

**LA CONCRETEZZA DELL'INFORMAZIONE:
TRA INTERPRETAZIONI COSTITUZIONALMENTE
E COMUNITARIAMENTE ORIENTATE
DELLA DISCIPLINA VIGENTE**

Angelo Converso

SOMMARIO: 1. La lingua ed il linguaggio. - 1.1. Il linguaggio ed il linguaggio esoterico. - 1.2. I rapporti fra i parlanti. - 1.3.- Il linguaggio esoterico e quello dell'intermediario finanziario. - 1.3.1.- Il linguaggio esoterico e la dissimulazione. - 2.- La disciplina normativa della comunicazione finanziaria. - 2.1.- La disciplina europea di protezione. - 2.1.1.- La disciplina specifica della comunicazione. - 2.1.1.1.- La standardizzazione. - 2.1.2.- L'effettività dell'informazione. - 2.1.3.- La controparte qualificata. - 2.2.- la disciplina costituzionale italiana. - 2.3.- La normativa ordinaria, primaria e secondaria. - 2.3.1.- Il Regolamento CONSOB 1998, n. 11522. - 2.3.1.1.- Le linee di interpretazione del Regolamento 11522. - 2.3.1.2.- L'operatore qualificato. - 2.3.2.- Il Regolamento CONSOB 2007, n. 16190. - 2.3.2.2.- Le linee di interpretazione del Regolamento 16190. - 2.3.2.3.- La controparte qualificata. - 2.4.- L'onere della prova. - 2.4.1.- L'onere della prova del nesso di causalità e del danno. - 2.4.2. - L'onere della prova vincolata. - 3.- La sintesi.

Nomina sunt consequentia rerum

Just. Inst. II,7,3

Conveniunt rebus nomina saepe suis

Riccardo da Venosa¹, *De Paulino et Polla*, 411-412.

1.- LA LINGUA ED IL LINGUAGGIO

La lingua nasce nel momento in cui il nostro antenato – circa 3,5 milioni di anni or sono – passò alla stazione eretta come normale: paradossalmente l'uso di due, anziché di quattro, gambe generò nell'uomo la capacità di astrazione e concettualizzazione, per dar forma alla quale sorse la lingua. Anzi: le lingue, tante quanti erano i nostri progenitori che avevano cominciato a pensare. Si può dire – seguendo la moderna psicolinguistica – che lingua e pensiero sono due facce di una stessa medaglia, reciprocamente funzionali.

Ma del pensiero pensato – cioè delle lingue – l'uomo comprese che era necessaria la comunicazione con i propri simili, per dare e ricevere informazioni, assai spesso essenziali per la sopravvivenza. Si rese allora conto che occorreva trasformare le **lingue** del pensiero in una **lingua della comunicazione**.

Ecco quindi che, dal momento in cui l'uomo percepì la necessità di comunicare con i suoi simili, cominciò a trasformare il pensiero pensato, traducendolo in un codice di segni, gesti, suoni, mimica che fosse **comune all'interlocutore**, nel quale, cioè, l'interlocutore riconoscesse in ciascun elemento del codice lo stesso significato attribuito da entrambi. Così le **lingue**, da strumenti di pensiero **interni** all'uomo, si trasformarono in una **lingua unica** quale strumento di **esternazione** del pensiero pensato. Ma la lingua di comunicazione reagì sulle lingue di pensiero, trasformandole ed uniformandole, facendo cioè coincidere la lingua di comunicazione con quella di pensiero.

Di questo passaggio dalle lingue di pensiero alla lingua unica di comunicazione, gli uomini hanno mantenuto una memoria ancestrale.

È significativo osservare che i vari miti cosmogonici riferiscono tutti di una lingua originaria, comune a tutti gli uomini.

Così il **GENESI**² narra della migrazione primigenia da oriente verso occidente, quando gli uomini giunsero nella piana di SENNAAR e decisero «*Venite, costruiamoci una città e una torre, la cui cima tocchi il cielo e facciamoci un nome, per non disperderci su tutta la terra*». Dopo di che il Signore – piuttosto maligno verso le sue creature – pensò: «*Ecco, essi sono un solo popolo e hanno tutti una lingua sola; questo è l'inizio della loro opera e ora quanto avranno in progetto di fare non sarà loro impossibile. Scendiamo dunque e confondiamo la loro lingua, perché non comprendano più l'uno la lingua dell'altro*».

Così il mito **hindu**³: «Là cresceva nel centro della terra il meraviglioso albero del mondo, o albero della conoscenza. Era così alto che quasi raggiungeva il cielo. Disse nel suo cuore, "Terrò la mia testa nel cielo e allargherò i miei rami su tutta la terra, e ter-

¹ Giurista e *Judex* della metà del sec. XIII; addetto alla Cancelleria di Federico II, cui ha dedicato la commedia elegiaca citata, che tratta delle rocambolesche avventure di FULCONE, un avvoaticchio dell'epoca.

² Genesi 11,1

³ Wayne L. ALLISON, *In The Beginning Was The Word: (The Genesis of Language)*, 1971.

rò tutti gli uomini radunati insieme sotto la mia ombra, e li proteggerò, e farò sì che non si separino". Ma Brahma, per punire la superbia dell'albero, tagliò i suoi rami e li scagliò giù sulla terra, dove misero germogli come alberi wata, e **fece sì che sulla terra prevalessero le differenze di fede e di lingua e di usanze, in modo che gli uomini si disperdessero sulla sua superficie**». Neppure Brahma fu troppo pietoso con gli uomini.

Gli indiani **KASKA**⁴ del Nord America, raccontano: «Venne una grande oscurità e un vento impetuoso che trascinò le imbarcazioni di qua e di là. Gli uomini furono separati. Alcuni furono portati molto lontano. Quando il diluvio si arrestò, gli uomini approdarono laddove trovarono la terra più vicina. Gli uomini erano dispersi in lungo ed in largo sulla terra. Non sapevano se ci fossero altri uomini, e forse pensarono che essi erano gli unici sopravvissuti. **Molto tempo dopo, quando nel loro vagabondare, incontravano gente che veniva da posti diversi, parlavano lingue diverse, e non riuscivano a capirsi**».

I **Toltechi**⁵, dominati dalla nozione di tempo ciclico condivisa dai Maya e dagli Aztechi, e di probabile ascendenza comune *nahuatl*, narravano: «*E poiché gli uomini da allora in poi [dal diluvio, che chiuse la prima età ciclica del mondo] si moltiplicavano sempre più, costruirono un altissimo e solido Zacualli, che significa "torre altissima", allo scopo di proteggersi quando il secondo mondo [la seconda età ciclica del mondo] sarebbe di nuovo stato distrutto. Nel momento cruciale le loro lingue si mischiarono, e non potendo più capirsi l'un l'altro, se ne andarono in differenti parti del mondo*».

L'idea di una lingua primigenia unica non è una favola, dacché lo stato attuale della ricerca archeologica; gli studi di paleoantropologia e di paleogenetica sulla migrazione umana attraverso l'indagine del d.n.a., hanno messo in evidenza un'unica origine geografica del genere umano nell'Africa centro orientale, da cui sono partite ondate migratorie, poi diffuse, attraverso il medio oriente, in Europa ed Asia. Ed allora appare logico inferire che la presenza di un numero limitato di individui su di un territorio circoscritto costringesse, nei fatti, all'adozione di un unico codice di comunicazione, in presenza di situazioni di vita fortemente simili. Ad essi si sono aggiunti gli studi poderosi di linguistica critica vero il c.d. mito dell'indoeuropeo⁶, che individuano una comunanza linguistica, concettuale e giuridica originaria della zona Mesopotamica, nelle culture sumera, accadica, babilonese e assira.

La rapida – e incompleta – rassegna di miti delle origini vale a mettere in evidenza alcuni tratti comuni dei miti stessi: **la lingua unica cessò di essere tale in correlazione con lo svolgimento di attività tecniche**, cioè la costruzione della Torre di Babele ovvero dello Zacualli, ovvero la specializzazione delle colture (la nascita di numerosi alberi, da uno solo che v'era alle origini). Solo il mito KASKA attribuisce la differenziazione delle lingue alla divergenza per separazione. Ma che – a ben vedere – rientra di pieno diritto nella causa comune della divergenza: l'attività nomadica richiedeva – pur essa – un codice di comunicazione commisurato alle difficoltà che il gruppo sociale di cacciatori-raccoglitori incontrava via via. Difficoltà che erano diverse per ciascun gruppo, ma che avevano il comune tratto di specializzare il codice di comunicazione.

⁴ James A. TEIT, *Journal of American Folk-Lore*, No. 30 (1917), p. 442, *Kaska Tales*, § 3 *The great flood*, p. 442.

⁵ Don Fernando de ALVA CORTÉS IXTLILXOCHITL, *Obras Historicas* (Mexico, 1891), Vol. I: l'autore fu un meticcio mesoamericano del sec. XVI, discendente da nobile famiglia tolteca (come dimostra il titolo cognomizzato, IXTLILXOCHITL), che raccolse i miti fondativi dei Toltechi e dei Chichimechi.

⁶ Giovanni SEMERANO, *La favola dell'indoeuropeo*, MILANO, 2005.

Successivamente – ma si intendono varie centinaia di migliaia di anni – la pluralità linguistica subì una rapida contrazione attraverso una sostituzione linguistica: ad una lingua originariamente strettamente modellata sui bisogni specifici del gruppo, se ne sostituì un'altra, divenuta un vero e proprio *instrumentum regni*, che si reggeva sul dominio di popoli su territori diversi da quelli stanziali loro propri, e si propagò con l'organizzazione o il prestigio derivante dal possesso di una radicata cultura (il greco; il francese), ovvero di determinate tecnologie o della forza militare (il latino, l'inglese).

Questo procedimento di diversificazione geografica appare – per così dire – *in vitro* nel caso della lingua finlandese. Originariamente una lingua ugrofinnica unitaria, si specializzò per regione geografica nelle due grandi branche finlandese ed ungherese. La prima, parlata su di un territorio di vaste dimensioni, a sua volta ancora diversificata a seconda delle regioni di appartenenza dei parlanti.

Il mutamento della **lingua di relazione divenuta tutt'uno con la lingua del pensiero**, tuttavia, prosegue incessante con la vita dell'umanità, mirando a cogliere ed a rendere linguisticamente ogni peculiarità che si realizzi nella vita del gruppo sociale. Tanto che sarebbe assai più corretto parlare di lingue per ciascun gruppo, tenendo conto della basilare distinzione fra lingua parlata e scritta e formale. Si tratta sempre della medesima lingua ma in diverse funzioni: quella scritta e formale di comunicazione alta; quella parlata di comunicazione bassa; quella scritta e formale di ricchezza straordinaria e quella parlata di assai maggior povertà espressiva. Considerando l'italiano, si possono registrare, da un lato, gli 800.000 lemmi del Dizionario TRECCANI, e, dall'altro, i circa 7.000 utilizzati nel parlato, secondo gli studi di Tullio DE MAURO, realizzati nel Corpus LIP, ovvero nel Lessico Italiano Parlato.

È evidente che fra parlanti che utilizzino il primo od il secondo strumento semantico di cui si è detto, finisce di regnare la più totale incomprensione, ignorando colui che utilizza il codice LIP i significati dei lemmi ripresi da chi attinge alla TRECCANI.

Vi è, quindi, una prima difficoltà di comunicazione fra i parlanti la medesima lingua, in ragione del tipo di comunicazione praticata.

Ma ciò non basta, le prassi tecniche – al pari di qualsiasi altra prassi – esigono una "*lingua*" che abbia due caratteristiche: quella di **lemmi specializzati**, volti a descrivere determinate, specifiche operazioni; quella di **significati univoci**, tendenzialmente immutabili ed oggettivizzati. Caratteristiche che mancano nella lingua di comunicazione, tesa a cogliere le sfumature emozionali del parlante e quindi soggettivamente specializzata, ma con uso di lemmi di significato variabile.

Ecco quindi che, all'interno di una (ciascuna) lingua, nascono i linguaggi. La lingua come **idioma identificativo di un gruppo sociale** costituisce un complesso di segni di astrazione e di rappresentazione simbolica, che ha generato, ed è stata generata dal pensiero astratto. Si potrebbe dire che è **autoreferenziale** per il parlante, di cui manifesta sentimenti, percezioni, emozioni. Il linguaggio, come complesso di segni di astrazione e di rappresentazione simbolica ed oggettivizzata, è **mirato allo scambio** di informazioni. Si potrebbe dire che è **eteroreferenziale**, poiché, senza tale caratteristica, semplicemente è inutile: non v'è passaggio di informazioni.

Ora, è evidente che comunichiamo mediante il linguaggio, cioè un complesso di segni (suoni, gesti, posture) intelligibile dall'interlocutore nello stesso significato fatto proprio dal parlante.

1.1.- Il linguaggio ed il linguaggio esoterico

Tracciata assai sommariamente la distinzione storica fra lingua e linguaggio, si deve sottolineare che **non tutti i linguaggi sono uguali**, nel senso che non tutti sono

mirati alla comunicazione, alcuni sono funzionali ad un ambivalente meccanismo di esclusione-inclusione.

Anche tal specializzazione linguistica affonda le radici nelle origini della storia dell'uomo, che ha costantemente avvertito la necessità di escludere in via generale i componenti del gruppo da una qualche serie di informazioni, da comunicare solo ai componenti di un gruppo più ristretto.

Sorge sin dall'origine della storia umana l'esigenza di un **linguaggio esoterico o misterico**: dal comparativo greco Εσωτερος = più interno, più intimo, evidentemente rispetto agli altri, esterni. Μυστηριον = interno. In una parola: il **linguaggio iniziatico**, che del linguaggio ha tutti i tratti, cioè il significato univoco dei lemmi e la loro tendenziale immutabilità, è dotato di una sintassi linguistica tale da escludere i non iniziati dalla sua comprensione.

È il linguaggio delle religioni, che, nelle forme più lasche, utilizza i lemmi e la sintassi comuni, ma con il ricorso predominante a figure retoriche proprie (le metafore; le allusioni; le litoti, etc.); nelle forme più rigide, ricorre ad una forma espressiva completa (sintassi e lemmi) tale da escludere i non iniziati.

Gli esempi si possono moltiplicare a dismisura. Uno per tutti: il lemma «*luce*». Se pronunciato da un buddista, indica uno **stato interiore** di consapevolezza della conoscenza da parte dell'uomo; se pronunciato da uno gnostico, significa **Dio**, quindi la realtà **esteriore all'uomo** che è la divinità; se pronunciato da un cristiano, è sempre una realtà esteriore ma riferentesi ad **una delle forme di manifestazione della divinità**.

Tale minimo esempio pone in evidenza un ulteriore elemento del linguaggio, che è ad esso esterno, ma essenziale: la **conoscenza della qualità** dell'interlocutore. Conoscenza che istintivamente il parlante sviluppa attraverso l'interpretazione di dati segni della controparte (abbigliamento⁷, lemmi usati, posture, etc.).

Non si può mai operare una separazione netta fra le due forme estreme di linguaggio esoterico, dal momento che il parlante muove ininterrottamente dall'inclusione all'esclusione dell'interlocutore, senza neppure, ormai, averne consapevolezza. La distinzione ha una finalità meramente teoretica: di griglia per la comprensione del tipo di linguaggio volta a volta utilizzato.

Un tratto comune dei linguaggi esoterici è quello dell'**eufemismo**, lemma pur esso di origine greca: Ευφημew = dico parole di buon augurio. Quindi, sono linguaggi caratterizzati da una costante attenuazione dell'espressione del reale.

Con un ben preciso fine: quello della **rassicurazione**. Poiché ci si muove su di un terreno incognito, che può indurre psicologicamente reazioni difensive di chiusura, ecco che l'attenuazione riduce le difese spontanee e rende meno minaccioso l'incognito. esemplare la nozione di «*morte*» resa per i cristiani come «*rinascita*».

1.2.- I rapporti fra i parlanti

Ho appena sottolineato come la comunicazione a mezzo di un linguaggio richiede una informazione aggiuntiva ed esterna al linguaggio stesso: quella relativa alla qualità dell'interlocutore.

Su questo dato si innesta un tratto di psicologia cognitiva, di cui ciascuno di noi – più o meno inconsapevolmente – dà prova quando si trovi a parlare con un estraneo.

⁷ È il canone interpretativo di base, tanto che sino a due secoli fa esisteva un abbigliamento per mestiere, sicché fosse immediatamente percepibile da chiunque la qualità dell'interlocutore. Di esso restano due tracce nella toga e nella tonaca.

Si tratta di una branca della psicologia, di recente origine⁸, che studia i processi mediante i quali le informazioni, veicolate dal linguaggio, sono acquisite dal sistema cognitivo, elaborate ed archiviate. E così esamina i processi di percezione; apprendimento; risoluzione dei problemi; memoria; attenzione; linguaggio ed emozioni.

Non a caso tal branca della psicologia risente di forti influenze della linguistica⁹, delle neuroscienze, delle scienze sociali¹⁰.

Tali sono, infatti, i processi psicologici che entrano in gioco nel momento dello scambio di informazioni. Scambio che sia **bilaterale**, e quindi sia compreso da ciascuno degli interlocutori. Scambio, tuttavia, **asimmetrico** dal momento che uno degli interlocutori **ha e dà** l'informazione; l'altro la riceve; il primo deve capire se sia stata compresa nel significato da lui inteso.

Quindi, il primo interlocutore-informatore deve svolgere un duplice processo di elaborazione: quello di **articolazione dell'informazione**; quello di **comprensione del grado di recezione** della stessa da parte dell'interlocutore. Diversamente, l'informazione è inutile, ovvero – per meglio dire – è inesistente.

Ma questo profilo pone in evidenza due ulteriori caratteri, propri della comunicazione, costituiti dall'**empatia** verso l'interlocutore-informato, cioè dalla capacità di proiezione del sé verso l'altro, per coglierne le risposte "*dall'interno*"¹¹ e dal conseguente **adeguamento** del livello di comunicazione a quest'ultimo.

1.3.- Il linguaggio esoterico e quello dell'intermediario finanziario

I linguaggi esoterici, nella realtà odierna, sono assai numerosi. Basta ricordare, per tutti, quello degli informatici, per un tratto percepibile da chiunque, non iniziato, venga a contatto con loro. Costoro sono estremamente capaci di descrivere l'evento informatico del momento, ma in modo del tutto incomprensibile; sono del tutto incapaci di "*tradurre*" il contenuto di quella da loro ritenuta un'informazione in termini di linguaggio comune. Cominciano i balbettii; le perifrasi che rendono anche più oscuro il contenuto del messaggio; scuotimenti di testa e gesticolazione che manifestano impotenza alla traduzione richiesta.

Eppure il principio di traduzione, cioè di conduzione di un contenuto informativo da una lingua o da un linguaggio ad altra lingua o ad altro linguaggio, esiste ed è noto dal momento, in cui nella notte dei tempi, si verificò la diversificazione linguistica, e fu necessario creare un "*ponte*" attraverso il quale condurre quel contenuto informativo. Donde il *traduttore = colui che porta attraverso*, fa varcare il ponte dell'incomprensione.

Tutti i tratti del linguaggio esoterico che sono venuti distinguendo per chiarezza d'impostazione, nella pratica si ritrovano in quella specie di linguaggio esoterico che è costituito dal linguaggio dell'intermediario finanziario, estensione del linguaggio bancario e finanziario.

⁸ Convenzionalmente si data la sua origine dal 1955, anno del Convegno di BOULDER (Colorado), che segna la separazione dall'approccio gheistaltico (da *gestalt* = comportamento) o comportamentistico, tipico degli studi precedenti.

⁹ Meglio: della sociolinguistica, che studia il modo di espressione di una stessa informazione, come prodotto di ambiti sociali differenti. Ad es.: per favore, può abbassare il volume della TV? Ovvero: spegni quel cazzo di TV!

¹⁰ Pier Paolo GIGLIOLI-GIOLO FELE (a cura di), *Linguaggio e contesto sociale*, Bologna, Il Mulino 2000; Gaetano BERRUTO, *Sociolinguistica dell'italiano contemporaneo*, ROMA, 1987; Stefania GIANNINI, Stefania SCAGLIONE (a cura di), *Introduzione alla sociolinguistica*, ROMA, 2003.

¹¹ Empatia è la traslitterazione del greco Εμπαιθεια, cioè εν- = dentro, -παθεια = emozione: emozione colta dal di dentro.

Quando l'intermediario parla di investimento – nozione base di qualunque comunicazione finanziaria – intende riferirsi alla somma che sarà **sottratta alla disponibilità dell'investitore** senz'altre connotazioni, mentre quest'ultimo intende **il ritorno nella disponibilità di una somma maggiore**. L'orizzonte temporale dei due parlanti è diametralmente opposto: mentre l'intermediario parla dell'**oggi**, l'investitore parla del **domani**.

Quando l'intermediario informa sulla **remuneratività** dell'investimento e ne sottolinea l'elevatezza, non di questo parla ma della elevata **rischiosità** dell'investimento. Quando l'investitore parla di remuneratività dell'investimento presuppone la certezza del ritorno nella disponibilità di una somma maggiore, e quindi della **assenza di rischio**.

Quando l'intermediario illustra la necessità di un **conto di appoggio**, sta dicendo che v'è la concreta probabilità non solo di perdere totalmente il capitale investito, ma di doverci aggiungere altro danaro per pagare i debiti che ne possono conseguire. Quando l'investitore sente parlare di **conto di appoggio**, pensa a quello sul quale affluiranno i pingui proventi dell'investimento.

Quando l'intermediario parla di **derivati finanziari**, sta parlando di pure e semplici scommesse d'azzardo rispetto a qualche evento che è totalmente al di fuori della portata dell'investitore. Quando l'investitore sente parlare di derivati finanziari, intende solo trattarsi di strumento di ignoto contenuto, ma di maggiore remuneratività – secondo le sue prospettive – del capitale investito.

Quando l'intermediario si informa sulla **propensione al rischio** del cliente deve svincolare tale informazione dalla nozione di remuneratività, poiché se così non facesse, e tenuto conto dell'ovvia propensione dell'investitore alla miglior remuneratività possibile, otterrebbe risposte falsate. Anzi, sotto questo profilo entra in gioco un altro aspetto dell'informazione: quello della **graduazione cronologica delle informazioni** da dare e da ricevere. Il cliente comincerà sempre parlando della remuneratività dell'investimento divisato, perché quello è il suo obiettivo: la massimizzazione del profitto associata dalla sottovalutazione del rischio. Se l'intermediario non è capace di separare tal fine dalle informative richieste circa la propensione al rischio, otterrà sempre risposte modellate su quello scopo, che è ben lucido nel cliente. Ed allora occorrerà parlare d'altro, non di redditività, così da scindere le informazioni di propensione al rischio dalle distorsioni indotte dal fine della remuneratività.

Il cliente, nei confronti dell'intermediario, più o meno inconsapevolmente proietta una delega deresponsabilizzante: *io voglio la maggior redditività possibile, tu procuramela*. Se tal delega è anche solo implicitamente accettata, allora il gioco è fatto, ma **contro l'intermediario**: sue saranno le responsabilità, del cliente i soli vantaggi, che, almeno inizialmente, ci sono sempre. Perché occorre aver chiaro che se la concessione di una delega può risultare gratificante per il delegato, nondimeno essa sottende una seconda clausola implicita per il delegante, quella della propria **totale libertà di azione**: *tu fai per me, ma io sono libero di fare come voglio*.

1.3.1.- Il linguaggio esoterico e la dissimulazione

Con tutto questo intendo sottolineare un altro tratto intrinseco al linguaggio dell'informatore finanziario: quello della **dissimulazione**.

Il tema è risalente, come dimostra l'operina di Torquato ACCETTO¹² del secolo

¹² Torquato ACCETTO, *Della dissimulazione onesta*, NAPOLI, 1641, «Capitolo V. Alcune volte è necessaria la dissimulazione e fino a che termine». L'operina è stata riedita con la presentazione di Giorgio MANGANELLI, nella collana di Testi della Cultura italiana, diretta da Edoardo SANGUINETI, GENOVA, 1983, p. 44-45. Un poco più giovane ed amico dell'ACCETTO era il poeta napoletano Giuseppe BATTISTA, che, pressoché contemporaneamente, lesse all'Accademia degli Oziosi di Napoli, di

XVII, e prima ancora nel secolo I d.c. quando TIBERIO Augusto, secondo Cornelio TACITO, si esprimeva «*seu natura seu adsuetudine, suspensa semper et obscura verba*»¹³. Ed è sempre attuale, dal momento che il nostro informatore finanziario è costretto all'esercizio di un certo grado di dissimulazione: deve dare un'informazione potenzialmente dissuasiva dall'investimento, ma in modo tale da non indurre tal dissuasione.

In realtà, l'uso di un linguaggio esoterico – già lo diceva TACITO – è fomite di sicuri fraintendimenti: da parte dell'informatore che crede di aver dato una specifica informazione; da parte dell'informato che è certo di averne avuta una diversa.

Il rilievo pone in evidenza un altro profilo dell'informatore che ricorre ad un certo grado di dissimulazione: l'esigenza di conoscere il codice di recepimento dell'informazione da parte dell'informato¹⁴.

Ciascuno, quando apparentemente cerca un'informazione, in realtà cerca una conferma del proprio convincimento; della bontà di una scelta già psicologicamente, magari inconsapevolmente, fatta.

E così, le **incertezze** proprie di una determinata informazione sono percepite come **quasi certezze** dall'informato, anzi, dopo qualche tempo, come **certezze tout court**. Quindi come una conferma del proprio (pre-giudiziale) convincimento.

In questo si annida, per entrambi i protagonisti, la trappola del linguaggio esoterico dell'informazione finanziaria: la comprensione dell'informazione oggettivamente data attraverso la griglia di pre-giudizi dell'informato.

L'informatore che abbia consapevolezza di tal procedimento di psicologia cognitiva, se non sia un giocatore di azzardo, può intervenire proprio per prevenire tale infuosto esito, gradualmente attenuando la dissimulazione, sin tanto che sia certo dell'avvenuta recezione dell'informazione nella chiave voluta.

Ma tale scelta non è indifferente, perché l'informatore è posto nella condizione di scegliere fra due valori: quello dell'ottimizzazione del proprio lavoro, e così è teso al risultato di ottenere comunque un investimento; quello del rispetto della minimizzazione del rischio per l'investitore, e così accettando la possibilità del non investimento.

2.- LA DISCIPLINA NORMATIVA DELLA COMUNICAZIONE FINANZIARIA

Il quadro dianzi tracciato chiarisce come la materia della comunicazione in generale e di quella finanziaria in ispecie, sia oltremodo complesso e sfuggente, percorso com'è da tensioni opposte; minato da emozioni, desideri e pre-giudizi; facile al fraintendimento, anche in buona fede.

Materia delicata perché non si esaurisce in un fenomeno istantaneo [*ti do l'informazione; tu la capisci*], ma si inserisce in un **fenomeno di durata**, nel quale l'informazione – quale che essa sia – non resta affatto archiviata in modo immutabile, ma, com'è proprio di ogni ricordo della nostra memoria, è continuamente rielaborata, ricostruita e ricontestualizzata. Il ricordo non è mai la memoria di quanto s'è percepito istantaneamente in un dato momento storico; è sempre la continua rielaborazione di un nucleo emozionale – che spesso con i fatti non ha, o finisce di non avere, alcuna relazione – alla stregua di accadimenti posteriori, di esperienze maturate successivamente, di reinter-

cui era socio, l'Apologia della Menzogna, muovendo dall'aforisma: «*Se la verità, come disse colui, è madre dell'odio: genitrice dell'affetto sarà la menzogna*». L'operina è stata riedita nel volume collettaneo Celio CALCAGNINI, Celio MALESPINI, Giuseppe BATTISTA, Pio ROSSI, *Elogio della menzogna*, PALERMO, 1992, p. 65.

¹³ TACITI, *Annales*, I-11.

¹⁴ Dice ACCETTO: «*il dissimular è una professione*», op. et loc. cit.

pretazioni successive, anche determinate da rimozioni psicologiche.

È su questa materia proteiforme che si innesta la disciplina giuridica della comunicazione. Innesto, che avviene sulla base di un paradosso logico: **quanto è mobile la materia della comunicazione, di altrettanto è statica la disciplina giuridica.**

Ed è proprio su questo nucleo fondamentale che si deve considerare la normativa della comunicazione finanziaria, in una prospettiva bidirezionale: quella della protezione dell'informato, e quella di protezione dell'informatore. Per prevenire nel primo i possibili danni da informazione carente; per tutelare il secondo da eventuali ritorsioni di malafede.

2.1.- LA DISCIPLINA EUROPEA DI PROTEZIONE

La disciplina europea in materia è costituita da due Direttive:

→ la **prima: Direttiva 10 maggio 1993, n. 93/22/CEE** - Direttiva del Consiglio relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, rimasta in vigore dal 24 maggio 1993 al 31 agosto 2007, e da tal data abrogata e sostituita (art. 69) da

→ la **seconda: Direttiva 21 aprile 2004 n. 2004/39/CE** - Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, vigente dal 1 settembre 2007 e rilevante negli artt. 19-24. Rammento – per completezza di informazione – le Direttive successive che hanno modificato in parte il testo originario del 2004: Direttiva 11-3-2008 n. 2008/10/CE - DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica la direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, per quanto riguarda le competenze di esecuzione conferite alla Commissione; Direttiva 24-11-2010 n. 2010/78/U.E. - DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO recante modifica delle direttive 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE per quanto riguarda i poteri dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) e dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati).

Le due direttive di base muovono da prospettive diverse, pur se gradate.

La **prima** è mirata al «*duplice profilo della libertà di stabilimento e della libera prestazione dei servizi nel settore delle imprese d'investimento*» (considerando n. 1), e solo in via secondaria, quale effetto della prima finalità è considerato il «*fine di garanti-*

*re la tutela degli investitori¹⁵ e la stabilità del sistema finanziario» (considerando n. 2). Donde la conseguenza per cui «l'impostazione adottata consiste nel realizzare unicamente l'armonizzazione essenziale, necessaria è sufficiente per pervenire al reciproco riconoscimento delle autorizzazioni e dei sistemi di vigilanza prudenziale, il quale consente il rilascio di un'unica autorizzazione valida in tutta la Comunità e l'applicazione del principio del controllo da parte dello Stato membro d'origine; che grazie al riconoscimento reciproco, le imprese d'investimento autorizzate nel loro Stato membro d'origine possono esercitare in tutta la Comunità l'insieme o parte dei servizi oggetto della loro autorizzazione e previsti dalla presente direttiva tramite lo stabilimento di succursali o mediante la prestazione di servizi» (considerando n. 3). Il perseguimento di tale finalità – sia chiaro – non significa affatto che l'interesse degli investitori sia subordinato o sacrificato a quello della libera circolazione della prestazione di servizi di investimento da parte di imprese europee, dal momento che esso trova una specifica considerazione, sia pure nella prospettiva della libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi: **«allo scopo di tutelare gli investitori, è necessario garantire, in particolare, il controllo interno dell'impresa facendo ricorso ad una direzione bicefala oppure, se ciò non fosse richiesto dalla direttiva, ad altri meccanismi che garantiscano un risultato equivalente»** (considerando n. 5). Dovendosi intendere per «direzione bicefala», il fatto che l'attività di investimento debba esser decisa e diretta da due persone dotate dei requisiti di onorabilità ed esperienza (art. 3, par. 3, al. 2), all'evidente fine di reciproco controllo. Essa deve essere associata dalla piena conoscenza **«dell'identità degli azionisti o dei soci, diretti o indiretti, persone fisiche o giuridiche, che vi detengono una partecipazione qualificata, nonché dell'entità della medesima»** (art. 4, al. 1, cui si correla l'art. 9, relativo alle comunicazioni dovute da coloro che intendano diventare soci o comunque partecipare ad imprese di investimento), la cui conoscenza condiziona il rilascio dell'autorizzazione ad operare entro la U.E. La tutela dell'investitore si attuava me-*

¹⁵ La precisazione è fatta in questa sede, ma vale per tutto l'intervento: non sfioro neppure il rapporto fra investitore e consumatore, se, cioè, si tratti di categorie diverse ovvero se la prima sia, o possa essere una specie della seconda. Certamente si tratta di ambiti che possono, a volte, parzialmente coincidere, come accade nel caso di investitori al dettaglio. Ed allora si pongono i problemi dei rapporti – e del coordinamento – fra la Direttiva 2004/39 e la Direttiva 11 maggio 2005, 2005/29/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno e che modifica la direttiva 84/450/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE, 98/27/CE e 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e il regolamento (CE) n. 2006/2004 del Parlamento europeo e del Consiglio («direttiva sulle pratiche commerciali sleali»). Come risulta chiaro dal complesso dell'intervento, tendenzialmente, considero autonoma, e completa, nel senso della inderogabilità della tutela, sul piano della protezione, la disciplina della Direttiva 2004/39.

diante una (minima) disciplina del conflitto di interessi (art. 10, ult. al.), ma soprattutto mediante gli obblighi di comportamento sanciti a carico delle imprese dall'art. 11, che indicava sostanzialmente tutti gli obblighi noti e sui quali si tornerà.

La **seconda**, oggi vigente, superata la fase della libertà di stabilimento e di concorrenziale prestazione dei servizi di investimento (*considerando* n. 1-2), appresta una disciplina certamente più completa del fenomeno economico in esame, muovendo da una constatazione fondamentale, rappresentata *«dalla sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate, è opportuno includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione»* (*considerando* n. 3). Donde la conseguenza di *«stabilire un regime organico che disciplini l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati, in modo da garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni degli investitori nonché l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario»* (*considerando* n. 5) e l'individuazione di una delle finalità della Direttiva nella protezione esplicita dell'investitore: *«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)»* (*considerando* n. 31). Come mezzo al fine ridotto, *«È necessario imporre effettivamente alle imprese di investimento un obbligo di esecuzione alle condizioni migliori in modo da garantire che esse eseguano gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente. Questo obbligo dovrebbe applicarsi alle imprese di investimento che hanno obblighi di natura contrattuale o derivanti da un rapporto di intermediazione nei confronti del cliente»* (*considerando* n. 33). Previa acquisizione del **consenso informato** da parte dell'investitore *«Quando stabilisce il rapporto di attività con il cliente l'impresa di investimento può chiedere allo stesso tempo al cliente o al potenziale cliente il consenso alla propria strategia di esecuzione nonché alla possibilità che il suo ordine sia eseguito al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione»* (*considerando* n. 35).

2.1.1.- La disciplina specifica della comunicazione

Tracciata a grandi linee la sequenza diacronica della normativa europea dell'investimento finanziario, è utile qualche accenno alla disciplina specifica sulla comunicazione fra impresa di investimento e investitore.

I principi generali sono quelli di comportamento: gli intermediari *«agiscono in*

modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti e che esse rispettino in particolare i principi di cui ai paragrafi da 2 a 8» (art. 19, par. 1).

Le informazioni debbono essere «**corrette, chiare e non fuorvianti**», con l'obbligatoria distinzione fra informazioni vere e proprie e informazioni di marketing, cioè relative a prodotti finanziari propri dell'impresa di investimento, al fine di non ingenerare confusione nell'investitore (art. 19, par. 2). Soprattutto debbono essere «**fornite in una forma comprensibile informazioni appropriate**», «**cosicché essi** [cioè: gli investitori] **possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa**» (art. 19, par. 3).

Seguono gli obblighi di ottenere le «**informazioni necessarie in merito alle conoscenze e esperienze del cliente o potenziale cliente, in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o al potenziale cliente**» (art. 19, par. 4); di richiesta delle esperienze pregresse del cliente in materia di investimento, con l'avviso – in caso di insufficienza o rifiuto – al cliente dell'impossibilità di valutazione dell'adeguatezza al cliente del servizio (art. 19, par. 5-6); di comunicazione di «**adeguate relazioni sui servizi prestati**» agli investitori (art. 19, par. 8).

2.1.1.1.- La standardizzazione

Una considerazione a parte merita, tenuto conto del tipo di lettura che le imprese di investimento danno della norma, il riferimento più volte fatto dall'art. 19 alla **standardizzazione** delle informazioni (par. 3; 5, al. 2 e 3; 6). Il primo rilievo consiste nel fatto che **non tutte le comunicazioni fra impresa e investitore sono standardizzabili**, e così significativamente, **non lo sono quelle di cui al par. 4, concernenti il profilo di rischio del cliente**. Quindi l'assai praticato sistema delle crocette nei riquadri previsti per i quesiti a risposta multipla in relazione al profilo di rischio viola, già in ipotesi e nella maggioranza dei casi, la disciplina europea, per la chiara ragione che la crocetta costituisce **non un'informazione ottenuta**, come richiede la norma, **ma una valutazione di sintesi delle informazioni ottenute** dal cliente, operata dall'impresa di investimento. E quindi integra, di per sé, un inadempimento rilevante, ex art. 1453 c.c., da parte dell'impresa di investimento. Con l'effetto per cui, ove un tal sistema fosse auto-

rizzato da una qualche norma primaria o secondaria italiana, essa dovrebbe essere disattesa per il patente conflitto con il diritto europeo, che in materia di profilo di rischio richiede una informazione effettiva, personalizzata, non standardizzata.

La seconda considerazione concerne la **standardizzazione in sé e per sé considerata**. La standardizzazione concerne i temi da trattare nel corso della comunicazione con l'investitore, ma non prevale sull'effettività dell'informazione, in quanto anche la standardizzazione deve rispettare i principi dell'informazione corretta, chiara e non fuorviante e della forma comprensibile, perché essa costituisce secondo il tenore letterale della norma solo una facoltà alternativa per l'impresa di investimento, introdotta con l'espressione «*Tali informazioni possono essere fornite in formato standardizzato*». Il che implica, *a contrario*, che «*Tali informazioni non possono essere fornite in formato standardizzato*», quando emerga che tal forma non è compresa dall'investitore.

In questa sede si debbono ricordare ancora lo «*Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente*» (art. 21); l'obbligo di ottemperare alle «*Regole per la gestione degli ordini dei clienti*» (art. 22).

2.1.2.- L'effettività dell'informazione

In sintesi: si deve affermare che per il diritto europeo **l'informazione dell'investitore deve essere effettiva**, sia prima che dopo la stipulazione del contratto, poiché solo su di essa può formarsi il **consenso informato** dell'investitore medesimo. Dove **l'effettività** – intesa nel senso europeo della nozione – implica necessariamente l'impiego di un codice di comunicazione condiviso e compreso, cioè una comunicazione che – banditi i termini esoterici, eufemistici, sostanzialmente mistificatori, di cui la materia si ammanta – trasmetta all'interessato quelle informazioni che, e nella forma (anche brutale) in cui, egli sia in grado di comprendere, su base personalizzata.

Tale nozione di **informazione effettiva** costituisce la sintesi unificante della normativa specifica dianzi considerata e **si correla all'obbligo di una gestione individualizzata** del portafogli di investimento:

«Per quanto riguarda più in particolare la definizione della nozione di gestione di portafogli di investimento riportata alla sezione A, punto 3, dell'allegato alla direttiva 93/22, occorre constatare che essa contiene tre elementi costitutivi. **In primo luogo, la gestione di portafogli deve essere svolta nell'ambito di un mandato con cui un investitore abilita un'impresa di investimento ad adottare decisioni di investimento per suo conto. In secondo luogo, i portafogli gestiti devono includere uno o più strumenti contemplati nella sezione B dell'allegato alla direttiva 93/22, come i valori mobiliari. Infine, la gestione di portafogli deve essere svolta su base discrezionale e individualizzata.** Tale ultimo elemento implica, come sottolineato dalla Commissione, che **l'impresa di investimento possa adottare decisioni discrezionali, pur rispettando le scelte strategiche dell'investitore**» (così Corte di Giustizia C.E. 21 novembre 2002, C-356/00, Antonio TESTA, Lido LAZZERI c. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – CONSOB, con l'intervento di BANCA FIDEURAM s.p.a., § 37-38).

2.1.3.- La controparte qualificata

Agli obblighi informativi sinora considerati e di cui agli artt. 19, 21 e 22, la Direttiva configura l'eccezione di cui all'art. 24, che concerne «Operazioni con controparti qualificate», rappresentata dall'esonero per l'impresa di investimento dal fornire quelle informative.

Le questioni essenziali in proposito sono due: **chi** siano tali controparti qualificate; **come** debbano essere trattate.

L'ambito di tali soggetti è normativamente fissato dal par. 2:

«le imprese di investimento,

gli enti creditizi,

le imprese di assicurazioni,

gli OICVM¹⁶ e le loro società di gestione,

i fondi pensione e le loro società di gestione,

altre istituzioni finanziarie autorizzate o regolamentate secondo il diritto comunitario o il diritto interno di uno Stato membro,

le imprese che non rientrano nell'ambito di applicazione della presente direttiva a norma dell'articolo 2, paragrafo 1, lettere k)¹⁷ e l)¹⁸,

i governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico,

le banche centrali e

le organizzazioni sovranazionali».

L'esenzione dall'obbligo di informativa, tuttavia, non è assoluto, perché le modalità di attuazione sono condizionate.

Infatti, l'impresa di investimento deve chiedere a tale controparte la «**la conferma esplicita che quest'ultima accetta di essere trattata come controparte qualificata**» (par. 3, al. 2). Donde la conseguenza che, **se tale conferma esplicita non ottenga**, l'impresa di investimento deve trattare il soggetto considerato, pur se rientri in alcuna delle categorie dianzi enucleate, come un cliente normale.

Simmetricamente, ciascuno di soggetti anzidetti è facultato **a domandare il trattamento da cliente normale, sia per una singola negoziazione, sia in via generale**, (par. 2, al. 2), e quindi con tutti gli obblighi si cui si è sinora detto, in capo all'impresa di investimento.

Quindi non è sufficiente la **qualificazione come controparte qualificata** per esonerare l'impresa di investimento dall'obbligo di informazione; è necessario anche che il soggetto interessato abbia **esplicitamente consentito** a detto esonero.

Quanto precede è la riprova fondamentale della necessità dell'effettività dell'informazione: neppure i soggetti che sicuramente hanno conoscenze dirette in materia di investimento si sottraggono ad una informazione effettiva, se non vi consentano esplici-

¹⁶ Organismo di investimento collettivo in valori mobiliari: si tratta dei fondi comuni di investimento mobiliare (aperti e chiusi, italiani ed europei) e dalle società di investimento a capitale variabile (SICAV).

¹⁷ Si tratta delle persone fisiche «*la cui attività principale consiste nel negoziare per conto proprio merci e/o strumenti derivati su merci*».

¹⁸ Si tratta delle «*imprese che prestano servizi e/o esercitano attività di investimento consistenti esclusivamente nel negoziare per conto proprio nei mercati dei contratti finanziari a termine (future) o di opzione o in altri mercati di strumenti derivati o nei mercati a pronti soltanto a fini di copertura di posizioni nei mercati di strumenti derivati o che negoziano o fissano i prezzi per conto di altri membri degli stessi mercati e sono garantite da membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono all'organismo di compensazione degli stessi mercati*».

tamente. Il che ad assai maggior ragione vale per il cliente normale.

2.2.- LA DISCIPLINA COSTITUZIONALE ITALIANA

A fronte dell'importanza dell'elaborazione normativa primaria a livello europeo, colpisce la scarsità di norme costituzionali in materia, e della elaborazione dottrinale conseguente¹⁹.

Per oltre mezzo secolo l'unica norma costituzionale in materia fu quella di cui all'art. 47, co. 1 Cost., secondo cui «**La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito**».

È inutile negare che la norma era stata pensata in una chiave statica di **conservazione** del risparmio, concepito essenzialmente come quello delle famiglie, donde l'incoraggiamento di esso. Mancava una prospettiva dinamica del risparmio come funzionale, anche, all'investimento, e si è dovuto attendere sino al 2001, con la riforma della Costituzione, che ha introdotto l'art. 117, co. 2, lett. e), che per la prima volta pone in rapporto – sia pure in modo indiretto, attraverso la determinazione della competenza normativa esclusiva – il risparmio e l'investimento:

«Lo Stato ha legislazione esclusiva nelle seguenti materie:

.....

e) moneta, **tutela del risparmio e mercati finanziari**; tutela della concorrenza; sistema valutario; sistema tributario e contabile dello Stato; perequazione delle risorse finanziarie; ...».

Relazione che è in tardiva ed evidente dipendenza della normazione europea, che risale al 1993, ed ha poi dovuto attendere la Legge 28 dicembre 2005, n. 262 - Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, per una prima attuazione in sede di normazione ordinaria²⁰.

L'indagine sulle sentenze della Corte Costituzionale che considerano l'art. 47 Cost. è assai povera, muovendo la Corte dal principio secondo cui quella norma contiene unicamente un «*indirizzo politico*» cui il legislatore deve attenersi, nel bilanciamento con altri interessi costituzionali, e con il solo limite di non contraddizione del principio stesso.

Si tratta di sole tre o quattro sentenze, tutte di contenuto negativo rispetto alle norme richiamate:

27 giugno 1997, n. 204, di reiezione della questione di legittimità costituzionale relativa alla c.d. fideiussione *omnibus*, antecedente la legge 17/2/1992, n. 145, entrata in vigore il 9/7/1992, in relazione anche all'art. 47, co. 1 Cost., con la seguente motivazione: «*La questione non è fondata anche con riferimento all'art. 47, primo comma, della Costituzione. La disposizione costituzionale prevede la tutela del risparmio, la disciplina ed il controllo dell'esercizio del credito. Ma non è dedotto, né è rilevabile, alcun profilo che induca a mettere in relazione la previsione costituzionale con le modalità di disciplina del contratto di fideiussione, poste in discussione*»;

17 ottobre 2000, n. 425, che ha bensì ritenuto costituzionalmente illegittimo l'art. 25, co. 3 D.Lgs. 4/8/1999, n. 342, relativo al mantenimento dell'efficacia delle clausole anatocistiche «*contenute nei contratti stipulati anteriormente alla data di entrata in vigore della delibera di cui al comma 2*», cioè della delibera CICR, ma per eccesso di delega ex art. 76 Cost., ritenendo assorbita la questione sollevata in relazione all'art. 47

¹⁹ BARONCELLI, *Art. 47 (voce)*, in *COMMENTARIO alla COSTITUZIONE*, a cura di BIFULCO, CELOTTO, OLIVETTI, vol. I, TORINO, 2006; MERUSI, *Art. 47 – COMMENTARIO alla COSTITUZIONE – Rapporti economici*, vol. III, BOLOGNA, 1980.

²⁰ In particolare, gli artt. 9, 10, 11, 12.

cit.;

4 luglio 2008, n. 254, con cui la Corte ha dichiarato manifestamente inammissibile, fra l'altro in relazione all'art. 47 cit., la questione di legittimità costituzionale circa l'art. 25, co. 2 D.Lgs. 4/8/1999, n. 342, concernente il potere del CICR di stabilire modalità e criteri di applicazione dell'anatocismo nelle operazioni bancarie, in quanto *«i vizi denunciati dal rimettente non appaiono essere frutto della disposizione censurata – la quale si limita a rinviare ad altra fonte, dettando la necessaria condizione di reciprocità, la disciplina della capitalizzazione periodica degli interessi – derivando essi, semmai, da un'esistente disparità di fatto fra la posizione contrattuale degli istituti che esercitano professionalmente l'attività creditizia e quella dei loro correntisti»*.

Su di un piano diverso, si pone la sentenza **18 febbraio 2010, n. 52**, che considera la materia sotto lo specifico angolo visuale della "protezione" degli enti pubblici dalla tentazione di ottenere ripianamenti di bilancio, ovvero "coperture" a mezzo di investimenti in strumenti finanziari derivati. La sentenza, pur nella assai specifica prospettiva data, formula una serie di rilievi che già si fondano sulla novella costituzionale del 2001, sottolineandone i contenuti espansivi in rapporto alla tutela del risparmio.

Appare chiaro, a fronte della modestia della elaborazione costituzionale specifica in materia, come la tutela incisiva del risparmio in senso dinamico derivante dal diritto europeo valga ad attuare in concreto anche la tutela costituzionale, non attraverso la applicazione delle norme costituzionali citate, ma in forza della diretta rilevanza del diritto europeo nel nostro ordinamento, mediato dall'art. 117, co. 1 Cost.: *«La potestà legislativa è esercitata dallo Stato e dalle Regioni nel rispetto della Costituzione, nonché dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali»*.

Sicché il principio europeo di effettività, cui ho fatto precedentemente cenno, costituisce la prima, reale tutela del risparmio, anche in senso costituzionale.

2.3.- LA NORMATIVA ORDINARIA, PRIMARIA E SECONDARIA

Il quadro normativo italiano di riferimento è costituito dall'**art. 21, co. 1 lett. b) D.Lgs. 24/2/1998, n. 58**, che fissa gli obblighi fondamentali dell'impresa di investimento:

*«Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con **diligenza, correttezza e trasparenza**, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) **acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati** ...»*.

L'attuazione di tali principi è avvenuta a mezzo di Regolamenti della CONSOB, emanati in forza dei poteri di vigilanza regolamentare di cui all'art. 2, co. 2 della legge citata, che si sono succeduti nel tempo:

Regolamento CONSOB 1/7/1998, n. 11522, ed oggi

Regolamento Intermediari CONSOB 27/10/2007, n. 16190²¹.

Giova dar conto di entrambi i regolamenti, in quanto sono ancora numerosi i giudizi che vedono l'applicazione del primo Regolamento, mentre il secondo rappresenta la disciplina attuale e futura.

2.3.1.- Il Regolamento CONSOB 1998, n. 11522

Il **Regolamento CONSOB 1/7/1998, n. 11522**, stabilisce all'**art. 26, co. 1**, quanto agli obblighi generali dell'impresa di investimento:

«Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del

²¹ Con modifiche apportate dalla deliberazione CONSOB 3 dicembre 2010, n. 17581.

mercato mobiliare:

a) operano in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico; ...

d) eseguono con tempestività le disposizioni loro impartite dagli investitori; ...».

Quindi all'art. 28, circa gli obblighi in sede di stipulazione del contratto:

«1. **Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono:**

a) **chiedere all'investitore notizie** circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore;

b) **consegnare agli investitori il documento sui rischi generali** degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3.

2. Gli intermediari autorizzati **non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento.**

3. Gli intermediari autorizzati **informano prontamente e per iscritto** l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito.

...Omissis...».

Ancora, l'**art. 29** sempre del Regolamento CONSOB, sugli obblighi contrattuali degli intermediari:

«1. **Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli**

investitori operazioni **non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione**.

2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati.

3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute».

2.3.1.1.- Le linee di interpretazione del Regolamento 11522

Il primo rilievo che si può formulare concerne il tipo di responsabilità delineata dagli artt. 28-29 cit. con particolare riferimento all'obbligo di acquisizione delle notizie sul c.d. profilo di rischio, in relazione al quale è facile imbattersi nel riferimento alla categoria della **responsabilità precontrattuale**. Assegnando – secondo la *vulgata* corrente – a tal categoria una natura extracontrattuale.

Del tutto a torto.

L'art. 1337 c.c. configura infatti una responsabilità che ha una duplice natura alternativa: o extracontrattuale o contrattuale.

Infatti, la norma dispone:

«Le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede».

Quindi, sarà **extracontrattuale** in relazione allo «*svolgimento delle trattative*», non conclusesi, ma sarà **contrattuale** in ordine alla «*formazione del contratto*», nel caso in cui il contratto segua²².

La riprova della natura – in questo caso: solo – **contrattuale** della responsabilità in esame è data dall'art. 1338 c.c., secondo cui:

²² In un caso: «La regola posta dall'art. 1337 cod. civ. non si riferisce alla sola ipotesi della rottura ingiustificata delle trattative ma ha valore di clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in modo preciso ed implica il dovere di trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto. Ne consegue che la violazione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto assume rilievo non solo in caso di rottura ingiustificata delle trattative e, quindi, di mancata conclusione del contratto o di conclusione di un contratto invalido o inefficace, ma anche nel caso in cui il contratto concluso sia valido e, tuttavia, risulti pregiudizievole per la parte vittima dell'altrui comportamento scorretto. (In applicazione del riportato principio, la S.C. ha confermato la sentenza dei giudici di merito per i quali costituiva violazione del canone di buona fede di cui agli artt. 1337 e 1338 cod. civ. il comportamento di una società di leasing che aveva ommesso di informare la controparte circa la già avvenuta sospensione delle agevolazioni fiscali di cui alla legge n. 341 del 1995 e, anzi, aveva fornito assicurazioni circa la possibilità di far ricorso alle dette agevolazioni, per le quali la controparte medesima si era indotta alla stipula del contratto di locazione finanziaria)» (così CASS. CIV. Sez. III, 8 ottobre 2008, n. 24795).

«La parte che, conoscendo o dovendo conoscere l'esistenza di una causa di invalidità del contratto, non ne ha dato notizia all'altra parte è tenuta a risarcire il danno da questa risentito per avere confidato, senza sua colpa, nella **validità del contratto**».

Pare evidente che, se una parte abbia confidato sulla validità del contratto, questo deve esser stato concluso sul piano fattuale, per poter essere dichiarato invalido. Può porsi, tuttavia, una questione suscettibile di ben altri sviluppi. Invero, la norma incentra la **validità del contratto** concretamente stipulato **sull'informazione dovuta** [*non ne ha dato notizia all'altra parte*]. È vero che il testo sembra distinguere fra la causa di invalidità del contratto, prospettata come un dato oggettivo ed autonomo, e la mancata informazione come generatrice di un danno; che in tal modo parrebbero coesistere due diverse vicende contrattuali: quella della validità-invalidità, regolata dalla sanzione tradizionale della nullità, e quella della responsabilità precontrattuale-contrattuale da omessa informazione, sanzionata dal risarcimento del danno, tuttavia ci si può chiedere se l'affidamento sulla validità del contratto, che è contenuto tipico della buonafede precontrattuale, contrattuale e postcontrattuale, non entri nella struttura del contratto attraverso la via dell'oggetto di esso, con la ricaduta sull'accordo delle parti (art. 1325 c.c.). Poiché l'omessa informazione **opera simultaneamente sull'oggetto del contratto**, che diviene impossibile o indeterminato, **e sull'accordo delle parti**, che non è più assistito da un consenso informato di almeno una delle parti stipulanti, ci si può chiedere se **l'obbligo di informazione non finisca di costituire un elemento di validità del contratto**, in quanto presupposto sia dell'oggetto che del consenso. Ma se così fosse, allora l'omessa informazione non sarebbe solo generatrice di risarcimento del danno, ma inciderebbe anche – e prima – sulla validità del contratto. Si tratta di un possibile *feed-back* sul piano del diritto civile delle regole applicabili a singoli contratti di investimento e del consumatore²³, che, operando su di un piano giuridico che presuppone la parità delle parti, verrebbe a connotare in modi anche più incisivi di quanto sinora ritenuti il generale principio di buonafede. La particolare gravità dell'omessa informazione potrebbe spingere la sanzione della nullità del contratto ed in aggiunta il risarcimento del danno.

²³ «deve rilevarsi come **le regole applicabili ai singoli contratti aventi ad oggetto gli strumenti finanziari derivati, per gli scopi sin qui indicati, sono destinate ad influenzare direttamente anche quelle generali del mercato**, oltre che gli equilibri economici che nella finanza regionale e locale si intendono assicurare. In altri termini, è indubbio che il legislatore, ponendo regole indirizzate al singolo rapporto negoziale, ha adottato una normativa suscettibile di incidere in via diretta anche sulla disciplina del segmento di attività economica costituito dal mercato finanziario in cui quella contrattazione si inserisce» (così Corte Cost. 18 febbraio 2010, n. 52, in motivazione).

In conclusione, la c.d. responsabilità precontrattuale costituisce una modalità per la determinazione del danno risarcibile derivante dalla violazione della buona fede: se precontrattuale-extracontrattuale, perché il contratto non è stipulato, il danno risarcibile sarà il c.d. interesse negativo; se precontrattuale-contrattuale, perché il contratto è stipulato, il danno risarcibile è quello derivante dalla responsabilità contrattuale, quando il danno precontrattuale sia correlato ad ulteriori danni legati da un nesso di causalità con il comportamento omesso; ove tali danni ulteriori non sussistano, allora il danno risarcibile resterà comunque quello proprio dell'interesse negativo²⁴.

Chiarita la questione della responsabilità precontrattuale suggerita dall'inciso iniziale dell'art. 28, co. 1 CONSOB [*Prima della stipulazione del contratto*], giova chiarire che l'innegabile ridondanza della normativa richiamata, rispetto al principio normativo di buona fede, di cui costituisce altrettante specificazioni si spiega agevolmente con l'esigenza di tutelare proprio quei principi di diritto europeo e costituzionale di cui si è già detto.

Sotto questo profilo viene in considerazione la rilevanza concreta dell'inquadramento sistematico dell'interpretazione coordinata della disciplina italiana rispetto a quella europea e costituzionale, che si focalizza sul canone di effettività. In altri termini: la normativa italiana deve essere interpretata ed applicata in termini di effettività. Il che significa che un'interpretazione ed applicazione in termini meramente proceduralizzati, cioè di apposizione di crocette su moduli standardizzati, è illegittima.

Infatti, il giudice, che è anzitutto comunitario (art. 4, par. 3, al. 2 T.U.E. LISBONA) ed anche nazionale (art. 111, co. 1 Cost.), deve interpretare le norme richiamate entro il quadro di riferimento dei superiori principi normativi dianzi richiamati.

In piena coerenza con quanto s'è detto si colloca l'insegnamento della Suprema Corte:

«In tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire **all'investitore un'informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto**, in relazione al-

²⁴ «Richiamando la distinzione già prima tracciata tra gli obblighi che precedono ed accompagnano la stipulazione del contratto d'intermediazione e quelli che si riferiscono alla successiva fase esecutiva, può subito rilevarsi come **la violazione dei primi** (ove non si traduca addirittura in situazioni tali da determinare l'annullabilità - mai comunque la nullità - del contratto per vizi del consenso) è **naturalmente destinata a produrre una responsabilità di tipo precontrattuale, da cui ovviamente discende l'obbligo per l'intermediario di risarcire gli eventuali danni. Non osta a ciò l'avvenuta stipulazione del contratto. Infatti, per le ragioni già da tempo poste in luce dalla migliore dottrina e puntualmente riprese dalla citata sentenza di questa corte n. 19024 del 2005 - alla quale si intende su questo punto dare continuità - la violazione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto assume rilievo non soltanto nel caso di rottura ingiustificata delle trattative, ovvero qualora sia stipulato un contratto invalido o inefficace, ma anche se il contratto concluso sia valido e tuttavia risulti pregiudizievole per la parte rimasta vittima del comportamento scorretto; ed in siffatta ipotesi il risarcimento del danno deve essere commisurato al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento tenuto in violazione dell'obbligo di buona fede, salvo che sia dimostrata l'esistenza di ulteriori danni che risultino collegati a detto comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto» (così CASS. CIV. sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in motivazione). Occorre segnalare che la massima ufficiale della sentenza citata è riduttiva della ratio decidendi enunciata dalla Suprema Corte, perché non evidenzia il duplice ruolo della responsabilità precontrattuale (e del danno conseguente), sul quale si sofferma la motivazione nel passo riferito.**

le caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente, e, a fronte di un'operazione non adeguata (nella specie, avente ad oggetto obbligazioni Mexico 10%), può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall'investitore in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute. All'operatività di detta regola - applicabile anche quando il servizio fornito dall'intermediario consista nell'esecuzione di ordini - non è di ostacolo il fatto che il cliente abbia in precedenza acquistato un altro titolo a rischio (nella specie, obbligazioni Telecom Argentina), perché ciò non basta a renderlo operatore qualificato ai sensi della normativa regolamentare dettata dalla Consob» (così CASS. CIV. sez. I, 25 giugno 2008, n. 17340).

Se indubbiamente la **diligenza, correttezza e trasparenza**, di cui all'art. 21 lg. cit., costituiscono i requisiti indispensabili per lo svolgimento dell'attività di proposta e gestione dell'investimento, che trovano il loro fondamento nell'**asimmetria informativa** di cui si è detto, e che integrano i valori fondanti di una corretta ed effettiva informazione, nondimeno il principio di informazione enunciato nello stesso articolo si fonda proprio sulla bidirezionalità dell'informazione, **acquisendo e dando** le informazioni del caso. E nello stesso senso deve esser letto l'art. 28, co. 1, lett. a) del regolamento CONSOB, che di quel generale principio costituisce una mera enucleazione ed esplicazione.

Il principio di indipendenza non indica soltanto una sorta di indipendenza **dall'investitore**, ma, al contrario, anche l'indipendenza **per l'investitore**: quindi una valutazione in tutela dell'investitore dalle pressioni o perturbazioni esterne e frastornanti per l'investitore stesso, che possono derivare o essere derivate da tambureggianti e non sempre disinteressate campagne di informazione giornalistica, pur se correlate all'andamento del mercato mobiliare.

In una parola: dovere rigoroso di informazione affinché le scelte dell'investitore siano consapevoli; libertà di mezzi di gestione non di obiettivi strategici, che non appartengono al mandatario ma solo all'investitore, il quale deve poter prestare in relazione ad essi un puntuale **consenso, concretamente ed effettivamente informato**.

L'informazione – nei termini di effettività delineati – deve proseguire in corso di esecuzione del contratto, posto che essa non solo integra il canone normativo di buona-fede contrattuale in via di esecuzione (il che sarebbe già civilisticamente sufficiente), ma anche vale a realizzare la tutela effettiva (il che significa: la consapevolezza effettiva e quindi il consenso informato) dell'investitore in corso di esecuzione del contratto, così da consentirgli di effettuare la scelta più radicale, fra il mantenimento, magari modificato, dell'investimento o il disinvestimento (art. 28, co. 2 regolamento cit.).

Tutto ciò è perfettamente in linea con i principi di diritto europeo.

2.3.1.2.- L'operatore qualificato

L'art. 31 concerne l'operatore qualificato.

Dispone la norma:

«Art. 31 - (Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori)

1. A eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati non si applicano le disposizioni di cui agli articoli 27, 28, 29, 30, comma 1, fatta eccezione per il servizio di gestione, e commi 2 e 3, 32, commi 3, 4 e 5, 37, fatta eccezione per il comma 1, lettera d), 38, 39, 40, 41, 42, 43, comma 5, lettera b), comma 6, primo

periodo, e comma 7, lettere b) e c), 44, 45, 47, comma 1, 60, 61 e 62.

2. *Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante».*

La novità consiste nella definizione precisa di una categoria più ristretta, di quella di «**controparte qualificata**» prevista dall'art. 24 Direttiva 2004/39²⁵, di soggetti esenti dall'obbligo informativo.

Si è posto il problema della tassatività o meno dell'elenco di soggetti esenti, a fronte di un'interpretazione argomentata come estensiva, ma in concreto analogica, in quanto mirata ad includere nell'ambito dei soggetti esenti anche sottocategorie non previste.

L'art. 2, co. 2 quater, lett. d) T.U.F. ha fissato le categorie degli operatori qualificati cui non si applicano gli obblighi di informazione, così stabilendo un'eccezione al generale obbligo di informazione di cui all'art. 21 T.U.F.

Ma proprio perché detta esenzione costituisce un'eccezione al generale obbligo suddetto, attuativo dell'omologo principio di diritto europeo, consegue che tale eccezione non può essere applicata se non secondo stretto diritto, e così rigorosamente per i soggetti considerati dall'art. 31 del Regolamento CONSOB. Il che esclude qualsiasi estensione analogica, sia pure mascherata come interpretazione estensiva.

Anche una considerazione ab intrinseco delle categorie di soggetti dimostra la vacuità del tentativo di estensione: la norma, primaria e regolamentare, prevede un'elencazione fondata sull'oggetto dell'impresa, e quando ha introdotto una categoria di chiusura generale – quella relativa alle persone fisiche, non più alle imprese od a enti collettivi – l'ha fatto espressamente, così dimostrando la tassatività dell'elencazione. Circa la categoria da ultimo considerata occorre sottolineare come essa concerna sì persone fisiche, ma che abbiano documentato, **prima della stipulazione dello specifico contratto considerato**, il possesso dei requisiti esplicitamente richiesti. Il riferimento al **momento cronologico** discende dal fatto che **solo se quella documentazione sia anteriore alla stipulazione** viene meno l'obbligo di informazione. Se la documentazione fosse esibita successivamente, sarebbe inutile dal momento che l'obbligo dev'essere stato già adempiuto. La norma ha anche il pregio di **escludere rilevanza alla putatività** della qualifi-

²⁵ Sopra § 2.1.3.

cazione: l'informatore non può giustificare l'omessa informazione con l'assunto del fatto che "credeva" che l'interlocutore fosse qualificato. In parole chiare: la putatività è colpa per negligenza.

Intendo sottolineare come la norma escluda che l'esenzione possa essere utilizzata *a posteriori* per giustificare l'omessa informazione, per una ragione assai chiara: se l'intermediario ha omesso l'informazione e solo successivamente viene a sapere della speciale qualifica, ciò significa che l'obbligo informativo è comunque già stato violato. In questo caso si potrà discutere della gravità, o meno, dell'inadempimento, ma solo a condizione che si dimostri l'effettivo possesso dei requisiti, al momento della stipulazione.

2.3.2.- Il Regolamento CONSOB 2007, n. 16190

Il nuovo Regolamento stabilisce, all'**art. 27**, i requisiti generali della informazione, introducendo il principio del consenso informato:

«1. Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni pubblicitarie e promozionali sono chiaramente identificabili come tali.

2. Gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono:

a) all'impresa di investimento e ai relativi servizi;

b) agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento;

c) alle sedi di esecuzione, e

d) ai costi e oneri connessi».

All'**art. 28** del medesimo Regolamento, che stabilisce le condizioni per informazioni corrette, chiare e non fuorvianti:

«1. Ai fini di cui all'articolo 27, comma 1, gli intermediari assicurano che tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, rivolte a clienti al dettaglio o potenziali clienti al dettaglio, o probabilmente dagli stessi ricevute, soddisfino le condizioni di cui al presente articolo.

2. Le informazioni:

a) includono la denominazione dell'intermediario;

b) non sottolineano gli eventuali vantaggi potenziali di un servizio di investimento

o di uno strumento finanziario senza fornire anche un'indicazione corretta ed evidente di eventuali rischi rilevanti;

c) hanno un contenuto e sono presentate in modo che siano con ogni probabilità comprensibili per l'investitore medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute;

d) non celano, minimizzano od occultano elementi o avvertenze importanti.

3. Quando le informazioni raffrontano servizi di investimento o accessori, strumenti finanziari o soggetti che prestano servizi di investimento o accessori, esse soddisfano le seguenti condizioni:

a) il raffronto è presentato in modo corretto ed equilibrato;

b) le fonti di informazione utilizzate per il raffronto sono specificate;

c) i fatti e le ipotesi principali utilizzati per il raffronto vengono indicati.

4. Quando le informazioni contengono un'indicazione dei risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice finanziario o di un servizio di investimento, esse soddisfano le condizioni seguenti:

a) tale indicazione non costituisce l'elemento predominante della comunicazione;

b) le informazioni forniscono dati appropriati sui risultati riguardanti:

b1) i cinque anni immediatamente precedenti, ovvero

b2) l'intero periodo durante il quale lo strumento finanziario è stato offerto, l'indice finanziario è stato creato o il servizio di investimento è stato fornito se inferiore a cinque anni, oppure

b3) un periodo più lungo eventualmente deciso dall'intermediario.

In ogni caso tali dati sono basati su periodi completi di 12 mesi;

c) il periodo di riferimento e la fonte delle informazioni sono chiaramente indicati;

*d) le informazioni contengono l'avviso **evidente** che i dati si riferiscono al passato e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri;*

e) quando tale indicazione si basa su dati espressi in una valuta diversa da quella dello Stato comunitario nel quale il cliente al dettaglio o il potenziale cliente al dettaglio è residente, le informazioni indicano chiaramente tale valuta e avvertono che il rendimento può aumentare o diminuire a causa di oscillazioni del cambio;

f) quando l'indicazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo

delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri.

5. *Quando le informazioni includono o fanno riferimento a elaborazioni basate su dati storici, esse devono riguardare uno strumento finanziario o un indice finanziario e soddisfare le condizioni seguenti:*

a) *le elaborazioni basate su dati storici sono basate su dati reali di uno o più strumenti finanziari o indici finanziari che siano identici o soggiacenti allo strumento finanziario in questione;*

b) *per quanto riguarda i dati storici reali di cui alla lettera a), sono soddisfatte le condizioni di cui al comma 4, lettere a), b), c), e) e f);*

c) *le informazioni contengono l'avviso in forma **evidente** che i dati si riferiscono a elaborazioni basate su dati storici e che i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri.*

6. *Quando le informazioni contengono stime sui risultati futuri, esse soddisfano le condizioni seguenti:*

a) *non si basano né contengono riferimenti a proiezioni di risultati passati;*

b) *si basano su ipotesi ragionevoli supportate da dati obiettivi;*

c) *quando l'informazione è basata sui risultati lordi, viene comunicato l'importo delle commissioni, delle competenze o degli altri oneri;*

d) *evidenziano che tali previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri.*

7. *Quando le informazioni fanno riferimento ad uno specifico trattamento fiscale esse indicano in modo **evidente** che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale di ciascun cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.*

8. *Le informazioni non possono indicare o suggerire che l'autorità competente avalli o approva i prodotti o i servizi oggetto dell'informazione».*

2.3.2.2.- *Le linee di interpretazione del Regolamento 16190*

Il nuovo Regolamento ricalca, passo passo, quanto ho detto sul piano generale della comunicazione, specificandolo assai meglio di quanto avesse fatto quello precedente.

*Il **primo** comma dell'art. 27 esplicita il principio di diritto europeo di cui all'art. 19, par. 2 Direttiva 2004/39 sull'obbligo di distinguere l'informazione finanziaria dall'attività di marketing²⁶. Sul piano giuridico la norma è superflua, dal momento che il principio di diritto è vigente da sette anni; è opportuna, perché toglie qualsiasi alibi all'informatore.*

*Il **secondo** comma regola la formazione del **consenso informato**, che diviene in-*

²⁶ Sopra § 2.1.1.

discutibilmente il cardine dell'informazione finanziaria, sul presupposto fondante della asimmetria di informazioni fra cliente e informatore²⁷. Esso stabilisce anche in modo univoco il perimetro della **standardizzazione** dell'informazione, delimitandone gli oggetti, e quindi mettendo fine – almeno si spera – al regime delle crocette, esattamente in conformità al diritto europeo²⁸.

L'art. 28 al secondo comma impone all'informatore la chiara indicazione del **rapporto rischi/benefici**. Neppure in questo caso si tratta di un'innovazione perché il principio di diritto era già nel sistema ed era imposto dal diritto europeo; si tratta della sua esplicitazione chiara, tale da togliere alibi alla **dissimulazione**, di cui ho detto²⁹.

La novità, che è tale solo sul piano formale non certo su quello giuridico, è costituita dalla prescrizione dell'obbligo di **comprensione empatica³⁰ della ricezione informativa** da parte del cliente, all'art. 28, co. 2, lett. c, così esplicitando il *considerando* n. 37 della Direttiva 2004/39³¹.

In forma indiretta, ma indubbiamente efficace, l'art. 28, co. 3, lett. b) impone l'obbligo di **informazione dell'informatore**. Se, infatti, l'informatore deve rendere esplicite le fonti informative utilizzate per dare l'informazione finanziaria al cliente, è ovvio che debba conoscerle egli stesso, diversamente non può dare un'informazione finanziaria adeguata.

Il sesto comma dell'art. 28 dà piena attuazione all'art. 19 della Direttiva 2004/39 dianzi considerato³², rendendo esplicito e diffuso quanto già lo era sul piano giuridico del diritto europeo.

L'art. 28 si chiude, al comma ottavo, con un divieto significativo, già implicito nel quadro di protezione già delineato e mirato alla prevenzione di un'**informazione suggestiva**, basata sulla vera (o peggio: presunta) approvazione da parte di un'autorità del prodotto o servizio oggetto dell'informazione. È sin troppo evidente che un'approvazione siffatta, pur esistente, si fonda su criteri che non sono automaticamente trasferibili al cliente, che è agito da pulsioni del tutto diverse e personali. Di qui il divieto stabilito.

Con una valutazione complessiva si può dire che i due articoli del nuovo Regolamento non contengono innovazioni rispetto al quadro giuridico entro il quale si inseriscono, come ho cercato di dimostrare. Contengono, invece, un'esplicitazione di quel quadro tale da eliminare potenzialmente tutta una serie di distorsioni informative che in maggiore o minore buona fede s'era mostrata nel decennio precedente, favorendo realmente la chiarezza ed onestà informative perseguite dal diritto europeo.

In questa prospettiva si deve osservare che l'art. 28, manifesta un'indiscutibile ossessione per l'**evidenza**: la nozione ricorre ben quattro volte nel testo (co. 2, lett. a; 4, lett. d; 5, lett. c; 7). Nessuna norma, che io conosca, palesa una così chiara, insistita preoccupazione per l'evidenza. Appare ovvio dedurne che si tratta di una finalità preponderante nel quadro normativo delineato, mirata ad affermare, al di là di ogni dubbio, che l'informazione dev'essere – appunto – evidente, cioè manifesto in modo immediato e senza mediazioni. Letteralmente: *sotto la vista di tutti*. Ma anche: *innegabile*, significato in cui trapela sia la tutela dell'informato, che quella dell'informatore. Ulteriormente connotando, in tal modo, la comunicazione finanziaria.

²⁷ Sopra § 1.2.; 2.1.; 2.1.2.; 2.3.1.1.

²⁸ Sopra § 2.1.1.1.

²⁹ Sopra § 1.3.; 1.3.1.; 2.1.1.; 2.1.1.1.

³⁰ Sopra § 1.2.

³¹ Sopra § 2.1.

³² Sopra § 2.1.

A quelle riferite si debbono aggiungere le altre disposizioni significative in questa sede: l'art. 30 riguardante l'informazione sulla **possibilità di deposito degli strumenti acquistati anche presso altri intermediari**; l'art. 31 che prescrive **quali siano le informazioni dovute in ordine alla rischiosità**; l'art. 32, concernente le **informazioni sui costi e sugli oneri**;

Sul piano più strettamente giuridico, si deve osservare che quegli articoli hanno un contenuto comportamentale: prescrivono o vietano comportamenti inerenti le mille sfaccettature del dovere di informazione, sicché la loro violazione incide nell'adempimento o inadempimento contrattuale, con effetto sulla risoluzione dello specifico contratto, ex art. 1453 c.c., e quindi sul risarcimento del danno.

Infine, essendo consapevole delle sottili capacità di lettura formalistica proprie della cultura giuridica italiana, intendo sottolineare come, nonostante l'analiticità delle disposizioni considerate, **non se ne può inferire che il rispetto pedissego delle stesse esaurisca l'ambito degli obblighi informativi**. Si può affermare che esso copre la sicuramente stragrande maggioranza dei casi in materia, ma deve restare assolutamente chiaro che, se il caso concreto non è riconducibile ad alcuna delle prescrizioni analitiche considerate, ciò non significa esonero dagli obblighi informativi; significa che riprendono piena efficacia i principi normativi generali in materia, che debbono essere modulati sul caso di specie.

Solo in questo modo il capo delicatissimo della comunicazione finanziaria può ritenersi adeguatamente tutelato.

2.3.2.3.- La controparte qualificata

Dispone in proposito l'art. 58 del nuovo Regolamento, con una disciplina che ricalca quella previgente dell'art. 31³³, onde valgono in proposito i rilievi già svolti.

La norma, tuttavia, è integrata dalla trasposizione sul trattamento della regolamentazione europea, che prevede la possibilità, per l'interessato, di richiedere il trattamento dovuto all'investitore comune, così da godere di tutte le informazioni proprie della normale informazione finanziaria³⁴.

2.4.- L'ONERE DELLA PROVA

L'onere della prova è regolato dall'art. 23, co. 6 T.U.F.:

«Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta».

Sul piano giuridico la norma può apparire inutile, dal momento la disciplina dell'onere della prova è già stabilita dal sistema ordinario di ripartizione: a presunzione di colpa salva la prova contraria, ex art. 1218 c.c. A sua volta applicazione specifica del canone di ripartizione dell'onere della prova, secondo cui, costituendo l'inimputabilità dell'inadempimento il fatto impeditivo dell'avversa domanda ex art. 2697, co. 2 c.c.

E certamente è superflua in tema di responsabilità contrattuale, perché in tal caso effettivamente essa replica la disciplina generale³⁵ sulla ripartizione dell'onere della

³³ Sopra §2.3.1.2.

³⁴ Sopra § 2.1.3.

³⁵ «*In tema di prova dell'inadempimento di una obbligazione, il creditore che agisca per la risoluzione contrattuale, per il risarcimento del danno, ovvero per l'adempimento deve soltanto provare la fonte (negoziale o legale) del suo diritto ed il relativo termine di scadenza, limitandosi alla mera allegazione della circostanza dell'inadempimento della controparte, mentre il debitore convenuto è gravato dell'onere della prova del fatto estintivo dell'altrui pretesa, costituito dall'avvenuto adempimento, ed eguale criterio di riparto dell'onere della prova deve ritenersi applicabile al caso in cui il debitore convenuto per l'adempimento, la risoluzione o il risarcimento del danno si avvalga dell'eccezione di inadempimento*

prova. È, invece, fortemente innovativa in tema di responsabilità extracontrattuale, quando – secondo i canoni generali – l'onere della prova grava interamente sul danneggiato, anche in punto *an debeat*. Sotto questo profilo, la norma rappresenta una indubbia agevolazione per il cliente.

Inoltre essa ha il pregio indubitabile di far chiarezza in modo inequivoco in argomento, così evitando strumentali conflittualità in argomento.

Ma proprio perché la norma costituisce, per il profilo evidenziato, un'eccezione alla disciplina generale dell'onere della prova, è a sua volta soggetta ad una applicazione di stretto diritto e quindi unicamente alle domande che siano ricomprese nell'ambito delle fattispecie enunciate³⁶: non costituisce una norma generale di ripartizione dell'onere della prova in materia finanziaria.

2.4.1.- L'onere della prova del nesso di causalità e del danno

Tutto questo chiarito in punto *an debeat*, occorre rammentare che in ordine al nesso di causalità ed al *quantum* del danno l'onere della prova grava sul danneggiato, rappresentando il fatto costitutivo della sua domanda.

Se di regola non si pongono particolari problemi sul piano della prova del nesso di causalità, che deve comunque essere argomentato sul piano controfattuale [*il danno non sarebbe seguito, perché non sarebbe avvenuto l'acquisto dei titoli a rischio, se ...*], occorre spendere qualche parola in ordine alla misura del danno, tenendo conto del fatto che alcuni dei titoli ad alto rischio generatori di un elevato contenzioso (le obbligazioni ARGENTINA; le obbligazioni PARMALAT), stanno recuperando un qualche valore.

In proposito, occorre sottolineare un principio.

Il danno risarcibile è solo il danno **effettivo, diretto ed immediato**, ex art. 1223 c.c., subito dalla parte. Ciò significa che il danno, sia emergente che da lucro cessante, è liquidato dalla sentenza.

Ora, il danno emergente non può superare il valore investito nei titoli a rischio e **deve essere diminuito del valore attuale degli stessi**, al momento della sentenza. Ma, poiché il danno emergente effettivo è rappresentato dal valore differenziale fra la somma investita ed il valore attuale, **l'onere della prova grava sull'investitore, trattandosi del fatto costitutivo della sua domanda, ex art. 2697, co. 1 c.c.**

Identico discorso vale per il lucro cessante, la cui prova è sempre incidente sul

ex art. 1460 cod. civ. (risultando, in tal caso, invertiti i ruoli delle parti in lite, poiché il debitore eccipiente si limiterà ad allegare l'altrui inadempimento, ed il creditore agente dovrà dimostrare il proprio adempimento, ovvero la non ancora intervenuta scadenza dell'obbligazione). Anche nel caso in cui sia dedotto non l'inadempimento dell'obbligazione, ma il suo inesatto adempimento, al creditore istante sarà sufficiente la mera allegazione dell'inesattezza dell'adempimento (per violazione di doveri accessori, come quello di informazione, ovvero per mancata osservanza dell'obbligo di diligenza, o per difformità quantitative o qualitative dei beni), gravando ancora una volta sul debitore l'onere di dimostrare l'avvenuto, esatto adempimento» (così CASS. CIV. sez. III, 12 febbraio 2010, n. 3373; conformi CASS. CIV. Sez. II, 20 gennaio 2010, n. 936; sez. I, 5 aprile 2005, n. 7081; sez. III, 8 ottobre 2004, n. 20073; sez. I, 21 agosto 2004, n. 16530; sez. III, 21 giugno 2004, n. 11488; sez. III, 28 maggio 2004, n. 10297; sez. lav., 9 febbraio 2004, n. 2387; sez. III, 15 novembre 2002, n. 16092; sez. II, 5 agosto 2002, n. 11717; Sez. III, 8 maggio 2001, n. 6386; ed infine, la sentenza che segna l'avvio del consolidato indirizzo Sez. Un. 30 ottobre 2001, n. 13533).

³⁶ «La previsione di cui all'art. 23, comma 6, del d.lgs. n. 58 del 1998, che pone a carico dei soggetti abilitati all'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare "l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta", riguarda esclusivamente i giudizi di risarcimento del danno e non trova pertanto applicazione nel giudizio avente ad oggetto la ripetizione dell'indebitto, promosso nei confronti di un istituto bancario dal titolare di un conto corrente e di un contratto di custodia di titoli» (così CASS. CIV. sez. I, 6 agosto 2009, n. 17996).

danneggiato, e che può esser data in ogni modo, anche per presunzioni.

Occorre segnalare che la contestazione della misura del danno da parte del danneggiante, nel caso in cui – come accade frequentemente – il danneggiato rifiuti di dare la prova, comporta la reiezione della domanda *in toto*, per inottemperanza all'onere della prova sul danno.

È frequente, da parte degli intermediari, la richiesta di applicazione di alcuna delle due fattispecie di cui all'**art. 1227 c.c.**, quasi che si trattasse di ipotesi equivalenti.

Le due fattispecie sono diametralmente diverse: quella di cui al **primo** comma concerne il **nesso di causalità e di conseguenza la misura del danno**, cui abbia concorso il danneggiato; quella di cui al **secondo** comma concerne invece la **misura del danno, interamente causato dal danneggiante**, ma aggravato o comunque non diminuito da colpa del danneggiato. Entrambe le fattispecie incidono sul *quantum* del danno, ma per ragioni diverse: la **prima** per un comportamento del danneggiato tenuto **antece-**
dentemente all'evento dannoso; la **seconda** per un comportamento del danneggiato tenuto **successivamente** all'evento dannoso.

A tale differenza ontologica si accompagna un diverso regime della rilevabilità di ciascuna ipotesi: la **prima è rilevabile d'ufficio**, in quanto incidendo sul nesso di causalità, incide su di uno dei principali fatti costitutivi dell'evento dannoso; la **seconda è rilevabile solo dalla parte**, in quanto postula una deduzione di fatti ignorati dal giudice.

Trasferendo sul piano del danno da investimento finanziario i principi richiamati, si deve chiarire che, mentre la prima fattispecie è di scarsa rilevanza autonoma, in quanto essa è provata documentalmente dalla dissuasione opposta dall'intermediario e dalla volontà di acquisto successiva dimostrata dall'acquirente (sempre che l'informazione sia avvenuta in modo reale ed effettivo), la seconda può incontrare una applicazione più ampia.

È sufficiente ipotizzare, da parte dell'intermediario, una segnalazione di rischio imminente con la sollecitazione a vendere i titoli: se ciò non sia avvenuto da parte dell'investitore, il danno risarcibile sussiste, ma è rappresentato, ex art. 1227, co. 2 c.c., **dalla differenza fra il valore investito ed il valore che si sarebbe ricavato dalla vendita tempestiva.**

2.4.2.- L'onere della prova vincolata

È noto che, nella vicenda economica relativa ad un investimento, la disciplina ricorre spesso a forme vincolate di prova: scritta *ad probationem*, ovvero audio.

Ed in proposito è usuale che l'intermediario invochi il decorso del termine di conservazione documentale, per dedurre la propria impossibile ottemperanza all'onere della prova. In sostanza stabilendo un'inammissibile equivalenza fra il termine di conservazione della prova vincolata e l'onere della prova: superato il termine di conservazione, l'intermediario sarebbe esonerato dall'onere della prova.

Il che è manifestamente erroneo.

La distruzione della prova non esime affatto dall'onere della prova; se opera la distruzione, lo farà legittimamente, ma si pone per ciò stesso nell'impossibilità di ottemperare all'onere della prova, con le conseguenze ovvie.

Salva la possibilità, di applicare in via analogica, la norma generale sulla prova testimoniale di cui all'art. 2724, n. 3 c.c.: poiché la prova vincolata è stata distrutta; poiché tale distruzione è avvenuta legittimamente; poiché, quindi, la perdita di detta prova è avvenuta senza colpa della parte onerata, consegue che è ammissibile, in via di eccezione, la prova testimoniale. E quindi anche per presunzioni, ex art. 2729 c.c.

A maggior ragione se i documenti prodotti dall'investitore o dall'intermediario

configurino un principio di prova scritta, ex art. 2724, n. 1 c.c.

Si vuole mettere in evidenza che l'ottemperanza all'onere della prova è sempre possibile. Se non sia rispettato, sovviene la nota *regula iuris* di decisione.

3.- LA SINTESI

Si sono prese le mosse da un quadro generale sulla comunicazione interpersonale via via focalizzata sulla comunicazione in materia finanziaria, al fine di acquisire elementi di interpretazione e applicazione della normativa incidente sull'informazione finanziaria.

Quindi, si è tracciato un quadro ricostruttivo generale della normativa specifica, considerando – nella prospettiva delle fonti multilivello del diritto – dapprima il profilo di diritto europeo, che costituisce la trama di fondo ineludibile della normativa di protezione. Poi il profilo costituzionale, rilevando la povertà delle norme relative e della dottrina sviluppatasi intorno ad esse e sottolineando che, proprio nell'ambito della prospettiva anzidetta, la disciplina europea assume un ruolo – peculiare di questa branca del diritto – di attuazione dei principi costituzionali, configurando un *unicum* di rango normativo superiore ed inderogabile.

Infine si è considerata la normativa domestica, delineata nella fonte primaria di legge e poi considerata nella fonte subprimaria del Regolamento CONSOB. Considerato quest'ultimo sul piano diacronico e quindi nella successione dei due regolamenti specifici della materia, evidenziando sia la rilevanza delle argomentazioni derivanti dal quadro generale iniziale, sia la conformità alla fonte multilivello superiore. Tentando altresì di segnalare l'evoluzione fra i due regolamenti.

Da ultimo si sono prospettati alcuni problemi in relazione all'onere della prova, in tanto in quanto concerne la comunicazione finanziaria, con l'estensione alla prova del danno.