

# NOTE SULLA RESPONSABILITÀ DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI TRA REGOLE GENERALI E SETTORIALI

**Giuseppe Rossi**

SOMMARIO: 1. Pluralità di ambiti di disciplina dell'intermediazione finanziaria. - 2. Il diritto privato generale come fonte di regole di disciplina del rapporto intermediario-investitore. - 3. Relazioni tra diritto privato generale e regole settoriali in tema di intermediazione finanziaria. - 4. Accesso e valore dell'informazione nei plessi di regole rilevanti. - 5. Segue. Tutela dell'investitore e garanzia dell'efficienza del mercato nella direttiva Mifid. - 6. L'investitore cliente professionista "su richiesta". - 7. Disciplina consumeristica e regole settoriali come plessi coesistenti di discipline ed inderogabilità convenzionale delle tutele spettanti al consumatore-risparmiatore.

## **1. Pluralità di ambiti di disciplina dell'intermediazione finanziaria**

La disciplina dell'intermediazione finanziaria offre un esempio significativo dell'obsolescenza dell'idea, fondamentale nella storia del pensiero giuridico soprattutto europeo, del diritto come sistema unitario e coerente. Sempre più spesso, in effetti, il diritto è, più che sistema compiuto in sé, innanzitutto ricostruzione di relazioni tra sistemi di regole aventi fonti, ambiti di applicazione, obiettivi e competenze applicative differenti.

Il tema della responsabilità degli intermediari finanziari, infatti, tocca plessi normativi che si fondano su capisaldi sistematici diversi, ed in alcuni casi antitetici, come:

- il diritto privato generale;
- la disciplina di origine comunitaria di tutela dei consumatori, di cui in particolare al d.lgs. 6 settembre 2006, n. 206 (Codice del consumo), e specialmente agli artt. 20 e segg. del medesimo, in tema di pratiche commerciali sleali, 33 e segg., in tema di clausole vessatorie, e 67 *bis* e segg., in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori;
- la disciplina, pure di origine comunitaria, del mercato finanziario di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), ed in particolare agli artt. 21 e segg. e 32 *bis* e segg., e relativa regolamentazione attuativa della CONSOB;
- la disciplina dell'attività bancaria, che mi limito qui a menzionare, rilevante soprattutto in un contesto come quello nazionale, ove buona parte dell'attività di intermediazione finanziaria, soprattutto nei confronti di risparmiatori, è svolta appunto, dagli istituti di credito.

## **2. Il diritto privato generale come fonte di regole di disciplina del rapporto intermediario – investitore**

La scelta, compiuta dal nostro ordinamento, per la "via amministrativa" nell'attuazione delle direttive sia di tutela dei consumatori (compresa la direttiva 2005/29, in tema di pratiche

commerciali sleali), sia di disciplina del mercato finanziario (inclusa la fondamentale direttiva 2004/39, nota come “Mifid”), non deve condurre all’illusione ottica dell’irrelevanza del diritto privato generale nella disciplina dei rapporti tra intermediari finanziari ed investitori.

Al contrario, il diritto privato generale resta il tramite necessario tra le regole di condotta dell’imprenditore – compreso l’intermediario finanziario – previste dalle norme di recepimento delle direttive comunitarie la cui applicazione è demandata innanzitutto ad amministrazioni pubbliche, quali la CONSOB o l’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, e la tutela dei diritti soggettivi delle parti di ciascun singolo rapporto.

Il contenzioso tra consumatori ed imprenditori - professionisti, tra investitori ed intermediari finanziari relativo a singoli rapporti si incardina, e non può che essere così, dinanzi alla giurisdizione ordinaria; il diritto privato generale, nel contesto di questo contenzioso, fornisce:

- categorie generali: la buona fede di cui all’art. 1175, cod. civ., la diligenza di cui all’art. 1176, la colpa di cui all’art. 2043 cod. civ., etc., entro le quali inquadrare regole di condotta specifiche dettate, per il professionista in generale o per l’intermediario finanziario in particolare, dalle regole del Codice del consumo o del TUF la cui applicazione è affidata alle Autorità amministrative indipendenti; e
- l’apparato rimediale a diretta tutela dei diritti soggettivi di cui queste discipline difettano, e che lo stesso diritto comunitario di riferimento, per sua natura, mutua dagli ordinamenti interni, salvo il rispetto dei principi di effettività e di non discriminazione: questo apparato rimediale si compone, come è ovvio, di strumenti quali il risarcimento dei danni, ai sensi degli artt. 1218 e 2043, cod. civ., la risoluzione del contratto per inadempimento, le invalidità negoziali.

### **3. Relazioni tra diritto privato generale e regole settoriali in tema di intermediazione finanziaria**

La relazione tra regole del diritto privato generale e regole specifiche, ed in particolare regole settoriali in tema di intermediazione finanziaria, richiede di essere approfondita: ove alla regola generale fosse negato ogni residuo ambito di applicazione, a favore della regola settoriale, in nome del principio di specialità, vi è il rischio che la regola specifica operi, con eventuale eterogenesi dei fini, limitando la tutela di interessi che si intendono, in effetti, proteggere.

Questo potrebbe accadere, ad esempio, qualora il rigido rispetto delle regole in tema di forme negoziali e pre-negoziali, o di *iter* di formazione e manifestazione della volontà, che costituiscono uno degli elementi caratterizzanti della disciplina del mercato finanziario, fosse ritenuto idoneo ad esaurire, di per sé, il contenuto della diligenza esigibile dall’intermediario finanziario nella prestazione dei propri servizi. La tutela dell’investitore si ridurrebbe, così, a mero esercizio di diligente compilazione e sottoscrizione di modulistica.

D’altro canto, esiste anche il rischio opposto, vale a dire che la regola generale funga da strumento di indebita dilatazione delle responsabilità poste a carico degli intermediari finanziari dalle regole di settore, pregiudicando, nel perseguimento di un maggiore livello di tutela

dell'investitore, altri interessi che pure queste ultime regole intendono salvaguardare, ad esempio legati alla celerità ed efficienza di funzionamento dei mercati finanziari.

Questo potrebbe accadere, ad esempio, qualora si ritenessero sistematicamente inefficaci, se non addirittura nulli, atti di consapevole assunzione di rischi da parte di soggetti, diversi dai risparmiatori-consumatori, cui la disciplina di settore attribuisce più ampi spazi di autonomia ed auto-determinazione della propria stessa qualità soggettiva.

Il principio di specialità, in altri termini, potrebbe non costituire sempre una regola autosufficiente per definire i rapporti tra i plessi di regole del diritto privato generale e della disciplina settoriale; a questo scopo, soccorre un'analisi dei presupposti fondamentali e degli interessi tutelati di ciascuno di tali sistemi di regole.

#### **4. Accesso e valore dell'informazione nei plessi di regole rilevanti**

Caposaldo del diritto contrattuale generale è che i soggetti operino su un piano di tendenziale parità per quanto riguarda l'accesso all'informazione, ed il valore della stessa.

Questo presupposto è condiviso in parte dalle regole in tema di intermediazione finanziaria ed è, viceversa, rifiutato dalla disciplina di tutela dei consumatori, fondata sul diverso presupposto per cui il consumatore dovrebbe sostenere, per l'accesso ad informazioni aggiuntive, costi marginali superiori alla loro utilità, od in alcuni casi costi talmente elevati da dare luogo a barriere all'accesso all'informazione insuperabili.

Ciò spiega perché la disciplina di tutela del consumatore si caratterizzi per la non disponibilità sia della qualità di consumatore, sia delle tutele che ad essa sono ricollegate: cfr., ad esempio, l'art. 134, Codice del consumo, in tema di garanzie nelle vendite dei beni di consumo e, soprattutto, l'art. 67 – *octies decies*, in tema di irrinunciabilità dei diritti attribuiti al consumatore dalla disciplina in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari.

La medesime regole consumeristiche pongono limiti di protezione all'autonomia negoziale del consumatore (cfr. l'art. 36, comma 2, Codice del consumo), e consentono di superare la presunzione di vessatorietà dell'ampio ventaglio di clausole di cui all'art. 33, comma 2, Codice del consumo soltanto attraverso la prova – di cui è onerato il professionista che disciplini in maniera uniforme determinati rapporti contrattuali - della "trattativa individuale", vale a dire del fatto che il consumatore non soltanto è stato informato del contenuto della clausola, ma ha avuto la concreta possibilità di concorrere alla determinazione del medesimo.

In altri termini, l'ordinamento presume che il consumatore non possieda le informazioni necessarie per negoziare su un piano di parità con la controparte professionista: su quest'ultima grava il non facile onere di provare il contrario. Una pura e semplice rinuncia in via preventiva del consumatore alla propria qualità, appunto, di consumatore, od a invocare l'applicazione delle disposizioni a propria tutela, sarebbe intuitivamente priva di qualsiasi utilità.

Si può dire, quindi, che mentre il diritto privato generale presuppone che il soggetto acquisisca esattamente l'informazione ottenibile mediante le risorse che egli è disposto ad impiegare per remunerare il valore di tale informazione, così massimizzando la propria funzione di utilità, il diritto dei consumatori parte da una presunzione opposta.

La disciplina dell'intermediazione finanziaria segue una via mediana.

## **5. Segue. Tutela dell'investitore e garanzia dell'efficienza del mercato nella direttiva Mifid**

Gli obiettivi della direttiva 2004/39 (Mifid) sono enunciati nel secondo considerando, che rileva la necessità di una disciplina che sostituisca la previgente direttiva 93/22 per:

- assicurare il grado di armonizzazione dei diritti interni necessario per poter offrire agli investitori un elevato livello di protezione e
- consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la Comunità, nel quadro del mercato unico, sulla base della vigilanza nello Stato membro d'origine.

Allo stesso modo, il considerando 17 identifica i due obiettivi dell'intervento normativo comunitario nella garanzia della tutela degli investitori e della stabilità del sistema finanziario, ed il considerando 71 indica lo "scopo di creare un mercato finanziario integrato, nel quale gli investitori siano efficacemente tutelati e l'efficienza e l'integrità del mercato nel suo insieme siano salvaguardate".

La tutela degli investitori, dunque, è soltanto uno degli obiettivi della direttiva, che necessita di essere coordinato con l'altro, rappresentato dalla creazione di un efficiente mercato unico europeo dei servizi finanziari, ove gli strumenti finanziari circolino con adeguate rapidità e certezza dei rapporti ed ove le imprese che forniscono servizi di investimento debbono essere esposte a responsabilità tendenzialmente omogenee tra gli Stati membri, e proporzionate rispetto ai differenti obiettivi posti alla base dell'intervento comunitario.

Di conseguenza, la direttiva accoglie il principio (considerando 31) per cui la tutela degli investitori è improntata ad un meccanismo di gradualità, che fa sì che "le misure destinate a proteggere gli investitori" siano "adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti *retail*, professionali e controparti)"; ancora, la direttiva (considerando 30) assume che "un servizio dovrebbe essere considerato come prestato su iniziativa del cliente a meno che il cliente lo richieda in risposta ad una comunicazione personalizzata da o per conto dell'impresa a quel particolare cliente, che contiene un invito o è intesa a influenzare il cliente rispetto a uno strumento finanziario o operazione finanziaria specifici".

Ciò che più rileva, a mio avviso, è tuttavia il fatto che il considerando 41 chiarisce che "per garantire l'osservanza delle norme di comportamento ... nei confronti degli investitori maggiormente bisognosi della protezione da queste offerta e tenendo conto di una prassi consolidata in tutta la Comunità ... si può rinunciare all'applicazione delle norme di comportamento in caso di operazioni concluse o concordate tra controparti qualificate".

Di conseguenza, l'articolato non prevede una definizione unica di "investitore", né impone, per l'accesso alla protezione, che questi agisca per scopi estranei ad un'attività imprenditoriale o professionale, come è caratteristico del consumatore: l'art. 4, comma 1, nn. 8, 10 -12 identifica varie categorie di "clienti", che comprendono il "market maker", il "cliente professionale" e quello "al dettaglio".

La norma fondamentale in tema di protezione degli investitori, sul piano degli obblighi informativi che qui specialmente interessa, è l'art. 19 della direttiva: il comma 1 sancisce il generale dovere dell'impresa che fornisce servizi di investimento di agire in modo "onesto, equo e professionale" (potrebbe dirsi, di osservare la diligenza qualificata di cui all'art. 1176, comma 2, cod. civ.); il comma 2 pone il principio della correttezza, chiarezza e non ingannevolezza delle informazioni rivolte al cliente.

Il comma 3 prevede specifici doveri di informazione sull'impresa di investimento e sugli strumenti finanziari, inclusi "opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento", affinché 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". Le informazioni possono essere fornite "anche in forma standardizzata" (nel diritto interno, cfr. gli artt. 21 e segg., TUF e regolamento CONSOB "intermediari", n. 16190 del 29 ottobre 2007, successivamente modificato, artt. 27 e segg.).

L'intermediario finanziario, in altri termini, assolve ai propri obblighi informativi quando, anche "in forma standardizzata", fornisce all'investitore le informazioni idonee a far ritenere che questi abbia "ragionevolmente" compreso la natura dello strumento finanziario ed i rischi a questo associati, ed abbia quindi assunto la propria decisione "con cognizione di causa".

Si tratta di una valutazione probabilistica (cfr. l'art. 27, comma 2, direttiva 2006/73, secondo cui le informazioni debbono risultare "con ogni probabilità comprensibili per il componente medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute", testualmente recepito dal diritto interno), da effettuarsi alla luce delle conoscenze medie della clientela di riferimento e delle caratteristiche di maggiore o minore complessità dello strumento finanziario; il soggetto le cui conoscenze, in un ambito altamente tecnico come quello in discussione, sono inferiori alla media del gruppo di riferimento (ad esempio, dei clienti professionali, o dei clienti non professionali), assumerà, in modo del tutto lecito, il rischio dell'incomprensione o della non compiuta comprensione.

La disciplina consumeristica in tema di pratiche commerciali sleali accoglie l'analogo parametro rappresentato dal "consumatore medio" o dal "membro medio del gruppo di riferimento", nel caso di pratica commerciale rivolta ad un gruppo specifico di consumatori (cfr. l'art. 5, comma 2, lett. b), direttiva 2005/29 e l'art. 20, commi 2 e 3, Codice del consumo); viceversa, la disciplina delle clausole vessatorie non accorda alcuna rilevanza a tale standard, consentendo di superare la presunzione di vessatorietà (art. 34, commi 4 e 5, Codice del consumo) soltanto ove si dimostri che lo specifico consumatore ha così ben compreso il contenuto del regolamento negoziale da essere addirittura in grado di influire sulla sua stessa determinazione, mediante la trattativa individuale.

Sintetizzando, può dirsi che mentre la direttiva Mifid ammette che un certo rischio di incomprensione possa essere posto a carico dell'investitore – anche non professionale – se l'impresa di investimento dimostra (ai sensi dell'art. 23, u.c., TUF), di aver fornito informazioni comprensibili per il membro medio di tale categoria di soggetti (ed in particolare le informazioni di

cui ai minuziosi elenchi previste dagli artt. 27 e segg., direttiva 2006/3 e relativa disciplina nazionale di recepimento), la disciplina in tema di clausole vessatorie nei contratti con i consumatori non ammette, in alcun caso, che un consumatore possa essere vincolato da tali clausole se non dopo averle perfettamente comprese, ed avere finanche concorso alla determinazione del loro contenuto. Nel caso delle clausole di cui all'art. 36, comma 2, Codice del consumo, addirittura, non si sfuggirà alla nullità in alcuna ipotesi.

L'art. 19, commi 4 e 5 della direttiva Mifid pone il principio "know your customer" nell'ambito specifico dei servizi di consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio e degli altri servizi di investimento, imponendo all'impresa di investimento le valutazioni di adeguatezza ed appropriatezza; nel caso della mera ricezione/trasmissione di ordini, tuttavia, l'impresa di investimento, ai sensi del comma 6, potrà dare corso all'ordine anche in assenza di informazioni sul cliente e di valutazione di adeguatezza dell'investimento al medesimo, purché nel rispetto dei (piuttosto ampi) limiti e requisiti di cui allo stesso comma 6, tra cui l'esclusione delle "obbligazioni e titoli di credito che incorporano uno strumento derivato" e degli "strumenti finanziari complessi" (cfr. l'art. 38, direttiva 2006/73 e, nel diritto interno, l'art. 44 del regolamento intermediari CONSOB), e la necessità che il servizio sia "prestato ad iniziativa del cliente o del potenziale cliente".

Va ricordato, a questo proposito, che il considerando 30, sopra citato, stabilisce che un servizio si presuma prestato dietro iniziativa del cliente, salvo che sia stata inoltrata allo stesso, dall'impresa di investimento, una comunicazione personalizzata volta a sollecitarne l'adesione ad uno specifico servizio d'investimento o strumento finanziario.

La direttiva Mifid, in altri termini, presume che l'investitore sia un soggetto attivo, che normalmente assume le proprie determinazioni in modo autonomo, svolgendo la tradizionale funzione di arbitro del mercato propria della domanda; il consumatore, al contrario, viene considerato un soggetto di norma passivo, esposto alle "induzioni" della comunicazione commerciale e, più in generale, delle strategie di promozione e distribuzione poste in essere dagli imprenditori (cfr. ad esempio l'art. 6 della direttiva 2005/29, ed il corrispondente art. 21 del Codice del consumo, in tema di azioni ingannevoli).

## **6. L'investitore cliente professionista "su richiesta"**

Il punto più significativo di divergenza tra la direttiva Mifid e le regole di tutela del consumatore, e viceversa di coerenza tra la medesima direttiva ed il diritto privato generale modellato sul principio di autonomia privata, è rappresentato, tuttavia, dalla facoltà, che la prima riconosce all'investitore e che è, invece, tendenzialmente negata al consumatore, di disporre di alcun delle tutele che l'ordinamento gli attribuisce.

Mentre, infatti, il consumatore è identificato mediante definizioni normative incentrate sul motivo per il quale agisce (estraneo all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta), e non è accordata alcuna rilevanza alle pattuizioni delle parti volte ad escludere tale qualità, l'investitore può richiedere al prestatore di servizi di investimento di vedersi riconoscere lo *status* di cliente professionale, rinunciando, così, ad alcuni significativi strumenti di protezione previsti a suo favore.

L'allegato II alla direttiva (ripreso in modo pressoché testuale dall'all. 3 del regolamento intermediari CONSOB, adottato ai sensi dell'art. 6, TUF), infatti, premesso che “un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assume”, consente agli investitori di “rinunciare ad alcune delle protezioni previste dalle norme di comportamento delle imprese”, tra cui, in particolare, da alcune regole in tema di informazione.

L'art. 35, comma 2, direttiva 2006/73 (adottato ai sensi dell'art. 19, comma 10, direttiva Mifid), prevede che, qualora l'impresa di investimento fornisca servizi a clienti professionali, essa ha il “diritto di presumere” che, per i prodotti, operazioni e servizi per i quali il cliente è considerato professionale, che egli “abbia il livello necessario di esperienze e conoscenze” necessario per “comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio”, ed ancora che il cliente sia “finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento connesso compatibile con gli obiettivi di investimento di tale cliente”.

L'art. 36, direttiva 2006/73, in tema di valutazione di appropriatezza, prevede, al comma 2, analogo diritto dell'impresa di investimento di presumere che il cliente professionale “abbia il livello di competenze necessario per comprendere i rischi connessi a quei determinati servizi di investimento ... per i quali il cliente è classificato come cliente professionale” (nel diritto interno, v. l'art. 40, comma 2, regolamento intermediari CONSOB).

Queste “presunzioni”, in effetti, non sembrano esaurire i loro effetti sul piano probatorio, ma costituiscono vere e proprie regole di definizione, sul piano sostanziale, del livello di diligenza che l'impresa di investimento deve impiegare, nel rendere la propria prestazione, a protezione degli interessi dell'investitore; l'impresa di investimento, in altri termini, non è più tenuta, sul piano dei propri obblighi di prestazione, a compiere verifiche ed a fornire avvertimenti che, altrimenti, sarebbero stati dovuti al cliente.

L'impresa prestatrice di servizi di investimento deve procedere, affinché l'atto dispositivo del cliente sia valido, ad una “valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente” che richieda di essere trattato come professionale, all'esito della quale “possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni e dei servizi previsti”, che il cliente sia in grado di comprendere l'operazione e valutare i rischi assunti.

Lo stesso allegato II alla direttiva indica criteri che possono essere seguiti nello svolgimento della valutazione (“il test di competenza applicato ai dirigenti e agli amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive nel settore finanziario”), ed impone il rispetto di almeno due tra tre requisiti, inerenti all'esperienza del cliente (deve aver effettuato “operazioni significative” con una frequenza di media di dieci operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti), al valore del portafoglio di questi (almeno 500.000 euro), le pregresse attività professionali (aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno, in posizione che prevedesse la conoscenza dei servizi prestati dall'impresa).

L'allegato II, infine, prevede il requisito di forma scritta della richiesta del cliente, l'informativa pure scritta dell'impresa sulle protezioni ed i “diritti di indennizzo” che potrebbero essere persi dal cliente, la dichiarazione scritta del cliente di essere a conoscenza “delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni”; i clienti professionali debbono informare

l'impresa di investimento di eventuali mutamenti della loro situazione, ma l'impresa deve "adottare provvedimenti appropriati" qualora rilevi che "il cliente non soddisfa più le condizioni necessarie per ottenere il trattamento riservato ai clienti professionali".

Dal punto di vista civilistico, la fattispecie parrebbe risolversi in un atto negoziale bilaterale di natura contrattuale, che ha ad oggetto la disciplina delle prestazioni dovute dall'impresa di investimento, in ottica derogatoria rispetto alle regole normative, che assumono, in questo caso, natura dispositiva, e, quindi, delle responsabilità inerenti allo svolgimento del servizio d'investimento. Lo schema negoziale parrebbe presentare alcuni tratti del contratto tipico di transazione, volto a prevenire possibili future controversie attraverso uno scambio di rinunce e concessioni.

In effetti, potrebbe risultare non agevole identificare l'*aliquid datum*, o comunque la prestazione, dell'impresa di investimento, con probabilità da ravvisarsi nella maggiore speditezza del servizio e, soprattutto, nella possibilità di agevolare, o consentire *tout court*, l'accesso del cliente a strumenti finanziari di elevata complessità, come in particolare alcuni "derivati", rispetto a cui l'adempimento degli obblighi di informazione potrebbe rivelarsi particolarmente oneroso, se non impossibile, oppure potrebbe operare il divieto di operazioni nella forma *execution only*, di cui all'art. 19, comma 6 della direttiva.

La stessa direttiva condiziona l'efficacia dell'atto dispositivo, con previsione che sembra dare luogo ad una fattispecie di nullità virtuale invocabile dal solo investitore, al rispetto della forma scritta e, soprattutto, alla "preventiva valutazione" da parte dell'impresa prestatrice di servizi di investimento.

Circa quest'ultimo aspetto, si pone il problema di definire l'ampiezza di tale valutazione: se sia sufficiente, in altri termini, che l'impresa abbia acquisito elementi idonei a farle ragionevolmente ritenere che il cliente, conformemente a quanto da lui richiesto, abbia le capacità di comprensione e valutazione del rischio proprie dell'investitore professionale, oppure se occorra accertare in concreto che il cliente abbia compiutamente compreso e valutato natura, caratteristiche e rischi dell'operazione stessa, negandone l'esecuzione in caso contrario.

Vi è in effetti, e non può che essere così, un interesse (anche) del cliente ad ottenere l'accesso al trattamento riservato all'investitore professionale: ciò comporta la possibilità di accedere a strumenti finanziari che, *ex ante* e con l'alea che è connaturale può dirsi ad ogni strumento finanziario, appaiono particolarmente attraenti sotto il profilo delle opportunità di lucro.

Il tenore testuale della direttiva appare orientato nel primo senso: la direttiva non impone una limitazione all'autonomia privata dell'investitore, che può disporre di alcune delle tutele che gli sono riconosciute ridefinendo (anche) a proprio svantaggio i contenuti della prestazione dell'impresa di investimento, ma assoggetta l'altra parte del rapporto ad una specifica obbligazione di diligenza professionale, che si risolve nella verifica dell'esistenza di elementi indiziari, alcuni dei quali sono indicati dalla direttiva stessa, idonei a far ritenere che il cliente sia, effettivamente, ciò che egli stesso dichiara di essere, e quindi possa essere trattato come egli stesso chiede di essere trattato, vale a dire come un cliente professionale.

Nonostante le perplessità che desta la norma di diritto transitorio di cui all'art. 113, comma 4, regolamento intermediari CONSOB (che presuppone una "somiglianza di parametri" tra le precedenti classificazioni di clienti come "operatori qualificati" in base alle precedenti disposizioni regolamentari, e l'allegato 3 al medesimo regolamento, in effetti difficile da immaginare), mi pare vada sottolineata la differenza tra l'attuale disciplina del cliente professionale "su richiesta", che diviene tale a seguito di *atti negoziali* la cui efficacia è espressamente subordinata ad una serie di preventive verifiche da parte dell'impresa di investimento, e le previgenti regole in tema di "operatore qualificato" (art. 13, reg. CONSOB 5387/91, emanato in applicazione della l. 1/91, e regolamento 11522/98), secondo cui andava considerata "operatore qualificato" "ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto".

Con riferimento alla precedente disciplina, la Corte di Cassazione, nella sentenza n. 12138 del 26 maggio 2009, da un lato ha escluso che alla dichiarazione di specifica competenza ed esperienza prevista dall'art. 13, regolamento 5387/91 potesse attribuirsi valore confessorio, poiché la stessa avrebbe avuto ad oggetto valutazioni – compiute peraltro su se medesimo dallo stesso soggetto dichiarante - e non la conoscenza di fatti specifici; d'altro canto, secondo la Corte tale dichiarazione avrebbe comunque costituito argomento di prova, apprezzabile dal giudice, circa l'effettiva sussistenza dell'esperienza e della competenza dichiarata, salva la possibilità per l'investitore di allegare e provare specifiche circostanze, conosciute o conoscibili in modo agevole dall'intermediario, idonee a far giungere ad opposta conclusione.

In altri termini, secondo la Cassazione l'impresa di investimento avrebbe assolto il proprio onere probatorio, ai sensi dell'art. 23, comma 6, TUF, producendo la dichiarazione; a questo punto, sarebbe gravato sull'investitore l'onere di provare circostanze di segno opposto, nonché il fatto che queste fossero conosciute od agevolmente conoscibili dalla controparte.

A questo modo, la Cassazione limita la portata sia dell'art. 23, comma 6 citato, ma sembra sovvertire anche la generale ripartizione dell'onere probatorio in materia contrattuale, ponendo a carico dell'investitore l'onere di provare, per presunzioni, che la controparte non ha, in effetti, osservato la diligenza qualificata da essa esigibile e, quindi, non ha adempiuto correttamente la propria obbligazione. Se effettivamente, come afferma in premessa la stessa Suprema Corte, l'art. 13 del regolamento CONSOB vigente all'epoca dei fatti prevede un duplice requisito, sostanziale (l'effettiva sussistenza dell'esperienza e delle conoscenze dichiarate), e formale (la dichiarazione scritta), dovrebbe essere posto a carico dell'intermediario finanziario l'onere di provare di aver agito con la diligenza qualificata da esso esigibile con riferimento ad ambedue i requisiti, sia acquisendo la dichiarazione, sia verificando, attraverso l'esame di specifici elementi di fatto inerenti alle pregresse attività dell'investitore, l'effettiva sussistenza dell'esperienza dichiarata.

La disciplina di recepimento della direttiva Mifid, come accennato, da un lato prevede espressamente che l'atto negoziale con cui l'investitore chiede di essere trattato come cliente professionale sia valido soltanto ove preceduto da specifiche verifiche, la cui effettuazione ed i cui risultati devono essere provati dall'impresa di investimento, ai sensi dell'art. 23, comma 6, TUF; d'altro lato, tuttavia, una volta che l'impresa di investimento abbia dimostrato di aver svolto tali verifiche, ed il risultato delle stesse, l'atto dispositivo – che non è più mera dichiarazione unilaterale, ma atto negoziale bilaterale - è pienamente valido ed efficace per ambedue i contraenti,

compreso l'investitore, che non potrà lamentarsi del fatto che la sua controparte non si sia uniformata, nella prestazione del servizio, ad uno standard di diligenza al quale egli stesso ha rinunciato.

Da rilevare, infine, che né la direttiva Mifid né le norme di recepimento escludono le persone fisiche dalla facoltà di richiedere di essere trattati quali clienti professionali.

## **7. Disciplina consumeristica e regole settoriali come plessi coesistenti di discipline ed inderogabilità convenzionale delle tutele spettanti al consumatore – risparmiatore**

La direttiva 2005/29, in tema di pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori, affronta il problema del coordinamento con le discipline settoriali al considerando 10 che, premesso che “è necessario garantire un rapporto coerente tra la presente direttiva e il diritto comunitario esistente, soprattutto per quanto concerne le disposizioni dettagliate in materia di pratiche commerciali sleali applicabili a settori specifici”, conclude che “la presente direttiva si applica soltanto qualora non esistano norme di diritto comunitario specifico che disciplinino aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali, come gli obblighi di informazione e le regole sulle modalità di presentazione delle informazioni al consumatore”; il considerando trova traduzione nell'articolo, all'art. 3.4 (nel diritto interno, cfr. l'art. 19, comma 3, Codice del consumo).

Il principio di specialità, quindi, dovrebbe applicarsi, a discapito della disciplina delle pratiche commerciali sleali, soltanto ove specifici aspetti di tali pratiche, intercorrenti tra impresa e consumatore, siano disciplinati *aliunde* (ad esempio, nel settore finanziario, v. la direttiva 2002/65): posto che la direttiva Mifid non è una disciplina di tutela del consumatore, sembra quanto meno dubbio che essa possa assumere la qualità di norma specifica ai sensi del citato art. 3.4 della direttiva 2005/29.

Il considerando 9 di quest'ultima direttiva chiarisce che essa non esclude affatto, in generale, il settore finanziario: al contrario, secondo il considerando 9, “per i servizi finanziari ... occorrono, tenuto conto della loro complessità e dei gravi rischi inerenti, obblighi particolareggiati, inclusi obblighi positivi per i professionisti. Pertanto, nel settore dei servizi finanziari ... la presente direttiva non pregiudica il diritto degli Stati membri di andare al di là delle sue disposizioni al fine di tutelare gli interessi economici dei consumatori” (v. l'art. 3, comma 9).

Lo stesso considerando 10, già citato, indica a sua volta i “prodotti complessi che comportano rischi elevati per i consumatori, come alcuni prodotti finanziari”, quale esempio di casi in cui “a livello comunitario non esiste una specifica legislazione di settore”, e dove, quindi, è particolarmente importante la tutela offerta dalla direttiva 2005/29, che “vieta ai professionisti di creare una falsa impressione sulla natura dei prodotti”.

L'art. 7, comma 5, direttiva 2005/29 indica come rilevanti ai fini del divieto di ingannevolezza per omissione, tra i vari, gli obblighi informativi previsti dalla direttiva Mifid, chiarendo che il rapporto tra le discipline di tali obblighi contenute nelle due direttive non è tanto di specialità, quanto di complementarità: le informazioni previste, a favore del cliente non professionale, dalla direttiva Mifid costituiscono informazioni minime, in ogni caso rilevanti ai fini delle decisioni economiche del consumatore, che l'impresa di investimento deve in ogni caso

fornire, a pena di dare luogo, nei rapporti con il consumatore stesso, ad un'ipotesi di ingannevolezza per omissione.

Alla luce di quanto sin qui esposto, non può che lasciare perplessi la posizione espressa dal Consiglio di Stato, nel parere n. 3999/2008, reso dalla Sez. I, su richiesta dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, il 3 dicembre 2008; secondo la Sezione, sulla base del principio di specialità e della discrezionalità accordata allo Stato membro circa le modalità di recepimento della direttiva 2005/29, in particolare sotto il profilo degli strumenti di tutela, "la disciplina generale sulle pratiche commerciali scorrette, per la quale è competente l'AGCM, non si applica se ed in quanto operano disposizioni sugli obblighi informativi e di correttezza nella commercializzazione dei servizi finanziari, la cui applicazione è riservata alla CONSOB".

Nonostante le evidenti controindicazioni legate al concorso di competenze, tra le due discipline parrebbe esservi, in effetti, un rapporto di complementarità, più che di specialità; la disciplina del mercato finanziario sancisce il contenuto minimo della regola di correttezza nel rapporto tra l'impresa di investimento e ciascuna categoria di investitori; nel caso dell'investitore – consumatore (in cui potrebbe identificarsi il "risparmiatore" beneficiario di specifica tutela costituzionale) la medesima regola assume ulteriori contenuti, che si desumono, appunto dalle regole consumeristiche, a partire dalla disciplina delle pratiche commerciali sleali.

Il Consiglio di Stato, viceversa, parte dal presupposto, non conforme, a mio avviso, alla definizione di "investitore" data dalla direttiva Mifid, secondo cui "l'investitore, come il risparmiatore (che è un investitore non professionista) ... si presenta, conformemente alla tendenza del diritto comunitario, in sostanza come una specie del genere consumatore, in quanto destinatario finale di un prodotto standardizzato seppure finanziario: un consumatore di servizi finanziari".

A mio parere, è vero il contrario: il consumatore di servizi finanziari (risparmiatore) è una *species* del *genus* "investitore": a questa *species*, caratterizzata dall'esistenza di barriere all'informazione non condivise dal resto della categoria degli "investitori", debbono applicarsi, anche in ambito finanziario, le regole di tutela che, appunto, presuppongono l'esistenza di queste barriere, e ne traggono conseguenze in termini di obblighi di protezione del professionista e di limitazioni all'autonomia privata, a partire dalle regole in tema di pratiche commerciali sleali.

Che tra disciplina del mercato finanziario non possa considerarsi speciale rispetto alle norme di protezione del consumatore, e non esaurisca le tutele riconosciute a quest'ultimo nei confronti dell'impresa di investimento, mi sembra confermato dagli artt. 67 *bis* e segg., Codice del consumo, che recepiscono la direttiva comunitaria di riferimento attraverso una disciplina specifica di vari aspetti del rapporto di prestazione di servizi di investimento, anche circa aspetti come gli obblighi di informazione, e ribadiscono (v. l'art. 67 – *octies decies*) il principio dell'indisponibilità dei diritti riconosciuti al consumatore, con la conseguente nullità delle pattuizioni volte a privare il consumatore della protezione che gli spetta.

La disciplina delle clausole vessatorie nel contratto tra professionista e consumatore, di cui agli artt. 33 e segg., Codice del consumo, non prevede, a sua volta, alcuna esclusione per i contratti con l'impresa di investimento; la direttiva 93/13, nei considerando, precisa che le norme in tema di clausole abusive debbono "applicarsi a qualsiasi contratto stipulato fra un professionista ed un consumatore", con la sola esclusione dei "contratti di lavoro, i contratti relativi ai diritti di

successione, i contratti relativi allo statuto familiare, i contratti relativi alla costituzione ed allo statuto delle società”.

Piuttosto, l’art. 33, commi 4 e 5, Codice del consumo, come le corrispondenti disposizioni comunitarie di riferimento, esclude la presunzione di vessatorietà di alcune clausole nell’ambito di contratti relativi alla prestazione di servizi finanziari, in particolare per tenere conto delle specifiche esigenze di flessibilità di tali rapporti.

Residua la questione se il risparmiatore – consumatore, che agisce nel rapporto con l’impresa di investimento per finalità estranee all’attività imprenditoriale o professionale svolta (investire i propri risparmi) possa stipulare con la controparte l’accordo diretto ad ottenere la qualità di cliente professionale. La direttiva Mifid, e le regole di recepimento, nulla prevedono sul punto; nel caso di commercializzazione a distanza di servizi finanziari, vi è una specifica regola di indisponibilità dei diritti del consumatore.

Tale regola, tuttavia, deve considerarsi espressione di un principio generale che si desume, oltre che dalla tutela costituzionale del risparmio, dall’intero insieme delle regole consumeristiche di derivazione comunitaria e dal presupposto sistematico di riferimento, rappresentato dall’esistenza di barriere all’accesso all’informazione a carico del consumatore che impediscono, per loro natura, che questi possa mai accumulare le esperienze, conoscenze e capacità valutative del cliente professionale, rispetto a servizi dall’elevato contenuto tecnico come quelli finanziari (cfr. i considerando sopra richiamati della direttiva in tema di pratiche commerciali sleali).

Credo, quindi, possa concludersi che il consumatore di servizi finanziari – risparmiatore non può disporre in alcun modo, in via preventiva, dei diritti e delle tutele che l’ordinamento, nei vari plessi rilevanti (disciplina del mercato finanziario, regole in tema di pratiche commerciali sleali e clausole vessatorie), gli attribuisce.