all'intermediario è accompagnata sempre (in tutti i servizi di investimento, con eccezione di quello di consulenza) dall'attribuzione della disponibilità materiale di tali beni oppure dal conferimento di un potere di necessaria partecipazione alla gestione dei conti presso cui gli stessi beni sono depositati o registrati. Si tratta perciò di constatare che, per espressa previsione regolamentare, i soggetti abilitati si trovano nelle condizioni di poter esercitare un *potere di fatto* sul patrimonio dei clienti, assimilabile in buona sostanza a una situazione *latu sensu* possessoria, tale da escludere che il cliente possa disporre dei beni senza la partecipazione attiva dell'intermediario: il che (come sopra rilevato) caratterizza la visione reale della fattispecie fiduciaria.

Tirando le somme del discorso finora svolto, va constatato che per tutti i servizi d'investimento è possibile rintracciare gli elementi della fattispecie fiduciaria, sebbene in alcuni di essi si manifesti con tratti peculiari dovuti alle caratteristiche proprie di questi servizi. Così, per taluni di essi, l'assunzione di poteri sul patrimonio dei clienti si manifesta in senso proprio, restando affidato direttamente all'intermediario il compito di gestire e/o disporre dei beni dei clienti. In altri casi, attese le caratteristiche dei servizi stessi, manca una vera e propria

---

<sup>56</sup> L'alterativa fra le due modalità di prestazione dei servizi (con detenzione e senza detenzione) determina l'ammontare del capitale che i soci sono tenuti a versare: *i*) 120.000 euro, per le Sim che prestano attività di consulenza senza detenere, neanche in via temporanea, disponibilità liquide e strumenti finanziari di pertinenza della clientela; *ii*) 385.000 euro, per le Sim che intendono prestare, anche congiuntamente e senza detenzione di disponibilità liquide o strumenti finanziari dei clienti, i servizi di collocamento di strumenti finanziari senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, gestione di portafogli, ricezione e trasmissione di ordini; *iii*) 1 milione di euro, per le Sim che intendono prestare, anche congiuntamente e con detenzione delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari dei clienti, tutti i servizi di investimento previsti (cfr. Tit. II, Reg. BI, 29 ottobre 2007).

assunzione di poteri di disposizione o di gestione, e ciò poiché l'esercizio di tali poteri non è necessario per lo svolgimento dei servizi medesimi.

Tuttavia, queste peculiarità potranno al più segnare l'applicazione di una diversa disciplina (in termini di rimedi per la violazione delle regole di organizzazione), ma non pare siano invero sufficienti a escludere, in quelle fattispecie, la ricorrenza degli elementi dell'affidamento fiduciario. Riassumendo le considerazioni sopra svolte, la detta conclusione trova infatti giustificazione nel fatto che: *i*) lo svolgimento dei servizi in questione è comunque compresa nell'attività riservata d'intermediazione, il cui svolgimento vede la partecipazione necessaria degli intermediari finanziari; *ii*) nel compimento di tali servizi, l'intermediario svolge una funzione di garanzia circa l'efficiente allocazione delle risorse dei risparmiatori, i quali affidano all'intermediario il loro patrimonio nella presunzione che questi agirà per la tutela del loro interesse; *iii*) il legislatore riconosce il ruolo degli intermediari nell'allocazione del risparmio, imponendo loro di curare al meglio l'interesse dei risparmiatori; *iv*) la disciplina applicabile a tutti i servizi d'investimento attribuisce un certo potere discrezionale all'intermediario, il quale in tutti i servizi (ad eccezione di quello di consulenza) si trova nella condizione di esercitare un *potere di fatto* sul patrimonio dei clienti, di cui gli stessi non potranno disporre senza la partecipazione attiva dell'intermediario.

### **3.- Le regole organizzative come tipizzazione legale degli obblighi fiduciari.**

Abbiamo visto come sia possibile riscontrare la fattispecie fiduciaria in tutti i servizi d'investimento, ritrovandone gli elementi sia in generale sia nelle singole tipologie di attività. Occorre ora chiarire quale sia il ruolo giocato dalle regole di organizzazione imposte dal legislatore (oppure autoderminate dall'intermediario) in un siffatto inquadramento.

Avviamo la riflessione sul tema ricordando che, come sopra illustrato nel dettaglio, la relazione fiduciaria comporta l'affidamento al fiduciario di determinati poteri sui beni del fiduciante; poteri che potranno essere di diversa natura ma che (in ogni caso ed evidentemente) espongono il fiduciante al rischio di non essere esercitati per il perseguimento di quelle finalità che hanno indotto il ricorso allo schema fiduciario.

In particolare, la condotte che il fiduciario potrà assumere, in violazione della fiducia in esso riposta, può essere ascritta, in sostanza, a due tipi di comportamento: *i*) un programma volto ad arrecare intenzionalmente a sé o a un terzo un beneficio a danno del fiduciante,

utilizzando il bene affidato nel proprio interesse ovvero impossessandosi delle utilità ad esso relative; *ii*) una condotta negligente del fiduciario, che impedisce di massimizzare l'utilità attesa da parte del fiduciante.

Per prevenire (e quindi reagire a) tali comportamenti, nei sistemi di *common law*, le Corti hanno nel tempo elaborato dei complessi sistemi di doveri di comportamento, tutti riconducibili però a due obblighi fondamentali: il *duty of loyalty* e il *duty of care*, i quali impongono appunto a qualsivoglia fiduciario di perseguire il solo interesse del fiduciante (utilizzando perciò il bene a questo fine); e di usare sempre la cosa conservandone almeno il suo valore<sup>57</sup>. Sennonché, quando l'affidamento fiduciario di risorse opera in settori di particolare rilevanza, in cui è forte l'interesse pubblico allo sfruttamento efficiente delle risorse, il legislatore (oppure organi autoregolamentari) è intervenuto con apposite norme, cristallizzando quei doveri fiduciari (individuati dalle Corti e manifestazioni dei più ampi *duties of care* e *loyalty*) in obblighi legali specificamente individuati<sup>58</sup>. E così, la previsione di regole stringenti e predeterminate se, da un lato, si giustifica nell'ottica di assicurare maggiore certezza al sistema, dall'altro non impedisce di certo all'interprete di ricondurre gli obblighi legali previsti ai più generali doveri tipici della fattispecie fiduciaria.

---

<sup>57</sup> La letteratura sui *duties of care* e *loyalty* è sterminata. Oltre agli autori richiamati nella nota successiva (che articolano i doveri fiduciari con riguardo agli amministratori di società di capitali) piace ricordare: R.H. SITKOFF, *The Economic Structure Of Fiduciary Law*, in 91 B.U. L. Rev. 1039, (2011), p. 1043 ss. ove appunto si afferma «The duty of loyalty proscribes misappropriation and regulates conflicts of interest by requiring the fiduciary to act in the “best” or even “sole” interests of the principal. The duty of loyalty presumptively prohibits self-dealing, subjecting the principal's consent to such actions to procedural and substantive safeguards, chief among them full and fair disclosure by the fiduciary [...]. The duty of care prescribes the fiduciary's standard of care by establishing a “reasonableness” or “prudence” standard in which the meaning of reasonableness or prudence is informed by industry norms and practices. This standard of care is objective, measured by reference to a reasonable or prudent person in like circumstances.»; ID., *Trust Law, Corporate Law, And Capital Market Efficiency*, in *Trust Law, Corporate Law, And Capital Market Efficiency*, in 28 J. Corp. L. (2003), p. 572 ss.; T. T.FRANKEL, *Fiduciary relationships in the common law*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario, a cura di E. Ginevra, p. 154.

<sup>58</sup> Un esempio emblematico di questo processo di cristallizzazione è avvenuto, tanto nel sistema inglese, quanto in quello americano, con riferimento agli obblighi fiduciari di comportamento degli amministratori di società di capitali. Per il sistema inglese vedi D.KERSHAW, *Company law in context: text and materials*, Oxford, 2012, p. 405; P.DAVIES, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2012, p. 488; B. HANNIGAN, *Company law*, Oxford, 2012, p. 223; ZANARDO, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nelle società per azioni*, Padova, 2010, p. 214 ss. Per il sistema americano vedi per tutti: J.D. BAUMAN, *Corporations and other business associations: statutes, rules and forms*, St. Paul, Minn., 2011, p. 268; A.R. PALMITER, *Corporations*, New York, 2009, p. 213, ove appunto si afferma: «state courts, not legislatures, have been the primary shepers of corporate fiduciaries duty. Judicial rules balance management flexibility and accountability producing often vague and shifting standards. The America Law Institute has contributed the Principles of Corporate Governance to articulate and provide guidance on corporate fiduciary duties and the standard of judicial review they entail»; GHEZZI, I “*doveri fiduciari*” degli amministratori nei “*Principles of Corporate Governance*”, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 468.

Nel settore dei servizi d'investimento si è verificato un processo analogo pure nel nostro ordinamento, in cui peraltro la codifica delle regole di organizzazione e di comportamento è avvenuta, in certa misura, tenendo in considerazione i risultati dell'esperienza anglosassone<sup>59</sup>. Si è giunti pertanto facilmente a riconoscere che «le obbligazioni fiduciarie menzionate sono specificate e dettagliate dalle successive lettere dell'art. 21, comma 1 e, più in generale, dall'insieme dei puntuali obblighi comportamentali desumibili dal complesso del Testo Unico della Finanza e dai regolamenti attuativi» poiché «gli *standard* comportamentali richiamati (che in quanto generali sono destinati ad applicarsi a tutti i servizi di investimento e accessori) [siano] sono immediata espressione dei due più generali doveri fiduciarî: quello di lealtà e quello di diligenza»<sup>60</sup>.

Ciò tuttavia è affermato soltanto con riferimento alle norme che condizionano la condotta degli intermediari nello svolgimento dei servizi d'investimento, escludendo invece quelle regole che ne indirizzano l'organizzazione interna. A sostegno di questa limitazione si adduce il fatto che le regole che disciplinano le procedure organizzative interne dei soggetti abilitati presterebbero una tutela solo *indiretta* agli interesse degli investitori: sicché non sarebbero in realtà finalizzate a garantire il rispetto della fiducia riposta dal cliente nell'intermediario<sup>61</sup>.

Attesa la possibilità di riscontrare gli elementi della fattispecie fiduciaria in senso "forte" nei servizi d'investimento e visto il ruolo svolto dall'organizzazione interna del soggetto nella prestazione di tali servizi, la detta limitazione non pare tuttavia condivisibile.

Per giungere a questa conclusione è sufficiente ribadire quanto segue. Le regole di organizzazione, imposte dal legislatore o autodefinite dall'intermediario, (pre)determinano, in concreto, le modalità con le quali i soggetti abilitati prestano i servizi d'investimento, definendo il loro comportamento per la totalità dei rapporti con i clienti. Si realizza così una «proceduralizzazione dell'agire», volta ad assicurare tutela agli investitori ed efficienza nell'allocatione delle risorse. Il legislatore dunque non lascia (come in generale avviene) all'imprenditore-intermediario la scelte sulle modalità organizzative interne (scelta che nelle

---

<sup>59</sup> Per tutti cfr. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, p. 254 ss.; REGOLI, *Mercati finanziari in diritto comparato*, in *Dig. disc.priv.sez.comm.*, IX, Torino, 1993, p. 419 ss. ove pure una panoramica delle diverse tipologie di sistema di regolazione dei mercati finanziari.

<sup>60</sup> SARTORI (nt. 1), p. 136.

<sup>61</sup> SARTORI (nt. 1), p. 137, secondo cui «non così chiara si appalesa la natura degli obblighi in tema di organizzazione interna; obblighi questi ultimi che sembrerebbero, per contro, riconducibili alle norme prudenziali».



società commerciali può al più segnare la responsabilità degli amministratori<sup>62</sup>), bensì (date le particolari esigenze di tutela e di efficienza) detta regole apposite che ne indirizzano le decisioni, ponendo obiettivi e (talora) precise procedure da seguire.

Da qui deriva che il rispetto delle regole di organizzazione rappresenta il necessario *presupposto* di una condotta conforme alle regole di comportamento previste: sicché, da un lato, il perseguimento delle esigenze che giustificano l'imposizione di regole di comportamento passa necessariamente dalla definizione di regole organizzative; dall'altro, la violazione delle regole di organizzazione già comporta in sé la violazione – costante e generale – delle medesime regole di comportamento.

Gli obblighi fiduciari, a loro volta, impongono all'intermediario la tenuta di una certa condotta che consenta di rispettare, nell'esercizio dei poteri sui beni affidati dal fiduciante, le finalità per il cui raggiungimento l'affidamento è disposto e, in ultima analisi, per l'efficiente uso delle risorse stesse. Ed è ormai riconosciuto come le speciali regole di comportamento dettate per la prestazione dei servizi di investimento siano tipizzazione legale dei generali obblighi fiduciari.

Da tutto ciò deriva che anche le regole di organizzazione sono applicazione dei doveri fiduciari, giacché il rispetto di questi non può prescindere da una preventiva definizione delle procedure organizzative dell'intermediario conforme alle finalità dell'affidamento fiduciario e agli obblighi generali di *care* e *loyalty*<sup>63</sup>. D'altronde, l'adozione di adeguate misure organizzative è una condizione essenziale per lo svolgimento professionale dell'attività d'intermediazione, e ciò proprio perché in mancanza di una corretta organizzazione viene meno la *(pre)condizione* che giustifica l'affidamento fiduciario delle risorse agli intermediari. È dunque nell'interesse *diretto* dell'investitore-fiduciante che il legislatore detta un insieme di

---

<sup>62</sup> Sulla differente portata della disciplina dell'organizzazione interna negli intermediari finanziari e nelle società commerciali v. sopra Cap. I, § 2.

<sup>63</sup> SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. Soc.*, 1994, p. 800, il quale rileva acutamente che: «Il sistema della fiducia ha subito gli attacchi concentrici delle nuove esigenze di organizzazione dell'impresa, per le quali si tende ad escludere nella gestione dei rapporti le variabili relative al caso singolo con un regolamento standard dotato di una buona dose di stupidità burocratica che tutte le organizzazioni complesse introducono nella predisposizione dei loro modi di funzionamento; sicché la valutazione di diligenza sul comportamento dell'incaricato si sposta impercettibilmente ma inesorabilmente dal comportamento dell'incaricato alla valutazione di adeguatezza dell'organizzazione e della procedura predisposta. Talvolta la stessa legge spinge in tal senso, in funzione di esigenze di organizzazione di mercati particolari; si tratta di quei mercati ove sistematicamente la relazione fiduciaria (nel rapporto personale committente/incaricato) è sostituita dalla diffidenza nel singolo operatore compensata dalla fiducia nel sistema e nelle sue regole tecnico-giuridiche. Tale processo evolutivo porta a stabilire regole sempre più complesse e dettagliate per il cui rispetto si istituisce un controllo pubblico con la funzione di compensare il venire meno della fiducia tra le parti del singolo rapporto, per soppiantarla con una "fiducia" nel buon funzionamento del sistema».

norme volte ad assicurare che l'intermediario-fiduciario adotti un'organizzazione adeguata alla prestazione dei servizi<sup>64</sup>.

Secondo questa qualificazione, vanno perciò lette le regole di organizzazione sopra ripercorse. Ed è così possibile ricondurre al *duty of care* le misure organizzative relative ai giudizi di adeguatezza e appropriatezza, alle regole di *best execution*, di gestione degli ordini e della classificazione della clientela; mentre al *duty of loyalty* le procedure interne pertinenti alla disciplina del conflitto d'interessi e della separazione patrimoniale.

#### **4.- Le regole organizzative e l'integrazione dei contratti di investimento.**

L'aver riconosciuto che, anche nel nostro ordinamento, l'investitura fiduciaria di poteri sul patrimonio dell'investitore-fiduciante fonda, in sé e per sé, precisi obblighi di organizzazione (e di comportamento) in capo all'intermediario-fiduciario rappresenta un importante momento della presente indagine.

E invero, chiarendo come le regole di organizzazione previste dall'ordinamento siano in realtà tipizzazione legale dei doveri fiduciari gravanti, in generale, sugli intermediari finanziari, si chiarifica pure quale sia la fonte (e cioè l'affidamento di risorse in quanto tale) della possibile pretesa degli investitori nei confronti dei soggetti abilitati, là dove questi ultimi violino i precetti legali relativi alle procedure organizzative interne: ossia qualora i soggetti abilitati abbiano ommesso di conformare la loro organizzazione interna a tali precetti oppure qualora, in concreto, vi sia stata una violazione delle procedure interne pur debitamente adottate. Da ciò deriva che anche per la violazione delle regole di organizzazione è possibile prospettare l'applicazione di quei rimedi possessori che sono stati individuati da attenta dottrina quali specifici strumenti di reazione alla violazione dei poteri fiduciari esercitati sui beni.

---

<sup>64</sup> Seppur nell'ambito di una diversa analisi cfr. MOROZZO DELLA ROCCA, *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata di portafogli*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, p. 885, il quale, dopo aver constatato che gli «standards organizzativi» degli intermediari pur tutelando interessi diversi (quali ad esempio la trasparenza generale del mercato, la professionalità e l'onorabilità degli operatori) «sotto molti aspetti attengono all'affidamento dei possibili clienti proprio in ordine a quella professionalità ed a quella onorabilità», rileva che «la conformità di tutta la sua attività ed organizzazione professionale ai criteri stabiliti dalla legge non può essere ritenuta estranea all'interesse dedotto in un contratto di mezzi, avendo il cliente il diritto di esigere che la prestazione promessa gli sia resa, in primo luogo, da un soggetto che si sia posto e continui a porsi nella condizione di poterla rendere al livello organizzativo minimo richiesto dalla legge».

Prima di trattare nello specifico dei rimedi fiduciari, è tuttavia necessario compiere un'ulteriore riflessione che – si crede – consente di ulteriormente chiarire la rilevanza delle regole di organizzazione interna nei servizi d'investimento.

Nel corso della presente analisi si è più volte ribadito come con l'inquadramento fiduciario dei servizi d'investimento non si voglia di certo negare l'esistenza di un contratto fra intermediari e clienti<sup>65</sup>: circostanza quest'ultima di cui la presente indagine non può non tener conto. Si tratta dunque di comprendere – ed è l'oggetto di questo paragrafo – quale sia il rapporto fra le regole di organizzazione e il regolamento contrattuale definito dalle parti.

Va così subito detto che è possibile affermare l'applicazione del meccanismo dell'integrazione del contratto anche con riferimento alle regole di organizzazione dettate dal legislatore primario o secondario. Per dar conto di questa affermazione, è opportuno svolgere prima alcune sintetiche considerazioni in merito al generale funzionamento dell'integrazione coattiva così come previsto dall'art. 1374 c.c.

In particolare, va ricordato che il contenuto del rapporto contrattuale è definito, oltre che dalle disposizioni convenzionali, dalle determinazioni del rapporto aventi titolo nella legge o in altre fonti esterne al contratto, le quali partecipano alla definizione del regolamento negoziale in forza del meccanismo dell'integrazione contrattuale<sup>66</sup>. Il contenuto del contratto non è perciò

---

<sup>65</sup> A tal riguardo, si precisa che le seguenti considerazioni sono svolte con riferimento al contratto quadro stipulato tra intermediari e clienti.

<sup>66</sup> Senza pretesa di completezza, sul tema in generale vedi: GAZZONI, *Equità e autonomia privata*, Milano, 1970; RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969; G.CIAN, *Forma solenne e interpretazione del negozio*, Padova, 1969; DI MAJO, *L'esecuzione del contratto*, Milano, 1967; BIANCA, *Il contratto*, Milano, 2000, p. 499 ss.; ROPPO, *Il contratto*, in *Tr. di dir. priv.*, a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2011, p. 485 ss.; SACCO, *L'integrazione*, in *Obbligazioni e contratti*, in *Tr. di dir. priv.*, diretto da Rescigno, Torino, 2006, p. 563; C.SCOGNAMIGLIO, *L'integrazione*, in *I contratti in generale*, a cura di Gabrielli, Torino, 1999, p. 1149 ss. Ricorrente è la notazione che con la norma in esame si è realizzato un mutamento di prospettiva della teoria del negozio giuridico, fondato sul dogma della volontà dichiarata da un soggetto di diritto, e infatti «alla gerarchia enunciata dall'articolo in esame la più antica dottrina sovrapponeva una diversa gerarchia, che collocava al vertice la volontà delle parti, in posizione sovraordinata rispetto alla legge, anch'essa concepita come suppletiva della volontà contrattuale. Questo retaggio dell'antico «dogma della volontà», cui la giurisprudenza ha talvolta prestato adesione, ha ormai esaurito la propria capacità persuasiva»: cfr. GALGANO, *sub art. 1374*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F.Galgano, Bologna-Roma, 1993, p. 65 ss. Si rileva così che «Con la separazione logica fra l'atto di autonomia in sé considerato e l'atto di autonomia che si desume in funzione degli effetti che produce, si completa il disegno del codificatore che ha inserito il contratto all'interno di un'idea di mercato governata dall'elemento della causa dell'art. 1325 c.c. e non soltanto dell'accordo»: cfr. FRANZONI, *Integrazione del contratto. Suoi effetti reali e obbligatori*, in *Degli effetti del contratto*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P.Schlesinger e continuato da F.D.Busnelli, Milano, 2013, p. 3 ss. Per la diversa impostazione più rispettosa del dogma della volontà e secondo cui la norma in esame avrebbe comunque la funzione di sorreggere l'autonomia privata v., per tutti, SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1959, p. 230.

solo frutto dell'accordo delle parti ma è piuttosto il risultato di una pluralità di fonti (legge, usi ed equità) che concorrono alla sua definizione<sup>67</sup>.

Come noto, a seconda del rapporto con le previsioni negoziali delle parti, si è soliti distinguere due diversi tipi di integrazione: l'integrazione suppletiva o aggiuntiva (ad esempio quella dell'art. 1340 c.c.) e quella cogente o correttiva (quella degli artt. 1339 e 1419 c.c.). Nella prima ipotesi il regolamento negoziale viene integrato per colmare una lacuna dell'accordo: tipico è il caso in cui le parti non abbiano espressamente regolato aspetti essenziali dell'adempimento (ad esempio luogo e tempo della prestazione). Cogente è invece, nell'integrazione, la previsione contrattuale a essere in contrasto con una disposizione imperativa<sup>68</sup>. Resta inteso che la detta distinzione, oltre ad avere valore solo classificatorio, non esclude la possibilità che le due forme d'integrazione operino in concreto simultaneamente: è dunque possibile che le parti omettano di indicare degli elementi che siano comunque imposti da una norma imperativa, rendendo così la conseguente integrazione contrattuale tanto suppletiva quanto cogente<sup>69</sup>. Va poi precisato che il meccanismo in parola può trovare applicazione per la generalità degli accordi conclusi fra privati, ivi compresi i contratti con comunione di scopo<sup>70</sup>.

È bene pure ricordare la recente discussione dottrina circa il rapporto fra l'effetto e il contenuto del contratto, e il meccanismo dell'integrazione. Va così detto che nel recente passato (in pieno ossequio alla teoria della volontà e in applicazione del suo prodotto dogmatico più

---

<sup>67</sup> Oltre che dalla legge, il contratto (per espressa previsione dell'art. 1374 c.c.) è integrato dagli "usi", ossia le consuetudini di cui all'art. 8 prel. relative alla materia del contratto (c.d. usi normativi), i quali, come noto, si differenziano dagli usi contrattuali (che «s'intendono inserite nel contratto, se non risulta che non sono state volute dalle parti» - art. 1340) per i requisiti che l'uso deve presentare affinché possa integrare il contratto voluto dalle parti: i requisiti per gli usi contrattuali sono infatti meno stringenti, essendo sufficiente la pratica diffusa in una cerchia ristretta, là dove per l'uso normativo è necessario la pratica conforme della generalità dei soggetti. Altra fonte integrativa menzionata dalla norma in parola è poi l'equità. Si autorizza in tal modo espressamente l'integrazione giudiziale, autorizzando così il giudice a determinare aspetti del regolamento non contemplati nell'accordo delle parti, né puntualmente definiti da leggi o usi, tenendo conto delle circostanze concrete in presenza delle quali il contratto è stato fatto e deve essere eseguito (per gli ulteriori casi di richiamo dell'equità nella disciplina del contratto cfr., per tutti, ROPPO (nt. 66), p. 490 ss. Oramai riconosciuta dalla dottrina e dalla giurisprudenza è la funzione integrativa della buona fede oggettiva (cfr., per tutti, RODOTÀ (nt. 66), p. 117 ss. e 164 ss.). Benché non menzionata espressamente dall'art. 1374 c.c., minoritaria è rimasta la tesi riduttiva di chi ha sostenuto come la buona fede non integrerebbe il rapporto avendo solo portata correttiva del rigoroso giudizio di formale conformità del comportamento alla legge (cfr., per tutti, NATOLI, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, I, Milano, 1974, p. 27 ss.).

<sup>68</sup> Cfr. ROPPO (nt. 66), p. 485; BIANCA (nt. 66), p. 499; FRANZONI (nt. 66), p. 6.

<sup>69</sup> FRANZONI (nt. 66), p. 7, il quale fa riferimento a ZICCARDI, *L'integrazione del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1969, p. 144 e *Cass.*, 28 marzo 1977, n. 1194, in *Mass. Foro it.*, 1977; GABRIELLI, *Norme imperative ed integrazione del contratto*, in *Contratto e impresa*, 1993, p. 483 ss.

<sup>70</sup> FRANZONI (nt. 66), p. 64.

tipico, la categoria del negozio giuridico)<sup>71</sup> il fenomeno dell'integrazione trovava piena spiegazione nella distinzione fra atto (e suo contenuto), da un lato, e suoi effetti, dall'altro: sicché si distinguevano le norme riguardanti la formazione del contratto (quelle sulla volontà dei contraenti) da quelle relative agli effetti che da questo si producono (quelle appunto come l'art. 1374 c.c.). Ciò portava a segnare una differenza tra le vicende volute dalle parti, che definiscono il *contenuto* del contratto, e quelle prodotte dal contratto *praeter voluntatem*, che rimangono estranee al contenuto stesso e ne definiscono gli effetti<sup>72</sup>. Questa concezione del rapporto fra contenuto del contratto e suoi effetti è stata tuttavia nel tempo sconfessata. È accaduto cioè che il "contenuto del contratto" non è stato più identificato solo con l'accordo delle parti, quanto piuttosto con il regolamento che ne deriva, a prescindere dal fatto che lo stesso sia stato espressamente voluto dalle parti. Con ciò la distinzione fra contenuto ed effetti del contratto prende gran parte della sua portata<sup>73</sup>.

Tutto ciò chiarito in generale e per quanto più rileva ai fini della nostra analisi, occorre adesso guardare all'integrazione operata da norme di legge (tralasciando quella dovuta ad altre fonti) e spiegare quali siano i presupposti della sua applicazione affinché si possa appunto verificare se le regole di organizzazione rilevanti nella prestazione dei servizi integrino o meno i relativi contratti. A tal riguardo, va preliminarmente precisato che il riferimento alle norme di

---

<sup>71</sup> Noto è il dibattito circa la pregnanza della categoria del negozio giuridico: accanto a chi ha sostenuto l'eccessiva astrattezza della stessa e l'esaurimento storico della sua funzione ideologica (per tutti, senza pretesa di completezza, cfr. GALGANO, *Negozio giuridico*, in *Enc. dir.*, XXVII, Milano, 1977, p. 932 ss.; ID., *Il crepuscolo del negozio giuridico*, in *Contratto e impresa*, 1987, p. 733 ss.; IRTI, *Il negozio giuridico come categoria storiografica*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico*, 1990, p. 557 ss.), va ricordata pure l'opinione di chi difende la valenza della categoria sia sul piano logico, sia sul piano dei valori dell'ordinamento: cfr., per tutti, G.B.FERRI, *Il negozio giuridico*, Padova, 2004, *passim*; CASTRONOVO, *Il negozio giuridico dal patrimonio alla persona*, in *Europa e dir. priv.*, 2009, p. 87 ss., p. 94, ove l'autore – in contrapposizione a quanto sostenuto da Galgano – dopo aver definito poco seri «argomenti del tipo che nella realtà dei traffici non esiste il contratto né tampoco il negozio giuridico», prosegue affermando che considerare «dogmaticamente illecita la categoria [del negozio giuridico] sarebbe come dire che non è corretto parlare di felini perché *in rerum natura* esistono soltanto leoni, tigri e leopardi o anche solo gattopardi»; SPADA, *Chi ha paura del negozio giuridico?*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 517 ss.

<sup>72</sup> Distinguendo in tal modo il contenuto del contratto dai suoi effetti si poteva così far salva la teoria del negozio, atteso che gli effetti legali riguarderebbero soltanto l'atto voluto al quale comunque si collegano gli effetti negoziali: cfr. FRANZONI (nt. 66), p. 9. In generale sulla distinzione: CATAUDELLA, *I contratti. Parte generale*, Torino, 1990, p. 82; GIULIANI, *L'integrazione del contratto*, in *I contratti in generale*, diretto da Alpa e Bessone, IV, Torino, 1991, p. 130 ss.; PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, Napoli, 1997, p. 428 ss.

<sup>73</sup> La più compiuta critica alla detta concezione si deve a G.DI MAJO, *L'esecuzione del contratto*, Milano, 1967, p. 206 ss. Si sottolinea così che anche la distinzione fra interpretazione e integrazione riduce la sua portata. Sulla questione vedi pure: SACCO (nt. 66), p. 564 ss.; FRANZONI (nt. 66), p. 9 ss., ove ulteriori riferimenti; e in giurisprudenza: *Cass.*, 11 giugno 1965, n. 1189, in *Rass.avv. Stato*, 1965, I, p. 1168 ss., con nota di BATTISTONI FERRARA, *Integrazione e interpretazione dei contratti*.

legge di cui all'art. 1374 c.c. è da intendere in senso lato, e non in relazione alla mera legge in senso formale, poiché il regolamento contrattuale può risultare anche da fonti secondarie<sup>74</sup>.

Orbene, tenuto conto anche di ciò, l'applicazione del meccanismo di integrazione alle regole di organizzazione pare essere confermata<sup>75</sup>. Si giunge agevolmente a tale conclusione non appena si consideri anzitutto che (come sopra illustrato) le procedure organizzative interne adottate dagli intermediari (pre)definiscono la condotta dei soggetti abilitati nella prestazione dei servizi d'investimento: influenzando così i termini dell'adempimento degli obblighi assunti nei confronti dei clienti. In secondo luogo, rileva osservare come le dette disposizioni legislative primarie o secondarie siano norme inderogabili, che non solamente prevalgono sulle eventuali disposizioni contrarie stabilite nei contratti d'investimento, ma che pure integrano gli accordi, là dove non siano espressamente disciplinate le misure organizzative interne degli intermediari<sup>76</sup>. In effetti, prescindendo dalle problematiche che la qualificazione di tali regole come norme imperative pone sul piano dei rimedi, va detto che le regole di organizzazione non sono di certo derogabili dalle parti: il che trova giustificazione, oltre che nella tutela di un interesse generale del mercato all'efficiente organizzazione degli intermediari, anche nell'esigenza di garantire gli interessi dei clienti di fronte alla posizione di potere sul loro patrimonio in cui si trovano i soggetti abilitati<sup>77</sup>.

La prospettata integrazione dei contratti d'intermediazione mobiliare con le regole di organizzazione rilevanti nella prestazione dei servizi non pare del resto essere in contraddizione con l'inquadramento fiduciario del fenomeno finora seguito. Si tratta cioè di riconoscere come,

<sup>74</sup> Per tutti, ROPPO (nt. 66), p. 487.

<sup>75</sup> Si esprimono in favore dell'integrazione dei contratti quadro con le norme imperative relative agli obblighi di comportamento (e in particolare agli obblighi informativi), tra gli altri: BARCELLONA (nt. 44), p. 47 ss. spec. 49; SCIUTO, *Il danno dell'investitore (dove sta andando la giurisprudenza sul "risparmio tradito")*, in *Riv. dir. dell'impresa*, 2009, p. 50, secondo cui appunto «benché sia vero – come si osserva in senso opposto (FERRO-LUZZI) – che tale contratto non obbliga a dare esecuzione ai singoli ordini (chè v'è sempre la possibilità di un rifiuto), deve nondimeno ritenersi che il suo contenuto – integrato *ex lege* con gli obblighi che la legge stessa impone nel prestare l'attività convenuta – vada ricostruito nel senso che l'intermediario, se deciderà di dare esecuzione agli ordini ricevuti, allora dovrà farlo nel rispetto delle condizioni riconducibili al contratto stesso: e quindi anche nel rispetto degli obblighi – di fonte sì legale, ma ormai integrati nel contratto – che regolano la prestazione di quel servizio»; sebbene solo in *obiter dictum*, v.: *Cass. sez. un.* 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 686 ss.

<sup>76</sup> Per la natura imperativa delle norme di comportamento relative alla prestazione dei servizi d'investimento, attesa la loro funzionalità al buon funzionamento del mercato, si esprimono, *ex multis*: PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 1012 ss.; BARCELLONA (nt. 44), p. 47; ALPA, *sub art. 21*, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di Alpa, Capriglione, Padova, 1998, p. 219 ss.; LOBUONO (nt. 1), p. 138 ss.; MIOLA, *sub art. 21*, in *Testo Unico della finanza*. Commentario, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 161; SALANITRO, *Società per azioni e mercato finanziario*, Milano, 2000, p. 182.

<sup>77</sup> In generale rileva come «le norme integrative del contratto possono assumere il carattere dell'inderogabilità quando esse tutelano un interesse generale prevalente su quello delle parti, o anche l'interesse di una delle parti contro la preminente forza contrattuale dell'altra» BIANCA (nt. 66), p. 513.

accanto al fatto in sé dell'affidamento, l'ordinamento dà rilevanza al conferimento di poteri fiduciari, prevedendo che questo conferimento venga disciplinato anche da un regolamento contrattuale. E così, guardando al fenomeno dal punto di vista della relazione contrattuale, le regole organizzative altro non sono che disposizioni che integrano il regolamento negoziale in forza dell'art. 1374 c.c.; ma resta il fatto che i doveri fiduciari, di cui le regole di organizzazione sono una tipizzazione legale, trovano la loro fonte già solo nell'investitura dell'intermediario di poteri sul patrimonio dei clienti.

## SEZIONE II I RIMEDI SPECIFICI IN CASO DI VIOLAZIONE DELLE REGOLE DI ORGANIZZAZIONE

### 5.- I rimedi reali nel diritto italiano: artt. 1148 c.c. e 2038 c.c.

Giunti a questo punto dell'analisi, per compiere un ulteriore passo nel percorso intrapreso, si rende necessario approfondire i rimedi che gli investitori possono esperire, là dove i soggetti abilitati abbiano violato le regole di organizzazione rilevanti nella prestazione dei servizi d'investimento<sup>78</sup>.

Per introdurre il tema, ripercorriamo in breve gli ultimi passaggi dell'analisi svolta. È stato possibile constatare come nei singoli servizi d'investimento si realizzi l'affidamento di un potere effettivo di gestione o di disposizione (a volte indiretto ma comunque esistente) del patrimonio degli investitori; il che ha confermato il loro inquadramento nella fattispecie fiduciaria. Si è poi chiarito come ciò renda possibile considerare le regole di organizzazione previste in relazione alla prestazione dei servizi quali "cristallizzazione" legale dei generali

---

<sup>78</sup> Come più volte rilevato, il presente studio è volto ad analizzare i rimedi privati in presenza di violazione delle regole di organizzazione interne. Non si ignora tuttavia come il rispetto dei requisiti organizzativi sia assistito anche da sanzioni di tipo amministrativo, che evidentemente partecipano al compito di assicurare la tutela degli investitori e l'integrità dei mercati. Sul rapporto tra tutela pubblica e tutela privata nei mercati finanziari v. *supra* nota 84, Cap. I. A tal proposito, si segnala che in effetti i provvedimenti sanzionatori emessi dalla Consob per violazione degli obblighi di comportamento o di organizzazione sono stati nel tempo abbastanza contenuti. Più in particolare, le sanzioni adottate ai sensi dell'art. 190 Tuf avverso Sim sono state: *i*) delibera n. 1879, nel 2014 (per violazione dell'art. 31, comma 1°, Tuf dovuta al fatto che l'intermediario si era avvalso di promotori non abilitati); *ii*) delibera n. 18744, nel 2013 (per violazione dell'art. 21, comma 1-*bis* Tuf dovuta: a) alla violazione degli obblighi di corretta mappatura delle situazioni di conflitto di interessi; b) alla mancata adozione di adeguati misure organizzative interne per la gestione delle situazioni di conflitto individuate; per violazione degli artt. 39 e 40 Reg. Int.); *iii*) nessun provvedimento nel 2012; *iv*) tre provvedimenti per violazione dell'art. 21 Tuf, nel 2011; *v*) cinque provvedimenti per violazione dell'art. 21 Tuf, nel 2010.

doveri fiduciari gravanti sull'intermediario-fiduciario, sicché dalla violazione delle prime si ricava il "tradimento" pure dei secondi, e dunque il venir meno delle condizioni che legittimano l'esercizio dei poteri fiduciari da parte dell'intermediario. Si è pure chiarito come la trasposizione nel nostro ordinamento della fattispecie fiduciaria possa essere compiuta facendo riferimento ai principi e alle regole possessorie; principi che operano là dove vi sia l'assunzione di fatto di poteri sulle cose e che disciplinano i rapporti interpretati a prescindere dal vincolo contrattuale.

Tutto ciò considerato, la ricerca degli specifici rimedi che gli investitori possono vantare avverso gli intermediari, là dove questi violino le regole di organizzazione relative alla prestazione dei servizi d'investimento, può dunque essere condotta con riferimento a quelli posti a tutela delle situazioni di fatto (possesso o detenzione) e operanti a prescindere dall'esistenza di un vincolo negoziale. Si tratta di un compito senz'altro complesso i cui risultati condividono le imprecisioni proprie dei percorsi interpretativi che, in assenza di un'espressa previsione legislativa, si basano sull'analogia con precetti espressi da altre norme. Si tratta tuttavia di un percorso promettente che – si crede – possa altresì fornire dei meccanismi di reazione alla violazione delle regole di organizzazione coerenti con l'esigenza, da un lato, di assicurare l'efficiente sfruttamento delle risorse e, dall'altro, di approntare uno strumento privatistico efficace di tutela degli investitori<sup>79</sup>.

Nel compiere l'indagine così delineata pare senz'altro opportuno far riferimento a quanto proposto da acuta dottrina secondo cui due sono le norme che consentono, passando per una loro analogica applicazione, di ricostruire la disciplina della fattispecie fiduciaria in termini reali, affermando segnatamente l'esistenza di obblighi sostanzialmente equivalenti a quelli fiduciari di *loyalty* e *care*. Il riferimento va così in primo luogo all'art. 2038, comma 2 c.c., da cui è possibile ricavare l'imputazione, a carico del fiduciario, di obblighi restitutori del profitto guadagnato dal fiduciario attraverso un comportamento infedele, che abbia violato la destinazione alienando il patrimonio affidato; in secondo luogo, occorre aver riguardo all'art. 1148 c.c., da cui si trae l'obbligo del fiduciario di conservare e di utilizzare al meglio i beni

---

<sup>79</sup> Non sembra del resto che i rischi di una *overcompensation*, che talora è stata invocata avverso i rimedi di tipo restitutorio applicati nella stagione del c.d. risparmio tradito, possa valere nel caso di violazione delle regole di organizzazione. Occorre evidenziare, infatti, che in tali casi l'errata organizzazione degli intermediari nella prestazione dei servizi connota la loro attività e si ripercuote nella pluralità dei rapporti instaurati dagli intermediari con i clienti. Ciò pare giustificare anche la componente in senso lato sanzionatoria tipica del rimedio possessorio: cfr. SACCO, CATERINA, *Il possesso*, in *Tr. dir. civ. e comm.*, già diretto da Cicu-Messineo e continuato da Piero Schlesinger, Milano, 2014, p. 494, secondo cui «il rimedio possessorio assolve in realtà una duplice funzione sanzionatoria e recuperatoria».



affidati, e in ogni caso di trasmettere al fiduciante ogni utilità tratta (o che si sarebbe dovuta ricavare) dai beni medesimi<sup>80</sup>.

Prendiamo le mosse dall'art. 1148 c.c., a mente del quale il possessore di buona fede fa suoi i frutti naturali e i frutti civili maturati fino al giorno della domanda giudiziale, aggiungendo poi l'obbligo dello stesso possessore di rispondere «verso il rivendicante dei frutti percepiti dopo la domanda giudiziale e di quelli che avrebbe potuto percepire dopo tale data, usando la diligenza di un buon padre di famiglia». Va quindi evidenziato che la detta norma nella sua seconda parte dispone che colui il quale si trovi nella situazione di esercitare – in buona fede – un potere di fatto sul patrimonio altrui, qualora sia stata proposta l'azione giudiziaria per ottenere la restituzione del bene, è gravato dall'obbligo di restituire non solamente i frutti percepiti, ma anche gli ulteriori profitti che, dopo l'iniziativa giudiziaria intrapresa, avrebbe potuto ricavare dalla cosa usando l'ordinaria diligenza.

La disposizione in esame nulla prevede invece per il diverso caso in cui chi esercita il potere sul patrimonio altrui sia a conoscenza dell'altruità dei beni, versando quindi in uno stato di mala fede. Ebbene, diverse sono state le prese di posizione della dottrina sul punto. Secondo un primo orientamento il possessore in mala fede deve restituire i frutti indebitamente percepiti, e solo dopo la domanda giudiziale anche quelli percipiendi<sup>81</sup>. Secondo un altro orientamento, invece, il possessore di mala fede risponde dei frutti che avrebbe percepito usando l'ordinaria diligenza anche prima e a prescindere dalla domanda giudiziale di restituzione<sup>82</sup>.

Per poter aderire all'una o all'altra ricostruzione così come per poter trarre dalla disposizione un principio di carattere generale, applicabile a fattispecie diverse da quella indicata, occorre chiarire il fondamento ultimo della norma che obbliga il possessore a restituire i frutti *perceptiendi* con l'uso dell'ordinaria diligenza.

Così, va detto che secondo alcuni la *ratio* ultima di tale disposizione sarebbe legata solo agli effetti retroattivi della sentenza che appunto retroagiscono al giorno della domanda. Si

---

<sup>80</sup> Il riferimento corre a GINEVRA, *La fiducia: il fenomeno e le tipologie. Fiducia "romanistica", "germanistica", "anglosassone"*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario, a cura di Ginevra, Milano, 2012, p. 125 ss., il quale precisa peraltro che date le caratteristiche dell'affidamento fiduciario che si riscontra nella fattispecie di intermediazione mobiliare il rimedio principale riconosciuto all'investitore è quello offerto dall'art. 1148 c.c. E invero l'applicazione dell'art. 2038 c.c. va, secondo l'autore, limitata a quelle ipotesi di affidamento fiduciario in cui il raggiungimento delle finalità per le quali è disposto impone al fiduciario di non trasferire a terzi la cosa affidata; cosicché qualora tale impegno fosse disatteso il fiduciario troverà tutela per mezzo della norma in esame.

<sup>81</sup> MASI, *I rapporti fra il possessore e il titolare del diritto*, in *Proprietà*, II, in *Tr. dir. priv.*, diretto da Rescigno, Torino, 2002, p. 605.

<sup>82</sup> TENELLA SILLANI, *Possesso e detenzione*, in *Dig. sez. civ.*, XIV, Torino, 1996, p. 40; TROISI E CICERO, *I possessi*, in *Tr. dir. civ. del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da Perlingieri, Napoli, 2005, p. 117.

tratterebbe quindi semplicemente di una previsione di raccordo con la disciplina processuale (comunque già rilevante), che non farebbe altro che confermarne l'applicazione al caso preso in considerazione<sup>83</sup>. Sulla base dell'origine storica della norma e atteso che l'opposto orientamento rende la disposizione in esame una mera ripetizione di principi già vigenti, è tuttavia opinione da preferire quella secondo cui il previsto obbligo di restituire i frutti percepiti in realtà «deriva in ogni caso dalla necessità che fa carico al possessore di usare la normale diligenza nello sfruttamento della cosa»<sup>84</sup>. Si vuole così garantire il rivendicante di fronte alla possibile e colposa inerzia del possessore *consapevole* del dovere di restituzione della cosa, imponendo a quest'ultimo uno specifico obbligo di diligenza.

Aderendo a tale orientamento, pare dunque possibile riconoscere come il fondamento ultimo della regola, che impone a chi esercita un potere di fatto su beni altrui di restituire non solo la cosa e i frutti percepiti (se in mala fede), ma pure e in ogni caso quelli che avrebbe dovuto percepire usando l'ordinaria diligenza (almeno dal momento in cui ha avuto conoscenza della pretesa restitutoria, e dunque dall'inizio del possesso in caso di mala fede), vada rintracciato nell'esigenza di assicurare il miglior sfruttamento possibile delle risorse; esigenza quest'ultima a cui l'ordinamento non è indifferente, giacché impone a chi si trova nella situazione di esercitare dei poteri sull'altrui patrimonio (ed essendo consapevole dell'altruità dei beni) di usare la normale diligenza nell'uso dello stesso, al fine di massimizzarne lo sfruttamento o quanto meno di garantirne uno razionale<sup>85</sup>.

<sup>83</sup> MASI (nt. 81), p. 604.

<sup>84</sup> PESCATORE, ALBANO, GRECO, *Della proprietà*, Torino, 1968, p. 408, ove pure riferimenti all'origine giustiniana della previsione; DE MARTINO, *sub art. 1148*, in *Del possesso*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, p. 40; NATOLI, *Il possesso*, Milano, 1992, p. 187, ove si afferma «essa è l'indice di un dovere imposto a costui [il possessore] al fine di evitare che egli, consapevole della necessità di una restituzione, più o meno prossima, della cosa, sia indotto a trascurare l'amministrazione e a limitarsi a trarre tutto il vantaggio possibile con il minimo di fatica e di sacrificio personale. Si vuole, in definitiva, che il rivendicante (nel senso lato già indicato) sia reintegrato in quanto si pensa che, ragionevolmente e con un uso normale, avrebbe potuto trarre dalla cosa se avesse avuto la possibilità di utilizzarla»; e altri riferimenti anche alle fonti romane. In tal senso, almeno con riferimento al solo caso del possesso in mala fede, sembrano pure orientati SACCO, CATERINA (nt. 79), p. 426, i quali, sebbene con riferimento alla diversa questione dell'applicazione della norma al caso della detenzione, affermano che «le regole relative al possesso di buona fede non si giustificano, ovviamente, come incentivi rivolti al possessore medesimo (che, per definizione, non sa che esse gli si applicheranno, a parte il caso della *mala fides superveniens*). La regola sull'acquisto dei frutti non si giustifica, pertanto, sulla base di istanze produttivistiche».

<sup>85</sup> Discussa fra gli interpreti è la natura della "responsabilità" imposta dalla norma in questione. In particolare, accanto a chi vede nella norma una sostanziale applicazione dell'art. 2043 c.c. (BALESTRA, *Proprietà e diritti reali, III, in Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di Cendon, Torino, 2012, p. 440), c'è chi ritiene sia un'espressione dei principi sulla gestione di affari altrui (SIRENA, *La gestione di affari altrui. InerENZE altruistiche, ingerenze egoistiche e restituzione del profitto*, Torino, 1999, p. 87 ss.). A tal riguardo, ci limitiamo ad osservare come, anche considerate le difficoltà di ciascuno dei riferiti orientamenti ad inquadrare compiutamente i tratti della regola qui in esame, non sarebbe forse così peregrino il tentativo di vedere nella disposizione un caso legislativo di obbligazione *proptem rem*. Sul tema v. BALBI, *Le obbligazioni proptem rem*, Torino, 1950, *passim* e spec. p. 8,

Alla luce della ricostruita *ratio* pare perciò possibile affermare che la proposta della dottrina richiamata di vedere nell'art. 1148 c.c. una delle norme da cui trarre la disciplina della fattispecie fiduciaria nel nostro ordinamento trovi conferma. E così va detto che il fiduciario – come il possessore – si trova nella condizione di fatto di esercitare una signoria sul patrimonio altrui, che si esprime nell'esercizio (o quanto meno nella necessaria partecipazione) dei poteri di gestione e di disposizione, la cui assunzione obbliga il fiduciario – come pure il possessore – ad assicurarne il miglior esercizio possibile al fine di soddisfare l'esigenza di efficiente sfruttamento delle risorse e il rispetto della finalità del loro affidamento.

Da qui deriva che il mancato rispetto delle regole di organizzazione, intese quali specificazioni legali del generico obbligo di diligenza gravante sull'intermediario nella prestazione dei servizi, comporta la violazione dell'obbligo di diligenza imposto all'intermediario-fiduciario dall'art. 1148 c.c., cosicché quest'ultimo è obbligato a restituire al cliente i profitti percepiti a causa di tale condotta e quelli che il cliente avrebbe percepito là dove l'intermediario avesse utilizzato la diligenza dovuta. Più in particolare, la restituzione dei profitti realizzati e di quelli che il cliente avrebbe potuto realizzare opererà là dove l'intermediario abbia violato una delle regole di organizzazione che, predefinendo le condizioni di svolgimento dei servizi, sono volte ad assicurare un comportamento diligente dell'intermediario; ossia le regole relative alla gestione del conflitto d'interessi, ai giudizi di adeguatezza e appropriatezza, alla regole di *best execution*, di gestione degli ordini e della classificazione della clientela. Si realizza in questo modo una tutela dell'investitore diversa da quella risarcitoria e che prescinde in ogni caso dalla prova del nesso causale fra danno e violazione delle regole.

Chiarita la possibilità di applicare l'art. 1148 c.c., occorre adesso verificare se lo stesso si possa dire anche della norma di cui all'art. 2038, comma 2° c.c. Come noto, tale disposizione consente al soggetto che ha consegnato indebitamente una cosa di chiedere all'*accipiens* di mala fede, che abbia alienato il bene, la restituzione della cosa in natura oppure il suo valore, nonché, se l'alienazione è stata fatta a titolo oneroso, il prezzo ricevuto dalla compravendita. Si tratta dunque di una disposizione che consente di ottenere non solo la restituzione della cosa

---

ove quale primo criterio orientativo utilizzando per l'individuazione delle fattispecie è il fatto che «il proprietario della cosa, o il possessore, o più in generale chiunque ha una posizione giuridica nella quale rientri la facoltà di diretto godimento della cosa, totale o parziale, può essere soggetto di obblighi proprio e soltanto in quanto titolare di quella posizione giuridica, e finché tale: questa sarebbe causa o elemento costitutivo della fattispecie causativa di quelli»; più recentemente MANNA, *Le obbligazioni propter rem*, Padova, 2007.

data all'*accipiens*, ma permette altresì al *solvens* di esigere il profitto che il primo ha realizzato alienando a terzi il bene, nonostante fosse a conoscenza dell'obbligo di restituirlo.

Prima di vedere nello specifico se, e con quali conseguenze, l'art. 2038 c.c. può spiegare i suoi effetti anche in relazione alla fattispecie fiduciaria nell'ambito dei servizi d'investimento e atteso che la norma in esame si occupa di un caso particolare di pagamento dell'indebito, giova chiarire alcuni dei presupposti generali della disciplina dell'indebito la cui compatibilità con la fattispecie fiduciaria è requisito preliminare per poter affermare l'applicazione dell'art. 2038 c.c. ai servizi d'investimento. Più nel dettaglio, sembra opportuno precisare due aspetti del pagamento dell'indebito: e cioè se è necessario o meno che ricorra sempre l'errore del *solvens*, e se la disciplina trovi applicazione anche nei casi in cui tra *accipiens* e *solvens* sia invero intercorso un rapporto qualificato che in origine giustificava il pagamento.

Iniziando dal primo tema, va detto che la necessaria consapevolezza del *solvens* dell'assenza di un debito fra le parti è stata invero oggetto di un certo dibattito sia nel vigore del codice del 1865, sia successivamente con quello del 1942<sup>86</sup>.

Così, secondo un primo orientamento l'azione di ripetizione dell'indebito sarebbe subordinata – anche nel caso dell'indebito oggettivo – all'errore del *solvens*, ossia alla sua convinzione di aver eseguito un pagamento dovuto<sup>87</sup>. Questo orientamento va tuttavia disatteso dando senz'altro preferenza all'opinione sicuramente maggioritaria secondo cui l'errore del

---

<sup>86</sup> Il legislatore del 1865 (ispirandosi alla codificazione francese) regolava il meccanismo restitutorio agli artt. 1145-1150 (ove si faceva espressa menzione dell'errore del *solvens* agli artt. 1145 e 1146), e prevedeva al contempo all'art. 1237, comma 1° (a mente del quale: «Ogni pagamento presuppone un debito: ciò che è pagato senza essere dovuto, è ripetibile») il principio generale della causalità del pagamento, e del conseguente diritto di ripetere le prestazioni eseguite in assenza di una valida causa *solvendi*. Ciò considerato, gli interpreti erano divisi in merito alla rilevanza dell'errore nella fattispecie dell'indebito: secondo alcuni (ed erano la maggioranza) accanto ai requisiti di carattere oggettivo (l'esecuzione di un pagamento e l'assenza di un obbligo a tale pagamento), era sempre necessario, e dunque non solamente nel caso di indebito soggettivo *ex latere solventis* (STOLFI, *Diritto civile*, III, Torino, 1932, p. 227, ove si legge «il *solvens* deve provare l'inesistenza del debito e l'eseguito pagamento; l'*accipiens* deve invece provare che tale pagamento aveva una giusta causa, e che ad ogni modo il *solvens* non lo ha eseguito per errore, perché sapeva dell'inesistenza del debito»); ANDREOLI, *La ripetizione dell'indebito*, Padova, 1940, p. 82 ss.; DEJANA, *Sul requisito dell'errore nella ripetizione dell'indebito*, in *Riv. dir. priv.*, 1937, II, p. 25, ove si legge «sarebbe stato molto più logico fare della conoscenza dell'inesistenza del debito un fatto impeditivo [...], anziché dell'errore un fatto costitutivo di essa [...]. [...] La nostra dottrina è quasi concorde sul punto che spetti al *solvens* provare il requisito dell'errore. *De jure condito* la tesi si può considerare esatta, perché conforme all'insegnamento tradizionale, ma *de jure condendo*, com'è stato anche di recente osservato, essa è quanto mai ingiusta per l'attore»; DE RUGGIERO, *Istituzioni di diritto civile*, Messina-Milano, 1932, p. 486. Analogamente in giurisprudenza: *ex multis*, *Cass.*, 12 giugno 1935, in *Riv. dir. priv.*, 1937, II, p. 1.). Secondo un altro orientamento (autorevolmente rappresentato ma minoritario) l'errore del *solvens* non doveva essere inteso come requisito generale dell'indebito, bensì quale requisito del solo indebito soggettivo *ex latere solventis* (in tal senso, per tutti: BIGIAMI, *Rivendicazione del venditore*, Padova, 1935, p. 82; CARNELUTTI, *Prova dell'errore per la ripetizione dell'indebito*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1938, II, p. 85).

<sup>87</sup> Cfr. D'ONOFRIO, *Del pagamento dell'indebito*. Art. 2033 – 2040, in *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1962, p. 264 e ss.

*solvens* rappresenta un elemento costitutivo della fattispecie nel solo caso dell'indebitito soggettivo (ex art. 2036 c.c.); essendo invece irrilevante per l'indebitito oggettivo, ai fini della ripetibilità del pagamento, la convinzione del *solvens* di aver eseguito una prestazione dovuta<sup>88</sup>.

Muove in tal senso anzitutto la lettera della disposizione: il requisito dell'errore è, infatti, menzionato solamente in relazione alla fattispecie dell'indebitito soggettivo (2036 c.c.)<sup>89</sup>. In secondo luogo, il radicale mutamento della stessa concezione dell'istituto in questione nella codificazione del 1942<sup>90</sup>, ove la ripetizione dell'indebitito perde il tratto "subiettivo", connotandosi invece per la tendenza «all'obiettivizzazione del fondamento della *condictio*»: la giustificazione della ripetizione viene così individuata nella mancanza (originaria o sopravvenuta) di un preesistente rapporto fra le parti, con la conseguente perdita di rilevanza dell'errore del *solvens*<sup>91</sup>. Cosicché, la giustificazione della ripetizione di quanto pagato dal *solvens* non va ricercata nella volontà dell'autore dell'attribuzione, ma piuttosto nelle vicende che concernono le "cause" negoziali o legali del trasferimento dei beni<sup>92</sup>.

<sup>88</sup> Così, RESCIGNO, *Ripetizione dell'indebitito*, in *Nov. Dig.*, XV, Torino, 1968, p. 1227; MOSCATI, voce *Indebito (pagamento e ripetizione dell')*, in *Enc. Dir.*, XIII, Milano, 1971, p. 86; ID., *Del pagamento dell'indebitito*. Art. 2033 – 2040, in *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1981, p. 86 e ss.; GALLO, *Arricchimento senza causa e quasi contratti (i rimedi restitutori)*, in *Tr.dir. civ.*, diretto da Sacco, Torino, 1996, p.121; ID, voce *Ripetizione dell'indebitito*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, XVIII, Torino, 1998, p. 4; BRECCIA, *La ripetizione dell'indebitito*, Milano, 1974, p. 30 e ss.; ID., *Il pagamento dell'indebitito*. Obbligazione e contratti, I, in *Tr. dir. priv.*, diretto da Rescigno, Torino, 1999, p. 924, secondo il quale, tuttavia, «non si può escludere che la pretesa del *solvens* possa di fatto considerarsi inesigibile alla stregua di una valutazione di correttezza. Può essere questo il caso in cui il *solvens* agisca con grave negligenza, pur essendo tenuto ad accertarsi in maniera rigorosa della legittimità della pretesa dell'*accipiens*.[...] «In definitiva, la consapevolezza del difetto dell'obbligo, con il concorso di ulteriori circostanze, soltanto a posteriori può assumere il valore di un fatto tale da rendere inesigibile in via eccezionale la pretesa del *solvens*»; MESSINEO, *Manuale di diritto civile e commerciale*, V, Milano, 1972, p. 509; ALBANESE, *Il pagamento dell'indebitito*, Padova, 2004, p. 191 ss. Analogamente la giurisprudenza costante: *Cass.*, 15 novembre 1994, n. 9624, in *Giust. civ. Mass.*, 1994, p. 11; *Cass.*, 14 marzo 2003, n. 3802, in *Giust. civ. Mass.*, 2003, p. 526.

<sup>89</sup> Da cui si ricava che anche l'*intentio legis* fosse quella di non aderire alla interpretazione delineata nel vigore del codice precedente che attribuiva appunto portata generale all'errore: per questa considerazione v. BRECCIA, *Indebito (ripetizione dell')*, in *Enc. giur.*, Roma, 1989, p. 1; ID, *Il pagamento* (nt. 88), p. 922.

<sup>90</sup> In effetti, il codice del 1865 si caratterizzava per una impostazione "soggettivistica" della ripetizione dell'indebitito: il verificarsi o meno dell'effetto traslativo finiva per essere ricollegato alla volontà del *solvens*, tenuto conto anche degli ampi poteri dispositivi che la legge riconosceva al proprietario (art. 436 cod. civ. 1865). In tal modo, era soltanto l'errore del *solvens* a rendere "non dovuto" il pagamento, nel senso che, posta l'irrelevanza di "cause" di giustificazione obiettive, la possibilità di ripetere quanto indebitamente prestato dipendeva unicamente dall'esistenza di un errore del *solvens*, ben potendo la sua volontà, in mancanza di errore, supplire al difetto di una casua *solvendi* (in questi termini: MOSCATI, *Del pagamento*, (nt. 88), p. 110, il quale evidenzia che il ruolo riconosciuto dalla dottrina all'errore del *solvens* era probabilmente «il riflesso della diversa sistemazione della materia delle obbligazioni, considerate prevalentemente sotto l'aspetto dei modi di acquisto e di trasmissione della proprietà o degli altri diritti sulle cose (art. 710 2° comma cod. civ. 1865)»; BRECCIA, *Il pagamento* (nt. 88), p. 914.).

<sup>91</sup> MOSCATI, *Del pagamento*, (nt. 88), p. 86.

<sup>92</sup> Secondo autorevole dottrina (MOSCATI, *Del pagamento*, (nt. 88), p. 86 e 111), la suddetta tendenza alla "obiettivizzazione" della *condictio* risulta, anzitutto, dal fatto che la rubrica del titolo VII, libro IV del cod. civ. fa ora riferimento al «pagamento», anziché alla «ripetizione» dell'indebitito; circostanza da cui deriva una chiara scelta

L'altro chiarimento preliminare che si vuole adesso svolgere è dato dall'elemento della non doverosità del pagamento eseguito, la cui esatta individuazione ha invero suscitato una certa discussione sia in dottrina che in giurisprudenza. In particolare, secondo alcuni autori non vi sarebbe pagamento "indebito" qualora le parti abbiano intrattenuto dei rapporti giuridici che, almeno in origine, giustificavano l'attribuzione patrimoniale effettuata<sup>93</sup>. Questa tesi parte dall'assunto della non uniformità di contenuto dell'obbligazione restitutoria (e dalla conseguente autonomia delle azioni di restituzione) derivanti dall'invalidità o inefficacia del contratto, rispetto alla ripetizione dell'indebito: in sostanza, quando l'obbligo dell'*accipiens* sorga a causa della nullità, dell'annullamento, della rescissione o della risoluzione del contratto, non si potrebbe configurare una fattispecie solutoria ripetibile ai sensi degli artt. 2033-2040 c.c., poiché quest'ultima fattispecie sarebbe circoscritta alle sole ipotesi di pagamento non dovuto tra soggetti che *non siano mai stati in rapporto tra loro*. Muoverebbe in tal senso l'incompatibilità della disciplina dettata specificamente per le azioni di ripetizione derivanti da invalidità o inefficacia, con quanto previsto in materia di pagamento dell'indebito dagli artt. 2037 e 2038 c.c.<sup>94</sup>

Alla tesi ora riportata, si contrappongono coloro i quali – ed è l'opinione maggioritaria e preferibile – ritengono invece che la ripetizione sia ammessa in tutti i casi di difetto originario o anche sopravvenuto dell'obbligo che ha giustificato il pagamento<sup>95</sup>. Secondo i sostenitori di

---

del legislatore nel fondare il diritto alla restituzione sul fatto obiettivo del pagamento. In secondo luogo, l'abbandono dell'impostazione "subiettiva" risulta dal fatto che, nel nostro ordinamento, non sempre è ammessa la ripetizione di quanto pagato in presenza di un errore del *solvens*. Al riguardo, emblematica appare la disciplina dell'art. 1185, comma 2°, che esclude la ripetibilità di quanto pagato dal debitore in pendenza del termine a suo favore, anche nel caso in cui quest'ultimo ignorasse l'esistenza del termine stesso. In tal modo, l'ordinamento mostra di considerare irrilevante l'errore del debitore, nel caso in cui esista tra le parti un rapporto obbligatorio, e limita la rilevanza del pagamento anticipato ai fini di un'eventuale azione di arricchimento nei confronti del creditore che ha ricevuto la prestazione.

<sup>93</sup> STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1961, p. 70 e 71, che esclude il ricorso agli artt. 2033 e ss. anche nel caso dell'esecuzione di un negozio nullo.

<sup>94</sup> In particolare, per quanto riguarda il confronto con la disciplina della nullità, rileva, in primo luogo, l'inopponibilità ai terzi subacquirenti dall'*accipiens* della mancanza della causa *solvendi* (arg. ex art. 2038 c.c.), a differenza di quanto avviene nel caso della nullità, la quale può essere fatta valere nei confronti di qualunque avente causa. In secondo luogo, ancor meno compatibile con i principi della disciplina della nullità, sarebbe l'intangibilità dell'acquisto a titolo gratuito da parte del terzo, in relazione al quale non si potrebbe nemmeno invocare la disciplina degli acquisti a non domino, non essendo la donazione di cosa altrui un «titolo idoneo» ai sensi e per gli effetti dell'art. 1153 c.c. Per quanto concerne poi le ipotesi di difetto sopravvenuto della causa *solvendi*, la disciplina dettata in materia di annullamento (art. 1445 c.c.), di rescissione (art. 1452 c.c.) e di risoluzione per inadempimento (1458, comma 2° c.c.) sarebbe difficilmente compatibile con la regola unitaria prevista dall'art. 2038 c.c.

<sup>95</sup> MOSCATI, *Del pagamento* (nt. 88), p. 135 ss. e spec. 142 e 147, ove ulteriori riferimenti; RESCIGNO (nt. 88), p. 1228; BRECCIA, *Indebito* (nt. 89), p. 4, il quale, in particolare ammette l'applicazione dell'azione di ripetizione anche alle ipotesi di inefficacia sopravvenuta della causa *solvendi* «ma nei limiti della "compatibilità" con la ratio delle singole figure di inefficacia», nel senso che mentre fra le parti la normativa sull'indebito offre una disciplina

tale tesi, la ricordata differenza di disciplina tra l'azione di ripetizione *ex art.* 2033 e le specifiche ipotesi previste in materia contrattuale, non sarebbe di per sé ostativa alla concezione unitaria della *condictio indebiti*, poiché l'applicabilità dell'art. 2033 c.c. a ogni ipotesi di pagamento non dovuto non esclude che vi siano, nelle specifiche ipotesi di ripetizioni, delle differenze di disciplina<sup>96</sup>.

Di fronte alla pluralità delle opinioni espresse in dottrina, si ha invece unità di indirizzo nella giurisprudenza, secondo cui non è necessario che il difetto della casua *solvendi* dipenda a sua volta dal fatto che le parti non furono mai in alcun rapporto fra loro. In buona sostanza, secondo la giurisprudenza la disciplina dell'indebitito ha una colorazione "neutra", non essendo influenzata dalla "causa" dell'obbligazione restitutoria; cosicché, vengono poste sullo stesso piano, da un lato, la nullità del contratto e le ipotesi di caducazione degli effetti del contratto e, dall'altro, le ulteriori ipotesi che privano di giustificazione l'avvenuto trasferimento patrimoniale (ad es. dichiarazione di illegittimità costituzionale della norma fonte dell'obbligo, riforma della sentenza di condanna)<sup>97</sup>.

Da tutto quanto detto, pare possibile ritenere che gli elementi che condizionano in generale l'applicazione della disciplina della ripetizione dell'indebitito non sono esclusi dalle caratteristiche della fattispecie fiduciaria. E così si evidenzia anzitutto come non sia incompatibile con lo schema dell'indebitito oggettivo il fatto che il cliente-fiduciante sia consapevole di non essere tenuto ad attribuire dei poteri sui suoi beni all'intermediario-fiduciario. Allo stesso modo, non è in contrasto con la fattispecie dell'indebitito il fatto che fra le parti si instauri un rapporto intersoggettivo (non contrattuale) che giustifica, in forza della fiducia riposta, l'affidamento iniziale e la relativa attribuzione patrimoniale.

---

compiuta dell'obbligazione restitutoria, nei confronti dei terzi subacquirenti il ricorso alternativo all'art. 2038 c.c. sarà ammissibile solo quando non si risolva in un trattamento deteriore rispetto ad altre norme.

<sup>96</sup> MOSCATI, *Del pagamento* (nt. 88), p. 147. Muove, inoltre, nel senso della tesi qui in esame, l'esplicito rinvio dell'art. 1463 alle regole della ripetizione dell'indebitito. Difatti, sebbene la norma da ultima richiamata sia prevista solo in materia di risoluzione, in mancanza di motivazioni di ordine pratico o politico che ne giustificano la limitata applicazione a tale ambito, è stato evidenziato, come la stessa rappresenta, in realtà, un'applicazione di un principio generale: cfr. BRECCIA, *Il pagamento* (nt. 88), p. 935. In una posizione intermedia si colloca, infine, l'opinione di coloro che ritengono proponibile la ripetizione solo nei casi di invalidità (nullità e annullamento) del contratto, con esclusione pertanto delle impugnative (risoluzione e rescissione) che porterebbero allo scioglimento del rapporto con effetti ristretti soltanto alle parti (cfr. BENATTI, *Il pagamento con cose altrui*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1976, p. 495).

<sup>97</sup> *Cass.*, 20 marzo 1979, n. 1622, in *Giust. civ. Mass.*, 1979, p. 734; *Cass.*, 20 luglio 1988, n. 4708, in *Foro it.*, 1988, I, c. 3271; *Cass.*, 8 ottobre 1992, n. 10980, in *Rep. Giur. It.*, 1992, voce *Indebito*, n. 5; *Cass.*, 26 agosto 1993, n. 9018, in *Rep. Giur. It.*, 1993, voce *Indebito*, n. 9; *Cass.* 13 aprile 1995, n. 4268, in *Giust. civ. Mass.*, 1995, p. 934; *Cass.*, 4 febbraio 2000, n. 1252, in *Giust. civ. Mass.*, 2000, p. 242; *Cass.* 1 agosto 2001, n. 10498, in *Giust. civ. Mass.*, 2001, p. 1519; *Cass.*, 22 giugno 2007, n. 14585, in *Giust. civ. Mass.*, 2007, p. 6; *Cass. sez. un.*, 09 marzo 2009, n. 5624, in *Giust. civ. Mass.*, 2009, p. 409.

Per terminare le valutazioni di ordine generale, si aggiunge poi che l'art. 2038 c.c. concerne tanto i casi di indebito oggettivo, quanto quelli di indebito soggettivo, sicché non è di per sé esclusa l'applicazione della regola in esame ai casi in cui l'indebito sia legato solamente alla non doverosità (anche) sopravvenuta del pagamento. Importa pure accennare al fatto che la possibilità di predicare l'uso dei rimedi per il pagamento dell'indebito (e, in particolare, il rimedio di cui all'art. 2038, comma 2° c.c.) ai casi in cui si voglia tutelare una situazione di fatto pare trovare conferma pure nel fatto che, come chiarito dalla dottrina maggioritaria, l'azione di ripetizione dell'indebito è finalizzato alla sola restituzione materiale della prestazione eseguita, in quanto tende al recupero del possesso e non della proprietà<sup>98</sup>.

Volendo dunque prospettare un'applicazione analogica dell'art. 2038, comma 2° c.c., pare agevole affermare che la *ratio* della disposizione in esame (là dove a colui il quale abbia ricevuto una cosa conoscendone l'obbligo di restituirla vieta di compiere atti di disposizione che abbiano ad oggetto quel bene) possa essere individuata nell'accordare una tutela al *solvens* nei casi in cui l'*accipiens*, nonostante la conoscenza dell'altruità della cosa, decida di disfarsi del bene ricevuto o comunque di servirsene per finalità diverse da quelle che hanno giustificato l'affidamento compiendo atti di disposizione.

In effetti, come acutamente osservato in dottrina, l'intermediario mobiliare si trova nella condizione di aver assunto determinati poteri fiduciari sui beni del cliente in vista, in buona sostanza, del compimento di atti di gestione o di disposizione, che implicano appunto l'alienazione o comunque il trasferimento a terzi delle risorse affidate, sicché il suo comportamento non parrebbe in ogni caso sanzionabile ai sensi dell'art. 2038, comma 2° c.c.<sup>99</sup>.

Tuttavia, alla luce della sopra riferita *ratio* che sembra ragionevole ricondurre alla norma in parola, si crede di poter affermare che il rimedio di cui alla norma in esame operi almeno in quei casi in cui l'intermediario abbia violato i doveri organizzativi relativi all'obbligo di separazione patrimoniale, di cui all'art. 22 Tuf. E invero, in questi casi i soggetti abilitati, determinando una sostanziale confusione del patrimonio dei clienti con quello proprio o con quello degli altri investitori, verrebbero a trovarsi in una situazione del tutto equivalente a quella di colui si disfa del bene del fiduciario al fine di realizzare un proprio e diverso interesse.

<sup>98</sup> Cfr. ALBANESE (nt. 88), p. 229 e ss.; NICOLUSSI, *Lesione del potere di disposizione e arricchimento*, Milano, 1998, p. 96; ANDREOLI (nt. 86), p. 68; GALLO, *Ripetizione* (nt. 88), p. 6; BRECCIA, *Il pagamento* (nt. 88), p. 414; MENGONI, *Gli acquisti a non domino*, Milano, 1975, p. 224; TRIMARCHI, *L'arricchimento senza causa*, Milano, 1962, p. 94.

<sup>99</sup> GINEVRA (nt. 80), p. 134.



Dall'applicazione analogica della norma deriva che l'intermediario (già prima, o comunque a prescindere dall'operatività di sanzioni amministrative o di procedure concorsuali) sarà tenuto in quei casi a restituire non solo i beni ma pure i profitti eventualmente realizzati a seguito della violazione della regola di separazione.

La fruttuosità del percorso interpretativo testé proposto trova conferma nel fatto che i risultati, che si ottengono applicando alla violazione delle regole organizzative i rimedi reali proposti (i.e. gli artt. 1148 e 2028 c.c.), sono sostanzialmente equivalenti a quelli che nei sistemi di *common law* si realizzano con il c.d. *disgorgement of profit*. Il che, oltre ad essere indubbiamente suggestivo, consente di approntare uno strumento efficace di tutela, evitando però di ricorrere ai rimedi di tipo invalidanti e dando così risposta a un'esigenza più volte segnalata dalla dottrina<sup>100</sup>.

A conclusione dell'analisi dei possibili rimedi reali occorre svolgere una precisazione circa il loro ambito di applicazione. L'estensione analogica degli artt. 1148 e 2038 c.c. presuppone infatti che, tramite il compimento dei servizi d'investimento, l'intermediario sia investito di poteri decisionali tali da far ritenere che lo stesso eserciti un potere di gestione o di disposizione sul patrimonio dei clienti. Dall'analisi sopra condotta si è visto che questo presupposto si realizza in tutti i servizi d'investimento, benché nel caso del servizio di collocamento e di negoziazione per conto proprio operi in effetti in modo particolare: in quei servizi infatti l'assunzione di poteri è solo indiretta e si realizza più propriamente nei confronti del pubblico indistinto degli investitori.

Orbene, se questa differenza nei servizi può (come sopra chiarito) non escludere il ricorrere – anche in quei casi – degli elementi della fattispecie fiduciaria, resta il fatto che, in

---

<sup>100</sup> Più volte è stato invero evidenziata l'opportunità dell'introduzione legislativa di strumenti di reazione che consentano di condannare l'intermediario alla restituzione al cliente del guadagno conseguito abusando delle regole di organizzazione previste (i.e. disciplina in materia di conflitto di interesse): FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, p. 336; COSTI, *Banca universale e conflitti di interesse*, in *Conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di Granelli e Stella, Milano, 2007, p.126. Come noto, il *disgorgement of profit* è un rimedio di *common law* che risponde all'esigenza di evitare che il profitto tratto da un'attività illecita rimanga all'autore del fatto, prevedendo così come lo "spoglio" del guadagno da questi realizzato in favore dell'altra parte. Più precisamente, caratteristica tipica di questo rimedio è quella di realizzare una "*legal response*" alle ipotesi di arricchimento derivante da fatto illecito in cui a «rilevare non sia tanto il danno sofferto dal titolare del diritto, quanto il vantaggio economico conseguito da chi, attraverso una condotta *contra legem*, abbia realizzato un risultato di gran lunga più vantaggioso – in termini di profitto – di quanto non sia il detrimento patito dalla vittima dell'illecito». Il che, con evidenza, caratterizza lo strumento per un innegabile connotato sanzionatorio e giustifica la sua applicazione là dove in quelle ipotesi (come nel caso delle *fiduciary relationship*) in cui sia richiesto un livello di *deterrence* più elevato di quello generalmente assicurato dai *compensatory damages*. Per una recente analisi dello strumento con riferimenti storici alla sua origine sia in Inghilterra che nel sistema nord-americano cfr. PARDOLESI, *Contratto e nuove frontiere rimediali. Disgorgement v. punitive damages*, Bari, 2012, p. 54 ss., da cui la sopra riportata citazione.

assenza di una disciplina espressa, l'interpretazione analogica delle suddette norme non pare possa giungere sino al punto di ritenere operanti le norme in questione nei casi in cui in effetti non vi sia assunzione di un potere diretto da parte dell'intermediario sulle disponibilità dei clienti.

## 6.- (Segue) I rimedi contrattuali: la risoluzione del contratto quadro. Cenni.

Come più volte rilevato nel corso del presente studio, l'impostazione fiduciaria della prestazione dei servizi d'investimento non oblitera in sé la pur presente stipulazione degli accordi d'investimento. Ciò rende ora necessario svolgere alcune brevi considerazioni in merito ai possibili rimedi contrattuali che gli investitori possono vantare là dove siano state violate le regole di organizzazione.

Come noto, il tema dei rimedi contrattuali per la violazione degli obblighi di comportamento ha dato luogo negli ultimi anni a un corposo dibattito dottrinale e giurisprudenziale che, sebbene grandemente sopito all'indomani del pronunciamento delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, è in certa misura ancora oggi in corso<sup>101</sup>.

---

<sup>101</sup> Per un esame delle varie posizioni delineate in giurisprudenza prima del pronunciamento delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione v.: COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, p. 537 ss.; TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari tra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, II, p. 632 ss.; ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, p. 896 ss. Più in particolare, molto discusso tra gli interpreti è stata, come noto, la possibilità di sanzionare con la nullità del contratto d'investimento la violazione delle regole di comportamento previste dal legislatore primario e secondario. Così, secondo un primo orientamento (abbastanza diffuso, specie in giurisprudenza, prima della pronuncia delle Sezioni Unite) la violazione delle dette regole comportamentali conduce alla nullità del contratto. Il che sarebbe giustificato dal ricorso allo schema della c.d. nullità virtuale sulla base della possibile qualificazione delle regole di comportamento quali norme imperative poste a tutela non solo di un interesse privato ma anche dell'interesse pubblico alla tutela del risparmio e all'integrità dei mercati (cfr. senza pretesa di completezza, in giurisprudenza: *Trib. Mantova*, 18 marzo 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, p. 690 ss.; *Trib. Torino*, 7 novembre 2005, in *Giur. it.*, 2006, p. 521; *Trib. Venezia*, 22 novembre 2004, in *I contratti*, 2005, p. 5 ss.; *Trib. Palermo*, 7 luglio 2005, in *Società*, 2006, p. 1126 ss.; in dottrina: INZITARI e PICCINI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 146 ss.; in passato: BOCHICCHIO, *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, in *Tr. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, Padova, 1994, p. 240 ss.; DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, p. 177, SARTORI (nt. 1), p. 367 ss., seppur solo con riferimento al conflitto d'interessi). Molteplici sono state le obiezioni di natura dogmatica come di opportunità pratica sollevate avverso questa tesi. È stato così rilevato come lo strumento della nullità assoluta non sia graduabile e rappresenti una facile scorciatoia per gli investitori con effetti in sostanza negativi per l'intero mercato (PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 1012; ID., *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, p. 657, il quale rileva come la nullità rende possibile l'omissione di ogni considerazione in merito al rapporto di causalità nonché sul possibile concorso dell'investitore, sicché verrebbe ad essere trasferito in capo all'intermediario sempre e comunque il rischio di mercato, con il conseguente possibile aumento delle commissioni bancarie e di intermediazione). È stato pure osservato che non

Ebbene, tralasciando qui di ripercorrerne i passaggi e considerando i principi di diritto affermati dalle Sezioni Unite, pare possibile individuare nella risoluzione del contratto quadro per inadempimento un possibile rimedio contrattuale alla violazione delle regole di organizzazione.

Per giungere a tale conclusione è sufficiente rilevare come, una volta che le regole di organizzazione siano considerate quali obblighi integranti *ex lege* il regolamento contrattuale, è evidente che la loro violazione, oltre a segnare la responsabilità per i danni patiti dagli investitori, implica pure la risoluzione del contratto quadro.

Sul tema, per quanto più rileva nella presente indagine, giova segnalare in breve due ordini di considerazioni. Per prima cosa va cioè precisata la possibilità di predicare la risoluzione del contratto quadro. A tal riguardo, occorre segnalato l'opposto orientamento secondo cui quest'ultimo, essendo assimilabile al contratto normativo, non può in ogni caso essere risolto per inadempimento, giacché dallo stesso non deriverebbe alcun obbligo di concludere i successivi ordini di acquisto o di vendita<sup>102</sup>.

---

sempre la contrarietà a norme imperative determina la nullità del contratto, essendo tale eventualità limitata al caso in cui le norme attengano a elementi intrinseci del negozio quali la struttura o il contenuto del contratto (ROPPO e AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 25 ss.; BARCELLONA (nt. 44), p. 47; ANNUNZIATA (nt. 3), p. 162, il quale pure rileva che non sempre le norme imperative sono poste a tutela di interessi generali; già in passato DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, p. 290). Nel dibattito sulla possibilità di far valere la nullità del contratto quadro nel caso di violazione delle regole di comportamento ha avuto un ruolo di gran rilievo il pronunciamento a Sezione Unite della Corte di Cassazione del 2007 (nn. 26724 e 26725) col quale la Corte, come noto, ha affermato che la violazione di regole di comportamento non assistite espressamente dalla sanzione della nullità e non attinenti alla struttura o al contenuto del contratto comporta esclusivamente la responsabilità civile dell'intermediario ma non già l'invalidità del contratto stipulato. Questa responsabilità sarà poi – aggiunge la Corte – precontrattuale o contrattuale a seconda della fase del rapporto in cui l'illecito si è verificato. La presa di posizione della Cassazione, se di certo ha sopito il dibattito giurisprudenziale (per il quale v. GUADAGNO, *Violazione degli obblighi di condotta da parte dell'intermediario finanziario: lo stato dell'arte dopo le Sezioni Unite*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2009, I, p. 241 ss.), non ha tuttavia mancato di suscitare in dottrina ulteriori discussioni. Posizioni critiche sulla limitazione operata dalla Corte sono state formulate, tra i tanti, da: BARCELLONA (nt. 44), p. 30 ss.; ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rodorf*, in *Danno e resp.*, 2008, p. 536 ss.; DOLMETTA, *La violazione di obblighi di fattispecie da parte di intermediari finanziari*, in *I Contratti*, 2008, p. 80; SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Dir.fall.*, 2008, II, p. 1 ss.; MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *I Contratti*, 2008, p. 403 ss.; SIRENA, *Responsabilità precontrattuale e obblighi informativi*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di Frediani e Santoro, Milano, 2009, p. 101; SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ.comm.*, 2008, I, p. 445.

Va del resto precisato che il pronunciamento della Cassazione non pregiudica il precedente indirizzo giurisprudenziale che aveva talora ritenuto di poter applicare il rimedio dell'annullabilità del contratto: *Trib. Roma*, 29 luglio 2005, in *Dir. banca merc. fin.*, 2006, p. 465 ss.; v. MAGGIOLO (nt. 2), p. 501 per ulteriori riferimenti.

<sup>102</sup> PERRONE (nt. 101), p. 97, secondo cui appunto «affermare la possibilità di risolvere il contratto quadro nel caso di violazione di una regola di comportamento successiva alla sua conclusione presuppone una qualificazione delle singole operazioni di investimento come «momento attuativo di obblighi che l'intermediario ha assunto nell'atto della stipulazione col cliente del contratto quadro»; il che, tuttavia, non pare possibile, qualora il contratto diretto

Il rilievo mosso avverso la risolubilità del contratto quadro per inadempimento non pare tuttavia convincente. Se infatti può dirsi corretta l'osservazione riferita, resta il fatto che l'inadempimento dell'intermediario può riguardare obblighi diversi da quello di concludere le successive operazioni, come appunto quelli derivanti dalle misure organizzative interne che l'intermediario deve rispettare nello svolgimento dei servizi e che, come detto, integrano il contratto quadro<sup>103</sup>.

La seconda considerazione a cui si vuole qui accennare concerne poi la valutazione richiesta dall'art. 1455 c.c. di non scarsa importanza dell'inadempimento. Sul punto, va segnalato che, sebbene la detta valutazione sia una *res facti*, non pare invero così peregrino prospettare che la violazione di una o più delle misure organizzative rilevanti nel compimento dei servizi, segnando un discostamento dal presupposto che giustifica il ricorso all'intermediazione mobiliare (i.e. lo svolgimento professionale e organizzato, secondo quanto previsto dal legislatore, di tale attività), possa indurre in sé alla valutazione di gravità dell'inadempimento, o quanto meno indirizzare fortemente in questo senso il giudice<sup>104</sup>.

---

a disciplinare il rapporto tra l'intermediario e il cliente non preveda – come accade nella prassi – alcun obbligo di concludere le singole operazioni di investimento: così da assumere, piuttosto, i tratti di un contratto normativo, che per via di integrazione completa il regolamento negoziale dei successivi contratti in cui si attua la prestazione dei servizi di investimento». In senso analogo ALBANESE, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari e regime dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, p. 55 ss., sebbene sulla base della considerazione che «trattandosi [...] di un rapporto avente ad oggetto esclusivamente obblighi (di protezione) a carico di una sola parte, sarebbe inutile e privo di significato ammetterne la risoluzione, presupponendo invece tale rimedio un contratto con prestazioni o comunque obblighi corrispettivi di entrambi i contraenti».

<sup>103</sup> Si esprimono in favore della risolubilità del contratto quadro, tra gli altri: ROPPO (nt. 101), p. 905 ss.; ID. (nt. 1), p. 181; LUCANTONI, *L'inadempimento "di non scarsa importanza" nell'esecuzione del contratto c.d. quadro tra teoria generale della risoluzione e statuto normativo dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, II, p. 790; SARTORI, *Violazione delle regole informative e modelli di responsabilità*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 627.

<sup>104</sup> Sul punto, sebbene no in termini, cfr. LUCANTONI (nt. 103), p. 792, la quale rileva che nella applicazione della disciplina della risoluzione e, in particolare, nella valutazione di gravità dell'inadempimento occorre tenere in considerazione non solo l'interesse del singolo investitore ma pure il generale obiettivo dell'integrità dei mercati ai sensi dell'art. 21, lett. a), Tuf.

## BIBLIOGRAFIA

- AA.V.V., *Diritto commerciale*, a cura di M.Cian, Torino, 2013.
- AA.VV., *Governance, adeguatezza e funzionamento organizzativo delle imprese. I doveri degli organi delegati e del Collegio sindacale*, a cura di G. Paolone e G. Aita, Milano, 2008.
- AA.VV., *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di A. Perrone, Milano, 2008.
- ABBADESSA P., *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1982, I, p. 305 ss.
- ABBADESSA P., *Profili tipici della nuova disciplina della delega gestoria*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, II, Torino, 2007, p. 489 ss.
- ACCETTELLA F., *Il collocamento di strumenti finanziari*, Milano, 2013.
- AKERLOF G.A., SHILLER R., *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton, 2009.
- AKERLOF G.A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *84 Quarterly Journal of Economics* (1970), p. 488 ss.
- ALBANESE A., *Il pagamento dell'indebito*, Padova, 2004.
- ALBANESE A., *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari e regime dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, p. 45 ss.
- ALCARO F., *Contratti bancari*, in *Enc. giur.*, VIII, Roma, 1999, p. 1 ss.
- ALCARO F., *La categoria dell'attività: profili ricostruttivi (Atti e attività. L'attività d'impresa)*, in *Riv.crit.dir.priv.*, 1995, p. 417 ss.
- ALLEN F., SANTOMERO A.M., *What Do Financial Intermediaries Do?*, in *25 J. Banking and Finance* (2001), p. 271 ss.
- ALPA G., GAGGERO P., *I servizi di investimento in valori mobiliari nel decreto Eurosim*, Milano, 1996.
- ALPA G., GUACCERO A., *sub art. 17*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 119 ss.
- ALPA G., *Le "autonomie contrattuali" tra mercato e persona*, in *La vocazione civile del giurista. Saggi dedicati a Stefano Rodotà*, a cura di G. Alpa e V. Roppo, Roma-Bari, 2013, p. 204 ss.
- ALPA G., *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, I, p. 372 ss.
- ALPA G., *sub art. 21*, in *Commentario al T.U.F.*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, p. 212 ss.
- ANDREOLI G., *La ripetizione dell'indebito*, Padova, 1940.
- ANELLI F., *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1996.

ANELLI F., *Simulazione e interposizione*, in *Tr. del contratto*, diretto da V. Roppo, vol. III, Effetti, a cura di M. Costanza, Milano, 2006, p. 559 ss.

ANGELICI C., *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p. 5 ss.

ANGELICI C., *La contrattazione d'impresa*, in *L'impresa. Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 1985, p. 183 ss.

ANNUNZIATA F., «Governance» delle banche e conflitti di interessi. *Il difficile equilibrio tra disciplina bancaria e dei servizi di investimento*, in *AGE*, 2004, p. 177 ss.

ANNUNZIATA F., *Best execution, regole di mercato e altre trading venues*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009, p. 159 ss.

ANNUNZIATA F., *Il nuovo regolamento Consob sui consulenti finanziari (artt. 18-bis e 18-ter TUF)*, in *Corr. giur.*, 2010, 3, p. 285 ss.

ANNUNZIATA F., *Intermediazione mobiliare e agire disinteressato: i profili organizzativi interni*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 634 ss.

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

ANNUNZIATA F., *La nuova disciplina dei servizi di investimento: profili societari*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 1121 ss.

ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993.

ANNUNZIATA F., *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, P. Marchetti, Roma, 1998, p. 111.

ANTONUCCI A., *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 728 ss.

ANTONUCCI A., *Nuove norme per l'intermediazione mobiliare*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1990, I, p. 100 ss.

ANTONUCCI A., *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, I, p. 9 ss.

ANTONUCCI A., *sub art. 2*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di A. Irace e M. Rispoli Farina, Torino, 2010, p. 42 ss.

ARCANGELI A., *La natura commerciale delle operazioni di banca*, in *Scritti di diritto commerciale e agrario*, II, Padova, 1936, p. 164.

ASCARELLI T., *Il contratto plurilaterale*, in *Saggi giuridici*, Milano, 1949.

ASCARELLI T., *Impresa e sistema dei contratti*, in *Corso di diritto commerciale*, Milano, 1962, p. 381 ss.

ASCARELLI T., *La funzione del diritto speciale e le trasformazioni del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 1 ss.

AULETTA G., *Attività*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958, p. 982.

- AULETTA G., *Il contratto di società commerciale*, Milano, 1937.
- AULETTA G., SALANITRO N., *Diritto commerciale*, Milano, 1994.
- BALBI G., *Le obbligazioni propter rem*, Torino, 1950.
- BALESTRA L., *Proprietà e diritti reali, III*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di P. Cendon, Torino, 2012.
- BAR GILL O., WARREN E., *Making Credit Safer*, in 157 U. Penn. L. Rev. (2008), p. 23 ss.
- BARACHINI F., *La gestione delegata nelle società per azioni*, Torino, 2008.
- BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e consob*, Milano, 2009.
- BAUMAN J.D., *Corporations and other business associations: statutes, rules and forms*, St. Paul, Minn., 2011.
- BECKER T., *To what extent are consumer requirements met by public quality policy?*, in *Quality policy and consumer behavior in the European Union*, a cura di Becker, Kiel, 2000, p. 247 ss.
- BENATTI F., *Il pagamento con cose altrui*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1976, p. 467 ss.
- BIANCA C.M., *Diritto Civile, 3, Il contratto*, Milano, 2000.
- BIANCA M., *Vincoli di destinazione e patrimoni separati*, Padova, 1996.
- BIANCHI L. D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, a cura A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969.
- BIANCHI L.A., *Appunti sul governo societario delle SGR*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 287 ss.
- BIANCHI M., *Organizzazione e tecnica di analisi delle procedure aziendali*, Milano, 1991.
- BIGIAMI W., *La professionalità dell'imprenditore*, Padova, 1948.
- BIGIAMI W., *Rivendicazione del venditore*, Padova, 1935.
- BINGHAM J., *Scaling Chinese Walls: Insights From Aftra V. Jpmorgan Chase*, in 4 Wm. & Mary Bus. L. Rev. 767, (2013), p. 767 ss.
- BLACK B., *How To Improve Retail Investor Protection After The Doddfrank Wall Street Reform And Consumer Protection Act*, in 13 U. Pa. J. Bus. L. 59 (2010), p. 59 ss.
- BLACK B., *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, in 48 UCLA L. Rev. (2001), p. 781 ss.
- BLOOMENTHAL H.S., *Fiduciary Standard of Broker Dealers and Investment Advisers*, in 5 Securities and Federal Corporate Law (2011), p. 33 ss.
- BOCCUZZI G., *La funzione di compliance: il presidio dei rischi aziendali e l'evoluzione della normativa Basilea 2 e MiFID*, in *Bancaria*, 2/2008, p. 33 ss.
- BOCHICCHIO F., *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, in *Tr. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, Padova, 1994.
- BOER A., *Contratto di lavorazione di materiale del cliente e comproprietà del coacervo indifferenziato. (Falso contratto di credito)*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II, p. 236 ss.

- BOWSTEAD, *On Agency*, a cura di F.M.B. Reynolds, London, 1985.
- BRECCIA U., *Il pagamento dell'indebito*. Obbligazione e contratti, I., in *Tr. dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1999, p. 912 ss.
- BRECCIA U., *Indebito (ripetizione dell')*, in *Enc. giur.*, Treccani, XVI, Roma, 1989, p. 1 ss.
- BRECCIA U., *La ripetizione dell'indebito*, Milano, 1974.
- BRESCIA MORRA C., *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'apice, Bologna, 2010, p. 517 ss.
- BRIOLINI F., *sub art. 22*, in *Testo Unico della finanza*. Commentario, a cura di G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 183 ss.
- BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381 c.c., commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 5 ss.
- BUONOCORE V., AMATUCCI C., *I servizi finanziari: il punto di vista del giurista*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 33 ss.
- BUONOCORE V., *Contratti del consumatore e contratti d'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, p. 1 ss.
- BUONOCORE V., *Introduzione*, in AA.VV., *Contratti d'impresa*, Milano, 1993, I, p. 1 ss.
- BUTLER H.N., RIBSTEIN L.E., *Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians*, 65 Wash. L. Rev. 1, (1990).
- CALANDRA BUONAURA V., *Crisi finanziaria e nuove regole. Fine del modello originate to distribute?*, in *Diritto, mercato ed etica dopo la crisi*, a cura di Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2010, p. 229.
- CALANDRA BUONAURA V., *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 220 ss.
- CAMPOBASSO G.F., *sub art. 1*, in *Testo unico della finanza*. Commentario, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 6 ss.
- CAPO G., *Attività d'impresa e formazione del contratto*, Milano, 2001.
- CAPO G., *Contratti d'impresa (evoluzione recente)*, in *Enc. giur.*, IX, Roma, 2008, p. 1 ss.
- CAPRIGLIONE F., *Fonti normative*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, I, Padova, 2005, p. 3 ss.
- CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008.
- CAPRIGLIONE F., *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009, p. 1 ss.
- CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992.
- CARDINALE E., *Separazione patrimoniale e crisi degli intermediari finanziari*, Milano, 2012.
- CARIDI V., *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Milano, 2012.
- 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, 2009, p. 125 ss.



CARNELUTTI F., *Prova dell'errore per la ripetizione dell'indebito*, in *Riv. dir. proc. civ.*, 1938, II, p. 81 ss.

CAROZZI A.M., SCHIAVELLI R.F., *Il contratto di "collocamento" fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, II, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 1157 ss.

CASTRONOVO C., *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, p. 300 ss.

CASTRONOVO C., *Il negozio giuridico dal patrimonio alla persona*, in *Europa e dir. priv.*, 2009, p. 87 ss.

CASTRONOVO C., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006.

CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione*, in *Enc. giur.*, Roma, 1990, XXI, p. 1 ss.

CATAUDELLA A., *I contratti. Parte generale*, Torino, 1990.

CATERINA R., SACCO R., *Il possesso*, in *Tr. dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu e F. Messineo L. Mengoni e continuato da Piero Schlesinger, Milano, 2014.

CAVAZZUTI F., *Conflitti di interessi e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca impr. soc.*, 1989, p. 357 ss.

CERA M., *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 23.

CERA M., *Le società d'intermediazione mobiliare*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, X, Torino, 1993.

CESARINI F., *I servizi finanziari: il punto di vista dell'economista*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 15 ss.

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, P. Marchetti, Roma, 1998, p. 135 ss.

CHOI S.J., *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, in 1 *Berkeley Business Law Journal* (2004), p. 45 ss.

CHOI S.J., *Market Lessons for Gatekeepers*, in 92 *Nw. U. L. Rev.* (1998), p. 916 ss.

CIAN G., *Dall'antica ripartizione "contratti civili-contratti commerciali" all'odierna pluripartizione dei rapporti obbligatori: valore sistematico ed ermeneutico di una classificazione per differenti discipline*, in *Il diritto europeo dei contratti d'impresa*, a cura di P. Sirena, Milano, 2006, p. 393 ss.

CIAN G., *Forma solenne e interpretazione del negozio*, Padova, 1969.

CIAN M., *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 213 ss.

COASE R.H., *The Problem of Social Cost*, in R.H. Coase, *The Firm, the Market, and the Law*, Chicago, 1988.

- COFFEE J.C. JR., *Enhancing Investor Protection and The Regulation of Securities markets*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- COFFEE J.C. JR., *Re-Engineering Corporate Disclosure: The Coming Debate Over Company Registrations*, in 52 Wash. & Lee L. Rev., 1995, p. 1142 ss.
- COFFEE J.C. JR., SELIGMAN J., *Securities Regulation*, New York, 2007.
- COFFEE JR, J.C., *Reforming the Securities Class Actions: An Essay on Deterrence and Its Implementation*, in 106 Columbia Law Review (2006), p. 1534 ss.
- COLOMBO G., *Tutela del risparmio e «controllo» della Consob*, in Riv. Soc., 1988, p. 19 ss.
- COLTRO CAMPI C., *Che cosa rimane degli usi di borsa?*, in Riv. Soc., 1992, p. 640 ss.
- COLTRO CAMPI C., *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari (commento alla l. 2 gennaio 1991, n. 1)*, Torino, 1991.
- COOTER R., FREEDMAN B.J., *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character And Legal Consequences*, in 66 N.Y.U. L. Rev. 1045 (1991), p. 1045 ss.
- COSSU M., *Contratto di gestione di portafogli*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli - R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 699 ss.
- COSSU M., *La "Gestione di portafogli di investimento" tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002.
- COSSU M., *La gestione di portafogli*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 197
- COSTANTINO F.S., *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro it.*, 2008, V, p. 57 ss.
- COSTI R., *Banca universale e conflitto di interessi*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza*, a cura di Granelli e Stella, Milano, 2007, p. 113 ss.
- COSTI R., ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Tr. dir. comm.*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova, 2004.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010.
- COSTI R., *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1993, p. 719 ss.
- COTTINO G., *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, p. 537 ss.
- COX J.D., HILLMAN R.W., LANGEVOORT D.C., *Securities Regulation. Case and Materials*, New York, 2013.
- CUNNINGHAM L.A., *Behavioral Finance and Investor Governance*, in 59 Wash & Lee L. Rev. (2002), p. 767 ss.
- D'AGOSTINO G., MINENNA M., *Il mercato primario delle obbligazioni strutturate. Alcune considerazioni sui profili di trasparenza e correttezza del comportamento degli intermediari*, in Riv. di pol. econ., 2001, n. 9, p. 51 ss.

- D'AMBROSIO L., *La vigilanza*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino e Rabitti Bedogni, Milano, 2004, p. 55 ss.
- D'AMICO G., *La formazione del contratto*, in *Il terzo contratto*, a cura di G. Gitti e G. Villa, Bologna, 2008, p. 37 ss.
- D'ONOFRIO P., *Del pagamento dell'indebito. Art. 2033 – 2040*, in *Comm. cod. civ. A. Scialoja, G. Branca*, Bologna-Roma, 1962, p. 264 ss.
- DALMARTELLO A., «*Contratti d'impresa*», in *Enc. giur.*, vol. IX, Roma, 1988, p. 1 ss.
- DALMARTELLO A., PORTALE G.B., *Deposito (diritto vigente)*, in *Enc. del dir.*, XII, Milano, 1964, p. 236 ss.
- DARBY M.R., KARNI E., *Free competition and the optimal amount of fraud*, in 16 *Journal of Law and Economics* (1973), p. 67 ss.
- DAVIES P., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2012.
- DAVIES R.J, DUFOUR A., SCOTT-QUINN B., *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*, in Ferrarini-Wymeersch (a cura di), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, 2006, p. 163 ss.
- DAVIES R.J., *MiFID and a changing competitive landscape* (2008), in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- DE BONDT W.F.M., THALER R., *Does the stock market overreact ?*, in 40 *Journal of finance* (1985), p. 793 ss.
- DE LORENZI V., *Il mandato alla luce dell'analisi economica del diritto*, in *Contr. e impr.*, 1993, p. 965 ss.
- DE MARI M., *Adeguatezza degli assetti societari e profili di responsabilità degli organi sociali*, in *Il nuovo dir. soc.*, 2009, p. 65 ss.
- DE MARI M., *La "nuova" consulenza in materia di investimento tra fattispecie e disciplina*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di De Mari, Padova, 2009, p. 153 ss.
- DE MARI M., SPADA L., *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005.
- DE MARTINO F., *sub art. 1148*, in *Del possesso*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, p. 40.
- DE NOVA G., *La forma dei contratti finanziari*, in *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, p. 87 ss.
- 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 normativa MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009, p. 67.
- DE RUGGIERO R., *Istituzioni di diritto civile*, Messina-Milano, 1932.
- DEJANA A., *Sul requisito dell'errore nella ripetizione dell'indebito*, in *Riv. dir. priv.*, 1937, II, p. 1 ss.
- DEMOTT A., *Beyond Metaphor: an analysis of fiduciary obligation*, in 879 *Duke Law Journal* November, (1988), p. 879 ss.

DEMOTT D.A., *Breach of Fiduciary duty: On Justifiable Expectations of Loyalty and Their Consequences*, in 48 Ariz. L. Rev., 925 (2006), p. 925 ss.

DENOZZA F., *I conflitti di interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 141 ss.

DENOZZA F., *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi Cirio e Parmalat*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 331 ss.

DENOZZA F., *Le regole della globalizzazione tra (pretesa) efficienza e (finti) mercati: il caso di modelli di corporate governance*, in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 167 ss.

DENOZZA F., *Norme efficienti*, Milano, 2002.

DI AMATO A., *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano, 2008, p. 89.

DI CATALDO V., *Lo «statuto speciale» delle Sim*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1992, I, p. 765 ss.

DI CHIO G., *Regole di comportamento del nuovo intermediario polifunzionale*, in *Le Società*, 1991, p. 583 ss.

DI MAIO F., *Riflettori ancora accesi sui fondi "chiusi"*, in *Società*, 1994, p. 162 ss.

DI MAJO A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, p. 289 ss.

DI MAJO G. A., *L'esecuzione del contratto*, Milano, 1967.

DI MARZIO F., *I contratti tra imprese*, in *Diritto civile*, Tr. diretto da N. Lipari e P. Rescigno, Volume III, t. II, Milano, 2009, p. 75 ss.

DI MARZIO F., *I contratti dell'impresa. Profili generali*, Torino, 2007.

DI RAIMO R., *Considerazioni sull'art. 2645 ter c.c.: destinazione di patrimoni e categoria dell'iniziativa privata*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, p. 945 ss.

DIURNI G., *Fiducia e negozio fiduciario (storia)*, in *Dig. disc. priv. sez. civ.*, VIII, Torino, 1992, p. 290 ss.

DOLMETTA A.A., *Exceptio doli generalis*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, I, p. 147 ss.

DOLMETTA A.A., *La violazione di obblighi di fattispecie da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, p. 80 ss.

DOLMETTA A.A., *Sui «contratti d'impresa»: ipoteticità di una categoria (ricordo di Arturo Dalmartello)*, in *Un maestro del diritto commerciale*, a cura di A.A. Dolmetta e G.B. Portale, Milano, 2010, p. 110 ss.

DULLECK U., KERSCHBAUMER R., *On Doctors, Mechanics, and Computer Specialists: The Economics of Credence Goods*, in 44 *Journal of Economic Literature* (2006), p. 5 ss.

DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009.

EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *Contract and Fiduciary Duty*, 36 *J.L. & Econ.* 425, (1993), p. 425 ss.

EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1991.

ELISSE B.W., *Regulating Broker-Dealers And Investmentadvisers: Demarcation Or Harmonization?*, in 35 J. Corp. L. (2009), p. 2 ss.

ENRIQUES L. e 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, 1998, p. 343 ss.

ENRIQUES L., *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. Soc.*, 1998, p. 1013 ss.

ENRIQUES L., *L'intermediario in conflitto d'interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 844 ss.

ENRIQUES L., *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca, impresa e società*, 1995, p. 287 ss.

ENRIQUES L., *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1996, I, p. 635 ss.

FALCONE G., *La "compliance" nell'attività bancaria e nei servizi di investimento*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, p. 221 ss.

FALZEA A., *Introduzione e considerazioni conclusive*, in *Destinazione di beni allo scopo. Strumenti attuali e tecniche innovative*, Milano, 2003, p. 23 ss.

FERRARINI G., *Best execution and competition between trading venues – MiFID's likely impact*, in *Capital Markets Law Journal*, II/4, p. 404 ss.

FERRARINI G., *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. Soc.*, 1995, p. 623 ss.

FERRARINI G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10<sup>\*\*</sup>, Torino, 1993, p. 299 ss.

FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1991.

FERRI G.B., *Il negozio giuridico*, Padova, 2004.

FERRO LUZZI P., *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 44 ss.

FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, 1976.

FICI A., *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, p. 281 ss.

FINN P., *Fiduciary law and the modern commercial world*, in *Commercial Aspects of Trust and Fiduciary obligations*, Oxford, 1992.

FITZGIBBON S. T., *Fiduciary Relationships Are Not Contracts*, 82 Marq. L. Rev. (1999), p. 303 ss.

FLANNIGAN R., *The economics of Fiduciary accoutability*, in 32 Del. J. Corp. L., 393 (2007), p. 393 ss.

FLANNIGAN R., *The Fiduciary Obligation*, in 9 O.J.L.S., 285 (1989), p. 285 ss.

FLANNIGAN. R., *The Boundaries of Fiduciary Accountability*, in 83 Can. B. Rev., 35 (2004), p. 35 ss.

FONTANA F., *I meccanismi operativi aziendali*, Roma, 1988.

FORESTIERI G., MOTTURA P., *Il sistema finanziario*, Milano, 2005.

- FOSCHINI M., *Il diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.
- FRANKEL T., *Fiduciary Duties as a default rule*, 74 Or. L. Rev. (1995), p. 1215 ss.
- FRANKEL T., *Fiduciary Law*, in 71 Cal. L. Rev. 795 (1983), p. 795.
- FRANKEL T., *Fiduciary Law*, New York, 2011.
- FRANKEL T., *Fiduciary relationships in the common law*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di E. Ginevra, p. 145 ss.
- FRANKEL T., TAYLOR SCHWING A., *The Regulation of Money Managers*, Aspen, Austin-Boston-Chicago-New York, 2008.
- FRANZONI M., *Buona fede ed equità tra le fonti di integrazione del contratto*, in *Contr. Impr.*, 1999, p. 83 ss.
- FRANZONI M., *Integrazione del contratto. Suoi effetti reali e obbligatori*, in *Degli effetti del contratto*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, Milano, 2013, p. 3 ss.
- FRATINI M., *sub art. 5*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Torino, 2012, p. 183 ss.
- GABRIELLI G., *Norme imperative ed integrazione del contratto*, in *Contratto e impresa*, 1993, p. 483 ss.
- GADINIS S., *Market Structure For Institutional Investors: Comparing The U.S. And E.U. Regimes*, in 311 Va. L. & Bus. Rev. (2008).
- GAGGERO P., *sub art. 22*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa, F. Capriglione, Padova, 1998, p. 233 ss.
- GALBRAITH J.R., *Organization Design*, Addison-Wesley, 1977.
- GALGANO F., *Diritto commerciale.I. L'imprenditore*, Bologna, 1986.
- GALGANO F., *I contratti di impresa. I titoli di credito. Il fallimento*, Bologna, 1980.
- GALGANO F., *Il crepuscolo del negozio giuridico*, in *Contratto e impresa*, 1987, p. 733 ss.
- GALGANO F., *Il negozio giuridico*, in *Tr. dir. civ., comm.*, diretto da Cicu-Messineo, Milano, 1988.
- GALGANO F., *L'imprenditore*, in *Tr. dir. comm. publ. econ.*, diretto da Galgano F., II, Padova, 1978.
- GALGANO F., *Negozio giuridico*, in *Enc. dir.*, XXVII, Milano, 1977, p. 932 ss.
- GALGANO F., *sub art. 1374*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1993, p. 65 ss.
- GALLO P., *Arricchimento senza causa e quasi contratti. I rimedi restitutori*, in *Tr. dir. Civ.*, diretto da R. Sacco, Torino, 1996.
- GALLO P., *Ripetizione dell'indebitito*, in *Dig. disc. priv. sez. civ.*, XVIII, Torino, 1998, p. 4 ss.
- GAZZONI F., *Equità e autonomia privata*, Milano, 1970.
- GEDICKS F.M., *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: an Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, in 37 Ariz. St. L.J. 535 (2005), p. 535 ss.

- GEDICKS F.M., *Suitability Claims And Purchases Of Unrecommended Securities: An Agency Theory Of Broker-Dealer Liability*, in 37 Ariz. St. L.J. 535 (2005), p. 535 ss.
- GENTILI A., *I contratti d'impresa e il diritto comune europeo*, in *Il diritto europeo dei contratti d'impresa. Autonomia negoziale dei privati e regolazione del mercato*, a cura di P. Sirena, Milano, 2006, p. 95 ss.
- GENTILI A., *Simulazione*, in *Tr. dir. priv.*, diretto da M. Bessone, XIII, Il contratto in generale, V, Torino, 2002.
- GHEZZI F., *I "doveri fiduciari" degli amministratori nei "Principles of Corporate Governance*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 465 ss.
- GILSON R.J., KRAAKMAN R.H., *The Mechanism of Market Efficiency*, in 70 Va.L.Rev., (1984), p. 549 ss.
- GILSON R.J., KRAAKMAN R.H., *The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in 28 J. Corp. L., (2003), p. 715 ss.
- GINEVRA E., *La fiducia: il fenomeno e le tipologie. Fiducia "romanistica", "germanistica", "anglosassone"*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di Ginevra, Milano, 2012, p. 107 ss.
- GINEVRA E., *La partecipazione fiduciaria in s.p.a.*, Torino, 2012.
- GINEVRA E., *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera, A. Sciarrone Alibrandi, I, Torino, 2014, p. 273 ss.
- GINEVRA E., *Sottoscrizione e aumento di capitale sociale nelle S.p.a.*, Milano, 2001.
- GIRINO E., *I contratti derivati*, Milano, 2010.
- GIUDICI P., *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.
- GIULIANI A., *L'integrazione del contratto*, in *I contratti in generale*, diretto da G. Alpa e M. Bessone, IV, Torino, 1991, p. 119 ss.
- GRAZIADEI M., *Agency*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, I, Torino, 1997, p. 31 ss.
- GRECO G.L., *sub art. 3, comma 3*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di A. Irace e M. Rispoli Farina, Torino, 2010, p. 104 ss.
- GRECO P., *Le operazioni di banca: appunti delle lezioni di diritto commerciale tenute nell'anno accademico 1929-30 dal prof. Paolo Greco*, Padova, 1930.
- GRISI G., *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Napoli, 1990.
- GRUNDMANN S., KERBER V., *Information Intermediaries and Party Autonomy – The Example of Securities and Insurance Markets*, in Grundmann-Kerber-Weatherill, *Party autonomy and the role of information in the internal market*, Berlin-New York, 2001.
- GRUNDMANN S., *L'autonomia privata nel mercato interno: le regole di informazione come strumento*, in *Eur. dir. priv.*, 2001, p. 274 ss.
- GUADAGNO S., *Violazione degli obblighi di condotta da parte dell'intermediario finanziario: lo stato dell'arte dopo le Sezioni Unite*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2010, p. 293.

GUARRACINO F., *Globalizzazione, mercato e contratto: la tutela del risparmiatore al tempo della internalizzazione dei sistemi economici*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, 617 ss.

GUARRACINO F., *sub art. 21*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 183 ss.

GUERRERA F., *Contratto d'investimento e rapporti di gestione. (Riflessioni sulla proprietà delegata)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1988, p. 685 ss.

GUFFANTI E., *Il servizio di consulenza: i confini della fattispecie*, in *Società*, 2011, p. 555 ss.

GUGLIOTTA G., *sub art. 22*, in *Il testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 198 ss.

GUIZZI G., *Mercato finanziario*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, V, Milano, 2001, p. 744 ss.

HANNIGAN B., *Company law*, Oxford, 2012.

HERMAN E.S., SAFANDA C.F., *The Commercial Bank Trust Department and the "Wall"*, in 14 *B.C. Indus. & Com. L. Rev.* (1972), p. 31 ss.

HOPT K.J., *Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen*, 1991, Rdn., p. 33 ss. (dalla traduzione italiana ID., *Le banche nel mercato dei capitali: collocamento di valori mobiliari e responsabilità*, Milano, 1995).

HOPT K.J., *Trusteeship and Conflicts of Interest in Corporate, Banking, and Agency Law: Toward Common Legal Principles for Intermediaries in the Modern Service-Oriented Society*, in *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, a cura di Ferrarini G., Hopt K.J., Winter J. and Wymeersch E., Oxford, 2004, p. 80 ss.

HYNES J.D., *Freedom of Contract, Fiduciary Duties, and Partnerships: The Bargain Principle and the Law of Agency*, 54 *Wash. & Lee L. Rev.* 439, (1997), p. 439 ss.

IAMICELI P., *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003.

INZITARI B., *L'impresa nei rapporti contrattuali*, in *Tr. dir. comm. dir. pubbl. ec.*, diretto da F. Galgano, II, Padova, 1978, p. 309 ss.

INZITARI B., PICCINI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008.

INZITARI B., *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, in *Giur. It.*, 2009, p. 1693 ss.

IRRERA M., *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005.

IRTI N., *Il negozio giuridico come categoria storiografica*, in *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico*, 1990, p. 557 ss.

IRTI N., *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1998, p. 347 ss.

JAEGER P.G., *Sull'intestazione fiduciaria di quote di responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 181 ss.

JENSEN M.C., MECKLING W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, 3, (1976), p. 305 ss.



JOLLS C., SUNSTEIN C.R., THALER R., *A Behavioral Approach To Law And Economics*, in 50 Stand. Law Review (1998), p. 1471 ss.

JORDAN R., *Thinking Before Rulemaking: Why The Sec Should Think Twice Before Imposing A Uniform Fiduciary Standard On Broker-Dealers And Investment Advisers*, in 50 U. Louisville L. Rev. 491, (2012), p. 491 ss.

KERSHAW D., *Company law in context: text and materials*, Oxford, 2012.

KRAAKMAN R.H., *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement strategy*, in 2 J. Law Econ. & Org. (1986), p. 53 ss.

KUMPAN C., LEYENS P.C., *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries - Towards a Global Common Core in Conflicts of Interest Regulation*, in 1 E. C. F.R., 2008, p. 86 ss.

KUTUFÀ I., *Adeguatezza degli assetti e responsabilità gestoria*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 707.

LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di «consulenza in materia di investimenti»*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 330 ss.

LABY A.B., *Fiduciary Obligations Of Broker-Dealers And Investment Advisers*, in 55 Vill. L. Rev. 701, (2010), p. 701 ss.

LABY A.B., *Reforming the Regulation of Broker-Dealers and Investment Advisers*, 65, The Business Lawyer, (2010), p. 395 ss.

LABY A.B., *Sec V. Capital Gains Research Bureau And The Investment Advisers Act Of 1940*, in Boston University Law Review May, (2011), p. 1051 ss.

LABY A.B., *Selling Advice And Creating Expectations: Why Brokers Should Be Fiduciaries*, in 87 Wash. L. Rev. 707 (2012), p. 707 ss.

LANGBEIN J.H., *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 Yale L.J. 625, (1995), p. 625.

LANGEVOORT D.C., *Deconstructing Section 11: Public Offering Liability in a Continuous Disclosure Environment*, in 63 Law & Contemp. Prob. (2000), p. 45 ss.

LANGEVOORT D.C., *Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revisited*, in 140 U. Pa. L. RE. (1992), p. 851 ss.

LEE HAZEN T., *Are Existing Stock Broker Standards Sufficient? Principles, Rules, And Fiduciary Duties*, in 710 Colum. Bus. L. Rev. (2010), p. 710 ss.

LEE HAZEN T., *Stock Broker Fiduciary Duties And The Impact Of The Dodd-Frank Act*, in 15 N.C. Banking Inst. 47, (2011), p. 47 ss.

LEHAR A., RANDL O., *Chinese Walls in German Banks*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996.

LENER R., *Il conflitto d'interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Il conflitto d'interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di C. Granelli e G. Stella, Milano, 2007, p. 131 ss.

LENER R., LUCANTONI P., *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale*,

*del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, p. 369 ss.

LENER R., LUCANTONI P., *sub art. 21*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Torino, 2012, p. 375 ss.

LENER R., LUCANTONI P., *sub art. 23*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Torino, 2012, p. 400 ss.

LENER R., *Strumenti finanziari e servizi di investimento: profili generali*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, I, p. 326 ss.

LESLIE M.B., *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, 94 *Geo. L.J.* (2005), p. 67 ss.

LIBERTINI M., *Autonomia individuale e autonomia d'impresa*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, I, Bologna, 2012, p. 33 ss.

LIBERTINI M., *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in *Mercati finanziari e professione del consumatore*, a cura di M. Grillo, Milano, 2010, p. 21 ss.

LIBERTINI M., *Profili tipologici e profili normativi nella teoria dei titoli di credito*, Milano, 1971.

LIBONATI B., *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965.

LIBONATI B., *La società e l'impresa*, Milano, 2004.

LIPARI N., *Il negozio fiduciario*, Milano, 1964.

LLEWELLYN D., *The Economic Rationale of Financial Regulation*, FSA Occasional Paper, n. 1, 1999, in [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk).

LOBUONO M., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999.

LUCANTONI P., *L'inadempimento "di non scarsa importanza" nell'esecuzione del contratto c.d. quadro tra teoria generale della risoluzione e statuto normativo dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, II, p. 783 ss.

LUCANTONI P., *sub art. 22*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini, G. Gasparri, Torino, 2012, p. 394 ss.

LUCANTONI, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva MiFID*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2009, II, p. 76 ss.

LUMINOSO A., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza*, a cura di C. Granelli e G. Stella, Milano, 2007, p. 14 ss.

LUPI M., *sub art. 18*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 308.

MACARIO F., *Dai «contratti delle imprese» al «terzo contratto». Nuove discipline e rielaborazione delle categorie*, in *Jus*, 2009, p. 311 ss.

MACCHIAVELLO E., *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in A.A.V.V., *I singoli contratti. Applicazioni pratiche e disciplina specifica*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, II, Padova, 2009, p. 793 ss.

- MACEY J.R., *Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-shareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective*, 84 Cornell L. Rev. 1266, (1999), p. 1266 ss.
- MAFFEIS D., *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, II, p. 452 ss.
- MAFFEIS D., *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, p. 403 ss.
- MAFFEIS D., *Forme informative, cura dell'interesse e organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 575 ss.
- MAFFEIS D., *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Torino, 2011.
- MAFFEIS D., *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, a cura di D. Maffeis, Torino, 2011, p. 233 ss.
- MAFFEIS D., *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interesse*, in *Diritto banca e merc. finaz.*, 2008, p. 593 ss.
- MAGGIOLO M., *Servizi ed attività di investimento*, in *Tr. dir. civ. e comm.*, già diretto da Cicu-Messineo e continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012.
- MAGNO D., *Mala gestio e profili di responsabilità del gestore patrimoniale*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Tr. dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 917 ss.
- MANNA L., *Le obbligazioni propter rem*, Padova, 2007.
- MARASÀ G., *Le società*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2000.
- MARCHETTI P., *Problemi in tema di disciplina degli intermediari finanziari*, in *Riv. Soc.*, 1986, p. 15 ss.
- MARICONDA V., *Contrastanti decisioni sul trust interno: nuovi interventi a favore ma sono nettamente prevalenti gli argomenti contro l'ammissibilità*, in *Corr. giur.*, 2004, p. 76 ss.
- MASI A., *I rapporti fra il possessore e il titolare del diritto*, in *Proprietà*, II, in *Tr. dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2002, p. 605.
- MASTROPAOLO F., *Il deposito*, nel *Tratt. di dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, 12, Torino, 1982, p. 471 ss.
- MAZZINI F., *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, p. 121 ss.
- MAZZONI A., *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *AGE*, 2002, p. 209 ss.
- MCVEA H., *Financial Conglomerates and Conflicts of Interest: Resolving a Regulatory Dilemma*, in 47 N. Ir. Legal Q. (1996), p. 239 ss.
- MENGGONI L., *Gli acquisti a non domino*, Milano, 1975.
- MERUZZI G., *Agire informato e organizzazione interna della spa*, in *Le clausole generali nel diritto societario*, Padova, 2011, p. 105 ss.

- MERUZZI G., *Intestazione a società fiduciarie di titoli azionari*, in *Contr. e impr.*, 1995, p. 365 ss.
- MESSINEO F., *Dottrina generale del contratto*, Milano, 1946.
- MESSINEO F., *Manuale di diritto civile e commerciale*, V, Milano, 1972.
- MILLER G.A., *The Magical Number Seven Plus or Minus Two: Some Limits to our Capacity of Processing Information*, in 101 *Psychology Review* (1956), p. 81ss.
- MILLER P.B., *Justifying Fiduciary Duties*, in 58 *McGill LJ* 969, (2013), p. 969 ss.
- MINERVINI G., *Gestione di portafogli di investimento con preventivo assenso*, in *Giur. comm.*, 2001, II, p. 69 ss.
- MINERVINI G., *L'imprenditore. Fattispecie e statuti*, Napoli, 1970.
- MINNECI U., *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Milano, 2013.
- MINTZBERG H., *La progettazione dell'organizzazione aziendale*, Bologna, 1996.
- MIOLA M., PISCITELLO P., *sub art. 17*, in *L'Eurosim. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 1997, p. 117 ss.
- MIOLA M., *sub art. 21*, in *Testo Unico della finanza. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 158 ss.
- MIOLA M., *sub art. 94*, in *Testo Unico della finanza. Commentario*, a cura di G.F. Campobasso, Torino, 2002, p. 787 ss.
- MOLONEY N., *Confidence and Competence: The Conundrum of EC Capital Markets Law*, in 4 *J. Corp. Law Studies* (2004), p. 1 ss.
- MOLONEY N., *EC Securities Regulation*, New York, 2002.
- MONDINI P.F., *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione dei servizi di investimento*, Milano, 2008.
- MORELLI G., *Informazione ed efficienza nella teoria dell'intermediazione finanziaria*, in *Banca impr. soc.*, 1996, p. 65 ss.
- MORERA U., *I rapporti tra banca-cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009, p. 41 ss.
- MORERA U., *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, p. 77 ss.
- MORONI R., *La «best execution» degli ordini in mercati azionari frammentati*, in *Banca impresa società*, 2006, p. 349 ss.
- MOROZZO DELLA ROCCA P., *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata di portafogli*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, p. 865 ss.
- MOSCATI E., *Indebito (pagamento e ripetizione dell')*, in *Enc. Dir.*, XIII, Milano, 1971, p. 83 ss.
- MOSCATI E., *Del pagamento dell'indebito. Art. 2033-2040*, in *Comm. cod. civ. A. Scialoja, G. Branca*, Bologna-Roma, 1981, p. 61 ss.

- MOSCO G.D., *Funzioni aziendali di controllo, principio di proporzionalità e ruolo degli organi sociali nella MiFID*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. De Mari, Padova, 2009, p. 31 ss.
- MOTTURA P., *Banche. Strategie, organizzazione e concentrazioni*, Milano, 2011.
- MOZZARELLI M., *Appunti in tema di rischio organizzativo*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, p. 728 ss.
- NAPOLETANO G., *Lo svolgimento dei servizi*, in *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Di Noia e R. Razzante, Padova, 1999, p. 74 ss.
- NAPOLETANO G., *sub art. 19*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 158 ss.
- NATOLI R., *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012.
- NATOLI U., *Il possesso*, Milano, 1992.
- NATOLI U., *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, I, Milano, 1974.
- NELSON P., *Information and consumer behavior*, in 78 *Journal of Political Economy* (1970), p. 311 ss.
- NERVEGNA D., *La strategia di esecuzione e trasmissione degli ordini*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, Autorità di vigilanza e Conflitti di interesse*, a cura di F. Del Bene, Milano, 2009, p. 191 ss.
- NICOLUSSI A., *Lesione del potere di disposizione e arricchimento*, Milano, 1998.
- NIGRO A., *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Diritto banca e merc. finaz.*, 2009, I, p. 13 ss.
- NIGRO A., *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MiFID*, in *Diritto banca e merc. finaz.*, 2008, I, p. 1 ss.
- NIGRO A., *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla consulenza nell'erogazione del credito?*, in *Nuove regole per le relazioni tra banche e clienti. Oltre la trasparenza?*, Torino, 2011, p. 29 ss.
- NUZZO M., *Il conflitto di interessi nei contratti di investimento e gestione patrimoniale*, in *Il conflitto d'interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza*, a cura di C. Granelli e G. Stella, Milano, 2007, p. 83 ss.
- ONADO M., *Economica e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2008.
- ONADO M., *I nodi al pettine: la crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari, 2009.
- OPPO G., *Una svolta dei titoli di massa*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, I, p. 15 ss.
- PACCES A., *Financial Intermediation in the Securities markets. Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, in 20 *Int'l Rev. Law & Econ.* (2000), p. 479 ss.
- PAGNONI E., PIATTI L., *Gestioni di patrimoni e tutela degli investitori*, in *Consob. Quaderni di finanza*, n. 19, gennaio 1997.
- PAGNONI E., PROVIDENTI S., *La sollecitazione all'investimento e le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, II, Padova, 2005, p. 621 ss.

PALMIERI G., *sub art. 18*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, p. 135 ss.

PALMITER A.R., *Corporations*, New York, 2009.

PARDOLESI P., *Contratto e nuove frontiere rimediali. Disgorgement v. punitive damages*, Bari, 2012.

PARDOLESI R., *Prefazione*, in G. COLANGELO, *L'abuso di dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti*, Torino, 2004, p. XI ss.

PARMEGGIANI R., ZUCCHIELLI L., *La disciplina prudenziale degli intermediari del mercato mobiliare*, in *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di Ferrarini-Marchetti, Milano, 1998, p. 367.

PARRELLA F., D'AMBROSIO L., *L'intermediazione finanziaria e la gestione collettiva del risparmio*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di S. Amorosino e C. Rabitti Bedogni, Milano, 2004, p. 80 ss.

PARRELLA F., *Il contratto di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 1021 ss.

PARRELLA F., *sub art. 30*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 487 ss.

PATRONI GRIFFI A., «*Organizzazione interna*» degli intermediari mobiliari, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 45 ss.

PATTI S.L., *Prove. Disposizioni generali*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, (artt. 2697-2698), 1987.

PELLEGRINI M., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, I, Padova, 2010, p. 809 ss.

PENNER J.E., *The Law of trusts*, Oxford, 2008.

PERASSI M., *sub art. 18*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 144 ss.

PERLINGIERI P., *Manuale di diritto civile*, Napoli, 1997.

PERRONE A., *Dalla trasparenza alla fiducia. Il diritto del mercato finanziario dopo la crisi*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari. Tra diritto privato e regole del mercato finanziario*, a cura di E. Ginevra, p. 405 ss.

PERRONE A., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2006, I, p. 372 ss.

PERRONE A., *Gli obblighi di informazione*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 499 ss.

PERRONE A., *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, 2008, p. 57 ss.

PERRONE A., *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003.

PERRONE A., *La classificazione della clientela*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 507 ss.

PERRONE A., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o «copertura assicurativa» per investimento sfortunato?*, in *Banca Impresa Società*, 2008, p. 41 ss.

PERRONE A., *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. Soc.*, 2010, p. 522 ss.

PERRONE A., *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*, a cura di Perrone, Milano, 2008, p. 1 ss.

PERRONE A., *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, p. 537 ss.

PERRONE A., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 1012 ss.

PERRONE A., *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di A. Perrone, Milano, 2008, p. 31 ss.

PERRONE A., VALENTE S., *Against All Odds: Investor Protection in Italy and the Role of Courts*, in *13 European Business Organization Law Review*, (2012), p. 31 ss.

PESCATORE G., ALBANO R., GRECO F., *Della proprietà*, Torino, 1968.

PETRONZIO C., *I patrimoni distinti nel diritto dei mercati finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 399 ss.

PICCINI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008.

PIETROBON V., *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Padova, 1963.

PISANI MASSAMORMILLE A., *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, I, p. 760 ss.

PONTIROLI L. e DUVIA P., *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria e il recepimento della MiFID*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 151 ss.

PORTALE G.B., GINEVRA E., *Intestazione a società fiduciaria di azioni non interamente liberate e responsabilità per i conferimenti residui*, in *Riv. Soc.*, 2011, p. 813 ss.

PORTALE G.B., *Lezioni di diritto privato comparato*, Torino, 2007.

PORTALE G.B., DOLMETTA A.A., *Deposito regolare di cose fungibili e fallimento del depositario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 842 ss.

PORTALE G.B., *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1982, I, p. 3 ss.

PORTALE G.B., *Tra responsabilità della banca e «ricommercializzazione» del diritto commerciale*, in *Jus*, 1981, p. 141 ss.

PORTOLANO A., *sub art. 24*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, p. 420 ss.

- POSER N.S., *Conflict of Interest within Securities Firms*, in 16 Brooklyn J. Int'l L. (1990), p. 111 ss.
- PRESTI G., RESCIGNO M., *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, a cura di M. Anolli, A. Banfi, G. Presti e M. Rescigno, Bologna, 2007, p. 11 ss.
- PROIETTO F., *La nozione di operatore qualificato tra vecchia e nuova disciplina*, in *I contratti*, 2008, p. 1138 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, 2012, p. 365 ss.
- PUTTI P.M., "Negozio fiduciario", in *Dig. disc. priv. sez. civ., Agg.*, Torino, 2002, p. 911 ss.
- RABITTI BEDOGNI C., *Dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 31 ss.
- RABITTI BEDOGNI C., *sub art. 21*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 170 ss.
- RAJAN R., DIAMOND D., *The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies*, 2009, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- RAMIREZ S.A., *The Professional Obligations of Securities Brokers Under Federal Law: An Antidote for Bubbles?*, in 70 U. Cin. L. Rev. 527, (2002), p. 527 ss.
- RAZZANTE R., *Contratti di negoziazione e "negoziazione d'ordini"*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Tr. dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 1127 ss.
- REALMONTE F., *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1994, I, p. 617 ss.
- REGOLI D., *Aspetti comparatistici della disciplina del mercato finanziario dell'investimento*, in *Riv. Soc.*, 1994, p. 80 ss.
- REGOLI D.,  *Mercati finanziari in diritto comparato*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, IX, Torino, 1993, p. 407 ss.
- RESCIGNO M., *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in *AGE*, 2009, p.145.
- RESCIGNO P., *Ripetizione dell'indebito*, in *Noviss. Dig. it*, XV, Torino, 1968, p. 1227 ss.
- RIBSTEIN L.E., *Are Partners Fiduciaries?*, 2005 U. Ill. L. Rev., p. 209 ss.
- RODOTÀ S., *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969.
- ROPPO V., *I rimedi a tutela del cliente*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 172 ss.
- ROPPO V., *Il contratto del duemila*, Torino, 2011.
- ROPPO V., *Il contratto*, in *Tr. di dir. priv.*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2011.



- ROPPO V., *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rodorf*, in *Danno e resp.*, 2008, p. 536 ss.
- ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, p. 896 ss.
- ROPPO V., *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 487 ss.
- ROPPO V. e AFFERNI G., *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 29 ss.
- RORDORF R., *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Società*, 2008, p. 269 ss.
- ROSE A.M., *Reforming Securities Litigation Reform: Restructuring the Relation between Public and Private Enforcement of Rule 10-B*, *idem*, 108 (2008), p. 1301 ss.
- ROSS S.A., *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in 63 *Am. Econ. Rev.*, (1973), p. 134 ss.
- ROSSI G., *Il gioco delle regole*, Milano, 2006.
- ROVITO V. e PICARDI L., *sub art. 23*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F.Campobasso, Torino, 2002, p. 199 ss.
- RUGIADINI A., *Organizzazione d'impresa*, Milano, 1979.
- RULLI E., *L'onere della prova nei giudizi di risarcimento danni nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Tr. dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 339 ss.
- RUTIGLIANO M., *Organizzazione, governo societario e controlli interni negli intermediari finanziari: eccesso di regolamentazione o fallimento dell'autodisciplina?*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. De Mari, Padova, 2009, p. 61 ss.
- SACCO R. e DE NOVA G., *Il contratto*, in *Tr. dir. civ.*, diretto da R. Sacco, Torino, 1993, p. 637 ss.
- SACCO R., *L'integrazione*, in *Obbligazioni e contratti*, in *Tr. di dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, Torino, 2006, p. 563 ss.
- SALAMONE L., *Gestione e separazione patrimoniale*, Padova, 2001.
- SALANITRO N., *Società per azioni e mercato finanziario*, Milano, 2000.
- SALANITRO U., *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidenti e obiter dicta delle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ.comm.*, 2008, I, p. 445 ss.
- SAMBUCCI L., *Il contratto dell'impresa*, Milano, 2002.
- SANTOCCHI V., *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2011, p. 281 ss.

- SANTORO V., *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. Soc.*, 1994, p. 791 ss.
- SANTORO-PASSARELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1959.
- SARTORI F., *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento di servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, p. 191 ss.
- SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011.
- SARTORI F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Dir.fall.*, 2008, II, p. 1 ss.
- SARTORI F., *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 25 ss.
- SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.
- SARTORI F., *Violazione delle regole informative e modello di responsabilità*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 615 ss.
- SCALISI V., *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, p. 167 ss.
- SCARCHILLO G., *La gestione infedele di portafoglio di investimento o di risparmio*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 961 ss.
- SCHLESINGER P., *Mercato finanziario e regolamentazione operativa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1992, I, p. 721 ss.
- SCHWARCZ S.L., *The alchemy of asset securitization*, in *Stanford Journ. L. Bus. & Fin.*, 1994, I, p. 133.
- SCIARRONE ALIBRANDI A., *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Diritto banca e merc. finaz.*, 2009, p. 383 ss.
- 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, Milano, 2009, p. 73 ss.
- SCIUTO M., *Il danno dell'investitore (dove sta andando la giurisprudenza sul "risparmio tradito")*, in *Riv. dir. dell'impr.*, 2009, p. 49 ss.
- SCOGNAMIGLIO C., *L'integrazione*, in *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, Torino, 1999, p. 1016 ss.
- SCOGNAMIGLIO G., *Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. De Mari, Padova, 2009, p. 3 ss.
- SCOGNAMIGLIO G., *Recenti tendenze in materia di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 137 ss.
- SCOGNAMIGLIO G., *Sulle regole di condotta degli intermediari finanziari (regole di condotta e regole di organizzazione; clausole generali e disposizioni particolari)*, in *I servizi del mercato finanziario*. In ricordo di Gerardo Santini, Milano, 2009, p. 95 ss.

SCOTTI CAMUZZI S., *La normativa del conflitto d'interesse fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il decreto Eurosim e prima e dopo la recezione della MiFID)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2011, I, p. 287 ss.

SEPE M., *Il risparmio gestito*, Bari, 2000.

SEPE M.,  *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali e internalizzatori sistematici nel recepimento della direttiva MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009, p. 113 ss.

SFAMENI P., *Idoneità dei sistemi organizzativi e sistema di controllo interno*, in *AGE*, 2009, p. 265 ss.

SHLEIFER A., SUMMERS L.H., *The noise Trader Approach to Finance*, in 4 J. Econ. Persp. (1990), p. 19 ss.

SIMON E.A., *A Behavioral Model for Rational Choice*, in *Quart. J. of Econ.*, 1955, p. 99 ss.

SIRENA P., *La categoria dei contratti d'impresa e il principio della buona fede*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, I, p. 415 ss.

SIRENA P., *La gestione di affari altrui. InerENZE altruistiche, ingerenze egoistiche e restituzione del profitto*, Torino, 1999.

SIRENA P., *Responsabilità precontrattuale e obblighi informativi*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, a cura di L. Frediani e V. Santoro, Milano, 2009, p. 101 ss.

SITKOFF R.H., *The Economic Structure Of Fiduciary Law*, in 91 B.U. L. Rev. 1039, (2011), p. 1039 ss.

SITKOFF R.H., *Trust Law, Corporate Law, And Capital Market Efficiency*, in *Trust Law, Corporate Law, And Capital Market Efficiency*, in 28 J. Corp. L. (2003), p. 565 ss.

SODA A.P., *sub artt. 1 e 2*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di F. Capriglione, Milano, 1997, p. 2 ss.

SPADA L., *Il collocamento*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 165 ss.

SPADA P., *Chi ha paura del negozio giuridico?*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 517 ss.

SPADA P., *Impresa*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, VII, Torino, 1992, p. 32 ss.

SPADA P., *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del millennio (riflessione sistematiche sulla dematerializzazione dei titoli di massa)*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1999, I, p. 407 ss.

STANZIALE A., *Modalità di deposito e sub-deposito delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 421 ss.

STELLA P., *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008.

STELLA RICHTER M., *La governance delle società di gestione del risparmio*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. De Mari, Padova, 2009, p. 47 ss.

STIGLER G.J., *The Economics of Information*, in 69 Jour. Political Ec. (1961), p. 213 ss.

STIGLITZ J.E., voce *Principal and Agent*, in *The New Palgrave. A dictionary of Economics*, III ed., New York, 1987, p. 966 ss.

STOLFI G., *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1961.

STOLFI N., *Diritto civile*, III, Torino, 1932.

TAMBUCCI M., *Il ruolo della Consob e il rapporto con la Banca d'Italia*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, Autorità di vigilanza e conflitti di interesse*, a cura di F. Del Bene, Milano, 2009, p. 235 ss.

TEDESCHI F., *La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, 2008, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

TENELLA SILLANI C., *Possesso e detenzione*, in *Dig. disc. priv. sez. civ.*, XIV, Torino, 1996, p. 8 ss.

TOPINI M., *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1999, p. 697 ss.

TRABUCCHI A., *Istituzioni di diritto civile*, Padova, 2004.

TRIMARCHI P., *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2003.

TRIMARCHI P., *L'arricchimento senza causa*, Milano, 1962.

TROIANO V., *Negoziato per conto proprio ed esecuzione di ordini*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 219 ss.

TROISI B. E CICERO C., *I possessi*, in *Tr.dir.civ. del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. Perlingieri, Napoli, 2005.

TUCCI A., "Servizio" e "contratto" nel rapporto tra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, I, p. 181 ss.

TUCCI A., *L'offerta fuori sede nella stagione del nichilismo giuridico*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 524 ss.

TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari tra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, II, p. 632 ss.

TUCH A.F., *Securities Underwriters in Public Capital Markets: The Existence, Parameters and Consequences of the Fiduciary Obligation to Avoid Conflicts*, in *7 J.C.L.S.*, 2007, p. 51 ss.

TURI A., ADRIA F., *Organizzazione e procedure per la corretta e trasparente prestazione dei servizi*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, p. 325 ss.

URBANI, *I servizi, le attività di investimento e gli strumenti finanziari*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, I, Padova, 2010, p. 431.

VALERI G., *Brevi note per lo studio del nuovo diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, I, p. 137 ss.

VARIAN H.R., *Intermediate Microeconomics*, Boston, 2005.

VISINTINI G., *La reticenza nella formazione dei contratti*, Padova, 1972.

WATT G., *Trust and equity*, Oxford, 2014.

WEIN T., *Consumer information problems-Causes and consequences*, in *Party autonomy and the role of information in the internal market*, a cura di Grundmann S., Kerber W., Weatherill S., Berlin, 2001, p. 80 ss.

WILLIS L., *Against Financial-Literacy Education*, in 94 Iowa L. Rev. (2008), p. 267 ss.

WOOD P.R., *Regulation of International Finance*, in *The Law and Practise of International Finance*, 7, London, 2007.

ZANARDO A., *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nelle società per azioni*, Padova, 2010.

ZATTI P., COLUSSI V., *Lineamenti di diritto privato*, Padova, 2003.

ZICCARDI F.E., *L'integrazione del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1969, p. 109 ss.

ZITIELLO L., *La consulenza in materia di investimenti*, in *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, in *MiFID. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di L. Zitiello, Torino, 2007, p. 452 ss.

## INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

### Italia

Cass., Sez. Un., 3 giugno 2013, n. 13905, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 507 ss.

Cass. Sez. Un., 09 marzo 2009, n. 5624, in *Giust. civ. Mass.*, 2009, p. 409 ss.

Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 686 ss.

Cass., Sez. Un., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Foro It.*, 2002, I, c. 769 ss.

Cass., 14 febbraio 2012, n. 2065 in *Banca, borsa tit. cred.*, 2013, II, p. 137 ss.

Cass., 22 marzo 2012, n. 4564, in *Giust. civ. Mass.*, 2012, p. 380 ss.

Cass., 22 agosto 2012, n. 1460512, in *www.dirittobancario.it*.

Cass., 20 gennaio 2010, n. 936, in *Guida al diritto*, 2010, fasc. 8, p. 76 ss.

Cass., 28 maggio 2007, n. 12479, in *Giust. civ. Mass.* 2007, p. 5 ss.

Cass., 22 giugno 2007, n. 14585, in *Giust. civ. Mass.*, 2007, p. 6 ss.

Cass., 14 marzo 2003, n. 3802, in *Giust. civ. Mass.*, 2003, p. 526 ss.

Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Giust. civ.*, 2001, I, p. 2109 ss.

Cass., 15 marzo 2001, n. 3753, in *Foro it.*, 2002, I, p. 859 ss.

Cass. 1 agosto 2001, n. 10498, in *Giust. civ. Mass.*, 2001, p. 1519 ss.

Cass., 4 febbraio 2000, n. 1252, in *Giust. civ. Mass.*, 2000, p. 242 ss.

Cass. 13 aprile 1995, n. 4268, in *Giust. civ. Mass.*, 1995, p. 934 ss.

*Cass.*, 15 novembre 1994, n. 9624, in *Giust. civ. Mass.*, 1994, p. 11 ss.  
*Cass.*, 29 maggio 1993, n. 6024, in *Giur. comm.*, 1994, II, p. 5 ss.  
*Cass.*, 26 agosto 1993, n. 9018, in *Rep. Giur. It.*, 1993, voce Indebito, n. 9.  
*Cass.*, 8 ottobre 1992, n. 10980, in *Rep. Giur. It.*, 1992, voce Indebito, n. 5.  
*Cass.*, 18 ottobre 1991, n. 11025, in *Giur. it.*, 1992, I, p. 1786 ss.  
*Cass.*, 20 luglio 1988, n. 4708, in *Foro it.*, 1988, I, c. 3271.  
*Cass.*, 18 ottobre 1988, n. 5663, in *Corr. Giur.*, 1988, p. 1268 ss.  
*Cass.*, 20 marzo 1979, n. 1622, in *Giust. civ. Mass.*, 1979, p. 734 ss.  
*Cass.*, 28 marzo 1977, n. 1194, in *Mass. Foro it.*, 1977 p. 256.  
*Cass.*, 11 giugno 1965, n. 1189, in *Rass.avv. Stato*, 1965, I, p. 1168 ss.  
*Cass.*, 12 giugno 1935, in *Riv. dir. priv.*, 1937, II, p. 1 ss.

*App.* Milano, 28 marzo 2012, in *www.ilcaso.it*.  
*App.* Torino, 2 febbraio 2011, in *www.ilcaso.it*.  
*App.* Reggio Calabria, 14 dicembre 2009, in *www.ilcaso.it*.  
*App.* Venezia, 16 luglio 2008, in *www.ilcaso.it*.  
*App.* Milano, 13 novembre 2008, in *www.ilcaso.it*.  
*App.* Milano, 13 dicembre 2006, in *Bollettino Consob*, 2 dicembre 2006, p. 39.

*Trib.* Milano 5 dicembre 2012, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2014, II, p. 480 ss.  
*Trib.* Udine, 1 luglio 2011, n. 2838, in *www.ilcaso.it*.  
*Trib.* Venezia, 24 giugno 2010, in *Resp. civ. prev.*, 2011, p. 869.  
*Trib.* Milano, 14 febbraio 2009, n. 2047, in *www.ilcaso.it*.  
*Trib.* Venezia, 28 febbraio 2008, in *Contratti*, 2008, p. 555ss.  
*Trib.* Milano, 18 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*.  
*Trib.* Lecce, 7 maggio 2007, in *I contratti*, 2007 p. 998 ss.  
*Trib.* Rimini, 6 giugno 2007, in *Danno e resp.*, 2008, p. 80 ss.  
*Trib.* Parma, 17 gennaio 2006, in *Nuovo dir.*, 2006, II, p. 823.  
*Trib.* Pescara, 9 maggio 2006, in *Giur. merito*, 2007, p. 1276.  
*Trib.* Roma, 25 maggio 2005, in *I Contratti*, 2005, p. 796 ss.  
*Trib.* Palermo, 7 luglio 2005, in *Società*, 2006, p. 1126 ss.  
*Trib.* Milano, 25 luglio 2005, in *Giur. mer.*, 2005, p. 2281 ss.  
*Trib.* Roma, 29 luglio 2005, in *Dir. banca merc. fin.*, 2006, p. 465 ss.  
*Trib.* Torino, 7 novembre 2005, in *Giur. it.*, 2006, p. 521.

*Trib. Mantova*, 18 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2004, I, 2, c. 2125 ss.

*Trib. Roma*, 8 ottobre 2004, in *Giur. comm.*, 2006, II, p. 699 ss.

*Trib. Venezia*, 22 novembre 2004, in *I contratti*, 2005, p. 5 ss.

*Trib. Milano*, 19 novembre 2001, in *Giur.it.*, 2002, p. 1438 ss.

### **Stati Uniti**

*Armstrong v. Jackson* (1917) 2 K.B. 822.

*Charles Hughes & Co. v. SEC*, 139 F.2d 434 (2d Cir. 1943).

*Galigher v. Jones*, 129 U.S. 193 - 1888.

*Hibberd v. Furlong*, 257 N. W. 737 - Mich. 1934.

*In re Allender Co.*, 9 S.E.C. 1043 (1941).

*Lamprecht v. State*, 95 N.E. 656 - Ohio 1911.

*McMann v. Engle*, 301 U.S. 684 - 1937.

*McMann v. SEC*, 87 F.2d 377 - 2d Cir. 1937.

*Re Strachan, ex parte Cooke*, (1876), 4 Ch. D., 123, C.A.

*Roth v. Roth*, 571 S.W. 2d 659 - Mo. Ct. App. 1978.

*SEC v. Tambone*, 550 F.3d 106, 146 (1st Cir. 2008).

*Tate v. Williamson*, (1866) L.R. 2 Ch. App. 55.

*Taylor v. Plumer* (1815), 3 M. & S., 562.

*Theis v. Luther*, 151 F. 2d 397, 399 - 8th Cir.

### **Altre Corti**

CGUE, *Testa e Lazzari v. Consob*, 7 febbraio 2002.

Regno Unito, *Regal (Hastings) LTD v. Gulliver (Note)* (1967) 2 AC 134 at 157B, HL.

## INDICE DEI DOCUMENTI

ABI, Circolare - Serie tecnica n. 39 del 7 agosto 2009, Linee guida validate dalla Consob – 5 agosto 2009. Linee guida interassociative per l'applicazione delle misure Consob di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi.

ASSOSIM, La Guida pratica sui conflitti di interesse, 2008.

CESR, Best execution under MiFID. Questions and Answers, Maggio 2007.

CESR, Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/CE on Markets in Financial Instruments, Aprile 2005.

CONSOB, Comunicazione BOR/RM/93005170 del 21 giugno 1993.

CONSOB, Comunicazione n. 97006042 del 9 luglio 1997.

CONSOB, Comunicazione n. 99071295 dell'1 ottobre 1999.

CONSOB, Comunicazione n. 99023323 del 26 marzo 1999.

CONSOB, Comunicazione n. 97996 del 22 dicembre 2014.

CONSOB, Comunicazione n. 91007025 del 6 dicembre 1991.

CONSOB, Comunicazione n. 91007025 del 6 dicembre 1991.

CONSOB, Comunicazione n. 92001325 del 28 febbraio 1992.

CONSOB, Comunicazione n. 92001325 del 28 febbraio 1992.

CONSOB, Comunicazione n. 94005134 del 23 maggio 1994.

CONSOB, Comunicazione n. 97006042 del 9 luglio 1997.

CONSOB, Comunicazione n. 96011036 del 11 dicembre 1996.

CONSOB, Comunicazione n. 1071590 del 21 settembre 2001.

CONSOB, Comunicazione n. 12030993 del 19 aprile 2012.

ESMA, Final Report- "Esma's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR" del 19 dicembre 2014.

ESMA, Opinion "MiFID practices for firms selling complex products", del 7 febbraio 2014.

ESMA, Opinion "Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements", del 27 marzo 2014.

ESMA, Orientamenti "Politiche e prassi retributive" del 3 giugno 2013.

ESMA, Orientamenti su "Alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID", del 25 giugno 2012.

High Level Group on Financial Supervision in the EU, Report, 2009.

High Level Group on Reforming the structure of the EU banking sector, Report, 2012.

IOSCO, Technical Committee, Bulletin Regarding Investor Protection in the New Economy, 2000, in *www.iosco.org*.

SEC, Study On Investment Advisers And Broker-Dealers, January 21, 2011.



## ABSTRACT

La dottrina (in Italia e all'estero) ha rilevato, nel corso del tempo e sempre con maggior vigore, che il modello della trasparenza (*mandatory disclosure*) non è di per sé sufficiente ad assicurare una tutela efficace dei risparmiatori. È stato pure rimarcato che con l'attuazione della Direttiva 2004/39/CE si è registrato un aumento del ruolo riservato alle misure organizzative, tanto da poter ormai dirsi realizzata una vera e propria "proceduralizzazione dell'agire" dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi. In tale quadro di fondo, la presente ricerca è stata volta a dare un nuovo inquadramento alla fattispecie dei servizi di intermediazione mobiliare, tale da assicurare una risposta più efficace alle esigenze di tutela degli investitori e di efficiente allocazione del risparmio. In particolare, dalla constatazione che i contratti d'intermediazione mobiliare si caratterizzano per l'intrinseco collegamento (essendone singolo momento) con un'attività d'impresa qualificata si è giunti a ritenere l'atto negoziale *inter partes* non totalmente adeguato a regolare fenomeni che concernono non solo le parti dell'accordo, ma la complessiva attività dell'imprenditore-intermediario. Poste dunque le premesse per la ricerca di una qualificazione dei rapporti di intermediazione indipendente dall'atto negoziale, l'indagine ha verificato la possibilità di rintracciare nei singoli servizi d'investimento gli elementi costitutivi della fattispecie fiduciaria, intesa quale situazione connotata in termini reali (e dunque prescindente dalla fonte contrattuale) e consistente nell'assunzione da parte del fiduciario – in forza del consenso del proprietario e della fiducia in esso riposta – della legittima disponibilità (giuridicamente rilevante) di poteri di gestione o di disposizione sul patrimonio altrui. La situazione fiduciaria così come definita determina l'insorgere del dovere, in capo al fiduciario-intermediario, di rispettare l'interesse proprietario del fiduciante; tale dovere si articola nel *duty of loyalty* (dovere di non usare il bene nel proprio interesse ovvero a non impossessarsi delle utilità da esso ricavabili) e nel *duty of care* (dovere di usare efficientemente la cosa, in vista almeno della conservazione del suo valore). Tenuto conto della qualificazione fiduciaria dei servizi, è stato possibile, per un verso, qualificare le regole organizzative come manifestazione legale dei suddetti doveri fiduciari, e per l'altro ritenere che le stesse integrino il regolamento contrattuale. Seguendo l'inquadramento delle regole di organizzazione proposta, è stato dunque possibile ritenere che, là dove i soggetti abilitati violino tali regole, gli investitori non solo possano invocare la risoluzione per inadempimento del contratto quadro, ma pure (e soprattutto) potranno trovare analogica applicazione quei rimedi previsti dall'ordinamento a tutela delle situazioni di fatto rilevanti per l'ordinamento (artt. 1148 e 2038 c.c.)