

REGOLA DI ADEGUATEZZA E VALIDITA' DEL CONTRATTO

Di Daniele Imbruglia

| 21

SOMMARIO: 1. Le origini dell'intermediazione mobiliare nei sistemi di Common Law. 2. I fiduciary duties. 3. L'oggetto dei fiduciary duties. 4. Il contenuto dei fiduciary duties. 5. Le conseguenze per la violazione dei fiduciary duties. 6. Il modello originario di disciplina dell'intermediazione mobiliare. 7. La crisi e il superamento del modello originario. 8. La disciplina speciale dell'intermediazione mobiliare: la c.d. financial regulation. 9. Dai fiduciary duties alla financial regulation: le conduct of business rules. 10. La nuova financial regulation: la suitability rule. 11. La circolazione della financial regulation. 12. La suitability rule in Italia: l'art. 29, reg. Consob 11522/1998. 13. La conseguenza per la violazione della rule e la soluzione Rordorf. 14. Il modello concorrenziale di disciplina dell'intermediazione mobiliare. 15. L'evoluzione euro-unitaria e la nuova disciplina della suitability. 16. Gli artt. 39-40, reg. Consob 16190/2007: oggetto e contenuto. 17. Le conseguenze per la violazione del dovere di astensione e (...). 18. (...) e quelle per il divieto di operazioni non adeguate. 19. Verso un modello di economia sociale di mercato dell'intermediazione mobiliare. 20. Una conferma: l'art. 18, §5, lett. a), dir. 2014/17/UE.

ABSTRACT. Il lavoro ricostruisce l'evoluzione della suitability rule, oggi affermata all'art. 39-40, reg. Consob 16190/2007. L'indagine prende le mosse dalla disciplina del rapporto tra broker e client come regolato dalla common law e, di lì, ne segue le varie trasformazioni: la crisi del 1929 e il big-bang del 1986, l'affermarsi del modello di financial regulation, l'esperienza interna di disciplina dello scambio in funzione della concorrenza sino all'attuale normativa di derivazione euro-unitaria (MiFID), in cui, per un verso, si restringe la valutazione dell'adeguatezza ai soli servizi di risparmio gestito e, per altro verso, si pone l'adeguatezza limite insuperabile per le parti, così realizzando il passaggio da regola di comportamento a regola di validità.

This paper analyses the suitability rule (Article 19(4) and (5) of Directive 2004/39, MiFID) as a tool to protect retail investors and its link with the Italian contract law. After a brief enquiry on the evolution of the financial regulation and a short description of the history of the rule, it describes the current scenario. Even if, for the first time, the suitability doctrine has a European source, the MiFID does not address which remedies a retail investor can seek in court based on the violation of suitability rule and, as a consequence, each European Country has developed its own solution. At least under Italian legal system, a recommendation unsuitable is to be considered as a void contract due to illegal consideration. Therefore, suitability rule does not belong any more to the fiduciary paradigm (abstain + disclose). Nowadays it falls under contract law. A violation of the suitability rule shall invalidate the transaction.



1. Le origini dell'intermediazione mobiliare nei sistemi di Common Law.

| 22

Nei paesi angloamericani, in principio all'attività economica di intermediazione mobiliare, il rapporto tra investitore e *broker* era primariamente governato dalla *common law*¹. In particolare, l'accordo di scambio tra l'ordine conferito da un *client/principal* a un *broker/agent* e la circolazione di titoli di terzi era rimesso alla *contract law of agency*².

Questa qualificazione giuridica aveva un primo fondamentale significato. Essa subordinava lo spiegarsi degli effetti dell'attività svolta – in forza del conferimento dell'ordine – dal *broker/agent* nella sfera del *client/principal* alla rigorosa esecuzione dell'incarico ricevuto³. Solo nell'ipotesi di verifica di questa condizione⁴, i) il *broker* avrebbe maturato il proprio compenso; ii) il *client* sarebbe risultato il

soggetto responsabile delle conseguenze dell'operazione conclusa dall'altro su suo ordine⁵.

Qualora l'*agent/broker* non si fosse attenuto all'ordine, l'atto concluso dall'intermediario non avrebbe vincolato il *principal*⁶, il quale avrebbe potuto domandare il risarcimento dei danni conseguenti alla mancata corretta esecuzione dell'accordo di intermediazione⁷ e il cui ammontare avrebbe coinciso con la somma di denaro necessaria a porre il *principal* nella stessa situazione in cui si sarebbe trovato se l'*agent* avesse adempiuto alla prestazione dedotta nel contratto⁸.

Oltre a questa prima regola di governo dello scambio concluso per il tramite di un intermediario e accanto all'istituto della c.d. *misrepresentation* (che forniva una tutela alla parte che aveva concluso il contratto sulla base di fatti e dati falsi che la controparte le aveva comunicato al solo scopo di convincerla a stipulare l'accordo)⁹, nella ricostruzione

¹ Fermo restando il significato più grande e ampio del sintagma *common law* (che, come noto, richiama il sistema giuridico occidentale che, insieme a quello c.d. di *civil law*, ha dato "vita al diritto che governa il mondo"), in questa sede "il termine *Common Law* contraddistingue quella parte del diritto inglese e dei diritti da esso derivati, sviluppatasi nelle tre classiche Corti di *Common Law* a Westminster, e cioè, la *Court of King's Bench*, la *Court of Exchequer* e la *Court of Common Pleas*", così da contrapporsi sia alla c.d. *Equity* ("cioè a quella parte del diritto inglese che si è sviluppata nella *Court of Chancery*") sia alla c.d. *Statute Law* (M. RHEINSTEIN, *Common Law – Equity* (voce), in *Enc. dir.*, VII, Milano, 1960, p. 914). Orbene, oltre alla *common law* la materia era regolata anche da altre fonti, come i regolamenti interni alle varie borse e la fonte legislativa (si pensi all'*Act to restrain the number and the ill practice of brokers and stock-jobbers*, che, approvato nel 1697 e comunemente inteso come primo atto normativo di regolazione del mercato finanziario moderno, i) prevedeva l'obbligo di autorizzazione per chi svolgeva attività di intermediazione; ii) fissava un numero massimo di soggetti autorizzati; iii) imponeva un limite massimo alle commissioni; iv) e faceva obbligo di registrare i vari contratti conclusi con i clienti). In argomento: G.P. GILLIGAN, *The Origins of UK Financial Services Regulation*, in *Comp. Lawyer*, 1997, p. 172; S. BANNER, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860*, Cambridge, 2002; R.C. MICHIE, *The Global Securities Market. A History*, Oxford, 2006; I.G. MACNEIL, *An Introduction to the Law of Financial Investment*, Oxford, 2012^{II}, p. 39.

² Come esempio di inquadramento dell'operazione economica *de qua* nella forma dell'*agency* si veda, con riferimento all'esperienza statunitense, la decisione *Supreme Court of United States*, 21.01.1889, *Galigher v. Jones*, 129 U.S. 193 e, in dottrina, la ricostruzione di E. NORTON, *A Simple Purchase and Sale Through a Stockbroker*, in *Harv. Law Rev.*, 1895, p. 435.

³ In argomento, si veda *Court of Chancery*, 27.01.1804, *Coles v. Trecothick*, in 32 E.R. 595.

⁴ Invero, anche la ratifica dell'operazione svolta in assenza di un ordine (o in ipotesi di difformità tra quanto incaricato di svolgere e quanto svolto) avrebbe escluso la responsabilità del *broker* e avrebbe consentito la spiegazione degli effetti di quanto da questi eseguito in seno alla sfera giuridica del *principal/client*: si vedano *Supreme Court of United States*, 27.05.1889, *Clews v. Jamieson*, 182 U.S. 461 e *Court of Appeal*, 12.06.1923, *Koenigsblatt v. Sweet*, in 2 Ch. 325.

⁵ Con generale riferimento all'*agent*, la regola che esclude la sua responsabilità rispetto al contratto concluso per conto del *principal* è affermata in *Court of Exchequer*, 01.01.1837, *Robins v. Bridge*, in 150 ER 1080; con più specifico riferimento allo *stockbroker* il dovere del *principal* di sollevarlo da ogni conseguenza dell'operazione è affermato da *Court of Appeal*, 07.12.1878, *Thacker v. Hardy*, in 4 QBD 687.

⁶ *Court of Appeals of the State of New York*, 1874, *White v. Smith*, in 54 N.Y. 522

⁷ *Court of Appeals of the State of New York*, 06.10.1874, *Taussig v. Hart*, in 58 N.Y. 425.

⁸ *Court of of Exchequer*, 18.01.1848, *Robinson v. Harman*, in 154 E.R. 365.

⁹ In argomento si vedano, in generale, J. BEATSON, A. BURROWS, J. CARTWRIGHT, *Anson's Law of Contract*, Oxford^{XIX}, 2010, p. 300 e E. PEEL *Treitel The Law of Contract*, London, 2011^{XIII}, p. 360; con riferimento ai contratti finanziari, invece, si veda A. HUDSON, *The Law of Finance*, cit., p. 618. Sino alla metà del secolo scorso, questa tutela variava a seconda della circostanza per cui la *misrepresentation* fosse *fraudulent* o meno (c.d. *innocent*). Mentre, difatti, per la disciplina di *common law* la prova di tale prima circostanza era necessaria per ottenere il rimedio costituito dal risarcimento dei danni, la giurisdizione di *equity* riconosceva al *client* il distinto rimedio rappresentato dalla facoltà di non dare esecuzione al contratto (rescissione), senza dovere dimostrare l'intento fraudolento della controparte (come invece accadeva per la corrispondente disciplina della *common law*). Ad ogni modo, con tale istituto non si pone un generale obbligo di *disclosure*, ma si dà rilevanza a quelle dichiarazioni ingannevoli che un soggetto rende al fine convincere altri a contrarre (nel senso dell'assenza di un generale dovere di *disclosure* si vedano, in particolare, S. ELLIOT, *Rescission*, in J. McGhee (ed.), *Snell's Equity*, cit., p. 434 e J. BEATSON, A. BURROWS, J. CARTWRIGHT, *Anson's Law of Contract*, cit., p. 332- 333, per i quali tale circostanza si giustifica in funzione del "need to give people an incentive to invest in the acquisition of skill and knowledge and consequently to allow 'good deals' to the more intelligent or the hard-working"; per la posizione, rimasta ad oggi minoritaria, di quanti hanno sostenuto l'esistenza di un generale dovere di *disclosure* si veda, invece, H. COLLINS, *Disclosure of Information and Welfarism*, in R. Brownsword, G. Howells, R. Wilhelmsson (eds), *Welfarism in Contract Law*, Dartmouth, 1994, p. 97; Id., *The Law of Contract*, London, 2003^{IV}, p. 180).



della disciplina della particolare operazione economica in parola occorre porre a mente un ulteriore elemento. Difatti, la qualifica in termini di *agency* aveva come conseguenza che il *broker* (quale *agent*) potesse assumere il ruolo di *fiduciary* (del *client*), ossia di un soggetto che, in ragione della peculiare situazione caratterizzante il rapporto intrattenuto con la controparte, era obbligato alla soddisfazione di determinate prestazioni in suo favore (*fiduciary duties*)¹⁰.

2. I *fiduciary duties*.

Dunque, nei casi in cui il *broker*, operando come *agent*, fosse da intendersi alla stregua di un *fiduciary*¹¹, alle prestazioni dedotte nel regolamento degli

interessi come raggiunto dalle parti, si andavano ad aggiungere dei distinti doveri che non traevano origine dal contratto e che erano stati riconosciuti in seno alla giurisprudenza inglese della *Court of Chancery* con l'obiettivo di "to mitigate the rigor of common law" (la c.d. *equity*)¹².

Per quanto concerne l'oggetto, il contenuto e le conseguenze di questi comportamenti qualificati come doverosi per il *fiduciary* (e la cui fonte – come detto – non si rinviene nell'accordo ma nella specifica relazione che lega il *broker* e il *client*), ci si muove sempre sul piano del rapporto intercorrente tra le parti, senza interferire con l'atto.

3. L'oggetto dei *fiduciary duties*.

Per ciò che riguarda il primo aspetto, ossia l'oggetto, i *fiduciary duties* gravanti sul bro-

¹⁰ Il tema dei *fiduciary duties* è "one of the most ill-defined, if not altogether misleading terms in our law" (P. FINN, *Fiduciary obligations*, Sidney, 1977, p. 1) e, a tal proposito, è ricorrente in dottrina l'espressione utilizzata in *U.S. Supreme Court*, 01.02.1943, *SEC v. Chenery Group*, in 318 U.S. 80 per cui "to say that a man is a fiduciary only begins analysis; it gives direction to further inquiry. To whom is he a fiduciary? What obligations does he owe as a fiduciary? In what respect has he failed to discharge these obligations? And what are the consequences of his deviation from duty?". Nonostante il loro ricorrere abbia una lunga storia, il tentativo di darvi un preciso inquadramento è recente e ha dato luogo a un dibattito estremamente ricco e vivace, in particolare in ordine al momento in cui tali prestazioni sorgono. Mentre per l'impostazione classica – che pone a mente la relazione tra "trustee and cestui que trust" – una *fiduciary relationship* ricorre laddove un soggetto assume la titolarità o il controllo di un bene di cui è beneficiario un distinto soggetto e si sostanzia nel dovere di amministrare quel bene in conformità all'interesse del beneficiario, per altri, invece, la relazione in parola si manifesta ogni qualvolta vi sia una disparità – contrattuale o di fatto – tra le parti o, in particolare secondo i contributi più recenti, a seguito di un impegno del soggetto obbligato (*fiduciary*) a farsi carico del beneficiario (*ex multis*, A.W. SCOTT, *The Fiduciary Duty*, in *Calif. Law Rev.*, 1949, p. 540; L.S. SEALY, *Fiduciary Relationship*, in *Camb. Law Journ.*, 1962, p. 69; E.J. WEINRIB, *The Fiduciary Obligation*, in *Univ. Toronto Law Journ.*, 1975, p. 1; J. C. SHEPHERD, *The Law of Fiduciaries*, Toronto, 1981, p. 51; P. FLANNIGAN, *The Fiduciary Obligation*, in *Oxford Journ. Leg. Stud.*, 1989, p.285; M. CONAGLEN, *Fiduciaries*, in J. McGhee (ed.), *Snell's Equity*, London, 2010^{xxxii}, p. 171; J. EDELMAN, *When Do Fiduciary Duties Arise?*, in *Law Quart. Rev.*, 2010, p. 302; P.B. MILLER, *Justifying Fiduciary Duties*, in *McJill Law Journ.*, 2013, p. 969; M. GRAZIADEI, *Virtue and Utility. Fiduciary Law in Civil Law and Common Law Jurisdictions*, in A.S. Gold - P.B. Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford, 2014, p. 287).

¹¹ Si badi bene: non esiste un automatismo per cui l'*agent* è sempre *fiduciary*. Al contrario, per quanto sia un tipico esempio di rapporto fiduciario, la relazione *agent/principal* è da intendersi alla stregua di una "fact-based fiduciary relationship", dove il ricorrere dei *duties* richiede "a close examination of the factual structure of the particular relationship" (P. FLANNIGAN, *op. cit.*, p. 301; in generale, *ex multis*, M. CONAGLEN, *Fiduciaries*, p. 173). Con riferimento alla questione di cui ci si occupa, sembra opportuno fare riferimento alla giurisprudenza statuni-

tense in tema di *fiduciary duties* nelle relazioni tra *broker* e *client*. Qui, accanto ad un indirizzo minoritario che riconosce un automatismo tra la qualifica di *agent/broker* e quella di *fiduciary* (*United States Court of Appeals, Ninth Circuit*, 01.06.1984, *Marchese v. Shearson Hayden Stone, Inc.*, 734 F. 2d 418), la tesi assolutamente maggioritaria segue la posizione per cui "[t]he fiduciary nature of a broker-customer relationship is a factual issue" (*Supreme Court of Colorado*, 12.05.1986, *Paine, Webber, Jackson & Curtis v. Adams*, in 718 P. 2d 516). All'interno di questo indirizzo non vi è una posizione comune in ordine a quale sia la caratteristica del rapporto tra *agent/broker* e *principal/client* che ne consente la qualifica in termini di *fiduciary relationship*. Così, si è ritenuto che tale rapporto sussista quando il professionista gestisce "a discretionary account" (*United States District Court for the Eastern District of Michigan Southern Division*, 30.10.1978, *Leib v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, in 461 F. Supp., 951) e controlla il conto "for all practical purposes" (*United States Court of Appeals, Ninth Circuit*, 01.07.1983, *Leboce, SA v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner, etc.* in 709 F. 2d p. 607), oppure quando il cliente si limita a seguire le indicazioni ricevute senza particolari obiezioni (*Court of Appeals of California*, 27.11.1989, *Duffy v. Cavalier* in 264 Cal. Rptr. 740) o ha un livello di conoscenza finanziaria molto basso (*United States District Court, Distr. Maryland*, 22.12.1978, *Kaufman v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith*, 464 F. Supp. p. 536). Per contro, ove il *broker* si limiti alla ricezione e alla esecuzione degli ordini impartitigli dal cliente senza esercitare alcun controllo sul suo patrimonio mobiliare (*Supreme Court of Oregon*, Department 1, 25.02.1977, *Berki v. Reynolds Securities, Inc.*, 560 P. 2d 282) o qualora il cliente abbia la capacità sufficiente per valutare le raccomandazioni (*United States Court of Appeals, Ninth Circuit*, 16.07.1982, *Follansbee v. Davis, Skaggs & Co., Inc.*, 681 F. 2d, p. 677), si propende per l'esclusione di una estesa "fiduciary relationship with the customer" (*United States Court of Appeals, Eighth Circuit*, 08.11.1985, *Greenwood v. Dittmer*, 776 F. 2d, p. 788) e il *broker* è tenuto unicamente a informare il cliente dei particolari rischi dei titoli scambiati e a rappresentare correttamente i fatti.

¹² In proposito al carattere indipendente di queste obbligazioni rispetto a quelle contrattuali, si veda da ultimo, tra la giurisprudenza, *Judicial Committee of The Privy Council*, 25.05.1994, *In re Goldcorp Exchange Ltd.*, in [1995] 1 AC 98 e, tra la dottrina, M. GRAZIADEI, *Virtue and Utility*, *cit.*, p. 291.





ker/agent si sostanziano per lo più in congegni di carattere informativo. Con queste prestazioni si intendeva garantire al *principal/client* che il rischio assunto con l'investimento a mezzo di un *agent/broker* coincidesse con quello insito nell'operazione ordinata e che, qualora lo stesso dipendesse dal ricorrere nell'operazione di un autonomo interesse dell'intermediario, questo gli fosse noto al momento dell'ordine.

Così, il *broker*, quale *fiduciary*, avrebbe informato il *client* i) circa il compimento delle varie operazioni svolte nell'ambito di un rapporto di investimento che non si esauriva in una sola operazione¹³; ii) a proposito del ricorrere nell'operazione ordinatoria di un proprio interesse in conflitto con quello del *principal* (c.d. *no conflict rule*) o della possibilità di ottenere un guadagno ulteriore alla commissione (c.d. *no profit rule*)¹⁴; iii) o, ancora, con riguardo alla circostanza per cui nello scambio svolto per conto del *client* egli avrebbe agito come *buyer* e *seller*¹⁵.

4. Il contenuto dei *fiduciary duties*.

Nessuno dei vari obblighi che gravavano sul *broker/agent/fiduciary*, dunque, muoveva sul piano della validità dell'atto, comportando – ad esempio – un divieto assoluto di concludere determinati contratti. Al contrario, per ciò che attiene al contenuto di questi *fiduciary duties*, si deve osservare come questi ponessero il *broker/agent* dinnanzi a una scelta: o lo stesso informava (*disclose*) il cliente sulla circostanza ritenuta rilevante (come, ad esempio, nel caso della *no profit rule*, la possibilità del *broker* di conseguire al termine dell'operazione un guadagno diverso dalla commissione) oppure questi si sarebbe dovuto astenere (*abstain*) dall'esecuzione dell'ordine (meccanismo c.d. *disclose or abstain*)¹⁶.

Qualora, a seguito dell'informazione resa al *client* dal *broker*, il primo avesse espresso la volontà (*permissive consent*) di procedere all'operazione (che, sebbene fosse di per sé legittima e valida, era

¹³ Si confronti *Supreme Court of New York*, 1880, *Hoffman v. Livingstone*, in 46 N. Y. Sup. Ct. 552.

¹⁴ In argomento, *House of Lords*, 18.12.1895, *Bray v. Ford*, in [1896] AC 51.

¹⁵ Sul punto si veda *Court of Appeals of the State of New York*, 31.05.1881, *Levy v. Loeb*. La possibilità per il *broker* di scambiare titoli propri era invece esclusa in radice in Inghilterra, dove, in omaggio al regime c.d. di *single capacity*, chi interagiva con il *client* era tenuto a operare con titoli altrui (*infra*).

¹⁶ A tal proposito si veda J. DOS PASSOS, *A Treatise on the Law of Stock-Brokers and Stock-Exchanges*, New York, 1882 p. 223: “[c]ourts of equity does not, however, go so far as to prevent an agent dealing with his principal in all cases. They only require that he shall deal with him at ”arm’s length”, and after a full disclosure of all he knows with respect to the property”.

altresi preclusa all'intermediario)¹⁷, il dovere di non operare sarebbe venuto meno e si sarebbero spiegati gli effetti propri di quella regolamentazione degli interessi (commissione per il *broker* e titoli per il *client*)¹⁸. Per un verso, l'oggetto di questi doveri ignorava l'atto e si sostanziano in obblighi di informazione; per altro verso, gli stessi avevano l'effetto di lasciare al beneficiario la piena libertà di scelta in ordine alla conclusione dell'operazione.

5. Le conseguenze per la violazione dei *fiduciary duties*.

Con riferimento, infine, alle conseguenze giuridiche dei *fiduciary duties* eventualmente gravanti sul *broker* che operava in qualità di *agent*, le stesse prescindevano da una valutazione in termini di validità dell'accordo tra *broker* e *client*, rilevando, invece, in punto di rapporto tra le parti.

Nel caso di operazione conclusa dal *broker* in contrasto con i *duties* che lo vincolavano in quanto *fiduciary*, infatti, il contratto sarebbe rimasto valido ma vi sarebbe stata una deviazione dallo schema tipico (in virtù del quale – giova ripeterlo – all'*agent* sarebbe spettata la commissione e al *principal* sarebbero state imputate le conseguenze dell'operazione ordinata). Più segnatamente, il *client* avrebbe potuto i) interrompere il rapporto non dando esecuzione al contratto¹⁹; ii) ottenere il disconoscimento dell'operazione svolta in suo nome

¹⁷ Sul punto, centrale nella comprensione dei *fiduciary duties*, si veda la posizione di S. WORTHINGTON, *Equity*, Oxford, 2006^{II}, p. 133 per cui la circostanza che impone al *fiduciary* di “to subjugate his personal autonomy to the interests of the other” non è tesa “to deter fiduciaries from activities which the general law regards as improper, but to deter them from proper activities which the law regards as inimical to the loyal execution of their fiduciary role”, così che il ricorrere dei vari doveri è giustificato dalla consapevolezza che “without such a proscriptive rule the fiduciary would be motivated by self-interest rather than by duty”. Sul punto si veda anche M. RHEINSTEIN, *Common Law*, cit., p. 931.

¹⁸ In argomento, si veda in generale la decisione *Court of Chancery*, 01.01.1801, *Gibson v. Jeyes*, in 31 ER 1048. In dottrina, S. WORTHINGTON, *Equity*, cit., p. 132 e P. FLANNIGAN, *The Fiduciary Obligation*, cit., p. 299 nonché J.C. SHEPHERD, *The Law of Fiduciaries*, cit., p. 199.

¹⁹ Con generale riferimento al *breach of a fiduciary duty*, il rimedio è chiaramente enunciato in *House of Lords*, 20.07.1854, *Aberdeen Railway Co. v. Blaikie*, in 15 D (HL) 21. In seno alla giurisprudenza americana, invece, si veda la sentenza *Hoffman v. Livingstone*, cit., dove è stato accolto il ricorso del cliente che aveva subito ingenti perdite a seguito di numerose operazioni di acquisto e vendita di titoli per il tramite di un *broker*, a cui il primo aveva affidato la gestione del patrimonio senza al contempo fornire specifiche indicazioni. Una volta rilevata la circostanza per cui il *broker* non aveva mai provveduto ad informare delle varie operazioni il suo cliente, la Corte ha ritenuto non dovute le commissioni.

dal *broker*²⁰; iii) chiedere l'attribuzione a sé del *profit made by a wrongful conduct* (ossia del guadagno maturato dall'*agent* in seguito all'operazione conclusa in assenza della *disclosure* dei *fiduciary duties*)²¹.

In sintesi, nella fase iniziale del mercato finanziario moderno il rapporto tra *broker* e *client* era letto in termini di *agency*, di guisa che il primo poteva essere inteso alla stregua di *fiduciary* del secondo e, quindi, essere gravato da doveri che non traevano la loro fonte dal regolamento contrattuale, ma si sostanziano in obblighi informativi, la cui violazione avrebbe determinato la modifica del rapporto senza muovere sul piano della validità dell'atto.

6. Il modello originario di disciplina dell'intermediazione mobiliare.

Questa giurisprudenza in materia di *fiduciary duties* conferma la recente lettura di siffatti doveri come obblighi che, nati in seno alle prestazioni gratuite, sono poi divenuti pienamente compatibili con il mondo commerciale e finanziario²². In particolare, nel porre le parti *at arm's length*²³, le diverse pre-

stazioni informative imposte al *broker/fiduciary* avevano l'effetto di assicurare l'astratta capacità dell'accordo di realizzare uno scambio efficiente²⁴ e, quindi, di annullare i possibili rischi insiti nel coinvolgimento di un soggetto terzo rispetto all'emittente e all'acquirente del titolo²⁵.

Più in generale, la complessa disciplina in parola riflette in modo chiaro l'idea – tipicamente liberale – delle figure giuridiche come “elementi rilevanti per il conseguimento di fini meramente soggettivi o individuali” e del diritto come “mera forma esteriore del comportamento economico, destinata a garantire a ciascuno un'autonoma possibilità di scelta, così che non il contenuto della scelta, ma soltanto il modo di essa prenda regola dal diritto”.

Difatti, la disciplina ora descritta - tramite le varie regole (di *common law* e di *equity*) e per mezzo di istituti incentrati sull'atto (*contract law*) e sul rapporto (*fiduciary duties*) - assicurava la giustizia dello scambio concluso mediante un terzo, riconducendo anche quella particolare forma di investimento all'interno di un ordine economico, “concepito come ordine naturale, risultato di un automatismo di cui si ritiene dotato il processo economico, purché sia garantita ai protagonisti di esso la piena libertà di perseguire il proprio interesse individuale”²⁶.

7. La crisi e il superamento del modello originario.

Com'è noto, tutta la disciplina dell'intermediazione mobiliare ora descritta ha mutato il suo volto nel corso del ventesimo secolo, quando, dapprima negli Stati Uniti e poi in Inghilterra, l'attività finanziaria esercitata nei confronti del pubblico ha assunto forme diverse da quelle dell'*agency*.

Negli Stati Uniti, all'indomani del primo conflitto mondiale e accanto a una contrazione dei salari e a una riduzione delle esportazioni dei prodotti agricoli, si registrò un fortissimo aumento della domanda e dell'offerta dei prodotti finanziari (c.d. *roaring twenties*). Nel tentativo di trarre il maggiore profitto possibile dalla crescita del mercato azionario, gli intermediari ricorsero a tecniche di offerta partico-

sto senso, la “lunghezza del braccio” sta ad indicare che, almeno al momento della conclusione dell'accordo, le parti non erano troppo vicine tra di loro, ma si trovavano nella posizione tipica di chi è in trattativa.

²⁴ Sul punto si veda D.F. PARTLETT, *Professional Negligence*, London, 1985, p. 157.

²⁵ In questo senso milita la riflessione sull'*agency* come ipotesi di *fiduciary relationship* svolta da P. FLANNIGAN, *The Fiduciary Obligation*, cit., p. 288.

²⁶ L. MENGONI, *Forma giuridica e materia economica*, in ID., *Diritto e valori*, Bologna, 1985, p. 148-155.

²⁰ Ad esempio, nel caso *Court of Appeals of the State of New York, 06.10.1874, Taussig v. Hart*, in 58 N.Y. 425, il giudice statunitense ha riconosciuto il rimedio in parola al *client*, a cui il *broker* aveva venduto dei propri titoli, senza avergli prima fornito alcuna informazione al riguardo. L'interesse della pronuncia è poi acuito dalla circostanza per cui in essa si afferma che la violazione della *rule* (in base alla quale, salvo una preventiva *disclosure*, non è consentito a “an agent employed to purchase, to buy of himself”) attribuisce sempre al *client* la possibilità di disconoscere l'operazione eseguita dal *broker* “although its violation in the particular case caused no damage to the principal”.

²¹ A proposito di questo rimedio (c.d. *disgorgement*) si vedano *Court of Chancery, 31.10.1726, Keech v. Sandford*, in 25 ER 230 e *Court of Appeal, 25.02.1901, Costa Rica Railway Company, Limited v. Forwood*, in [1901] 1 Ch 761. In dottrina, sottolineano l'aspetto deterrente di tale strumento di tutela sia A. DUGGAN, *Gains-Based Remedies and the Place of Deterrence in the Law of Obligations*, in A. Robertson – H. Wu Tang (eds.), *The Goal of Private Law*, Oxford-Portland, 2009, p. 374 sia J. EDELMAN, *Gain-Based Damages, Contract, Tort, Equity and Intellectual Property*, Oxford-Portland, 2002, p. 216.

²² M. GRAZIADEI, *Virtue and Utility*, cit., p. 288-293.

²³ “*Arm's length*” è una espressione idiomatica inglese, il cui utilizzo in ambito giuridico indica una transazione che si svolge in condizione di parità tra le parti, sebbene le stesse siano, *ex se*, in un rapporto di dipendenza (ad esempio, la relazione tra genitori e figli o tra società appartenenti allo stesso gruppo, etc.). Mediante la previsione di un obbligo per la parte forte di rendere determinate informazioni alla controparte o di svolgere la trattativa con un soggetto distinto da questa e che si trova in una posizione (almeno) equivalente a quella dell'obligato, si ritiene che l'accordo raggiunto sia paragonabile a quello tra un qualunque *buyer* e *seller* (si ritiene, cioè, che lo scambio sia sottoscritto senza che la dipendenza che caratterizza la relazione tra le parti possa inficiarne il contenuto o il valore). In que-



larmente aggressive o rischiose che deviavano dal tradizionale meccanismo di scambio di titoli altrui (come, ad esempio, le operazioni c.d. ‘*on margin*’) e che coinvolgevano soggetti privi di grandi patrimoni o di conoscenze finanziarie (‘*unsophisticated clients*’)²⁷. In questo scenario di continuo allargamento del mercato finanziario (più soggetti e più prodotti), gli scambi con la clientela avvenivano con sempre maggiore frequenza al di fuori dello schema dell’*agency* (e, quindi, della dimensione fiduciaria) e il contratto divenne l’unica fonte dell’operazione. Per conseguenza, le varie relazioni tra *client/broker* erano declinate secondo la diversa logica di *caveat emptor* propria dei rapporti tra *buyer/seller*.

In Inghilterra, invece, il superamento della forma giuridica della *common law of agency* fu una conseguenza indiretta della scelta politica – perseguita dal governo conservatore della Thatcher – di internazionalizzazione e di apertura alla concorrenza del mercato inglese. In particolare, a seguito dell’abolizione degli *exchange controls* (1979), la competizione tra la borsa londinese e le piazze d’affari di New York e Tokyo aumentò tanto da rendere insostenibile (perché non conveniente) il mantenimento di quelle norme protezionistiche che più avevano caratterizzato la struttura del sistema mobiliare inglese.

Tra queste discipline erano considerate un limite alla capacità di attrazione e di allocazione del mercato inglese sia la regola che stabiliva commissioni minime per ciascuna operazione sia quella c.d. *single capacity*. Adottata tra il diciannovesimo e il ventesimo secolo dalla *London Stock Exchange* con l’obiettivo di proteggere i propri membri dalla concorrenza delle borse locali, questa seconda norma restringeva la possibilità di interagire con la clientela soltanto ai membri che scambiavano prodotti altrui (c.d. *stockbrokers*) e vietava qualunque rapporto con soggetti diversi dai membri della borsa a chi operava con propri titoli (c.d. *stockjobbers*)²⁸. Orbe-

²⁷ Nei c.d. *account on margin*, l’investitore acquista il titolo prendendo a prestito risorse dal *broker*. Il primo anticipa un decimo del valore del titolo e il secondo appronta il resto delle risorse necessarie, generalmente prendendole a prestito da un altro soggetto (banche) contro garanzia sullo stesso titolo. Finché il titolo delle azioni aumenta non vi è rischio per nessuno dei soggetti coinvolti. In particolare, l’investitore, una volta venduto il titolo a una cifra maggiore rispetto al valore d’acquisto, avrebbe avuto risorse anche ulteriori rispetto a quelle necessarie per restituire la cifra presa a prestito dal *broker* (e da questi ottenuta dalla banca) e a versargli la commissione dovutagli. In queste ipotesi, come affermato nel *leading case Court of Appeals of the State of New York*, 23.12.1869, *Markham v. Jaudon*, in 41 N.Y. 235, e come ribadito dalla *Supreme Court of United States*, 06.04.1908, *Richardson v. Shaw*, in 209 U.S. 365, si succedono vari rapporti (*agency* e *pledge*).

²⁸ In proposito, E.W. MORGAN – W.A. THOMAS, *The Stock Exchange. Its History and Functions*, London, 1962 e R.C.

MICHIE, *The London Stock Exchange: a History*, Oxford, 1999, p. 541. Inizialmente, questa distinzione era di fonte consuetudinaria. Nel 1847 la LSE la tradusse in norma interna vincolante per tutti i vari membri (nelle borse minori, invece, i membri iscritti agivano in regime di ‘*dual capacity*’, ovvero sia scambiando propri titoli sia operando con titoli altrui) e, solo a partire dal 1909, le si iniziò a dare piena applicazione. Per comprendere la ragione di questo percorso – che portò all’approvazione anche di una diversa norma importante, quella sulla commissione minima per ciascuna operazione in borsa – occorre porre a mente una circostanza: da sempre, oltre alla LSE, nel mercato inglese vi sono state altre piazze (c.d. *provincial stock exchanges*), dove, sebbene venissero scambiate un numero e un genere di *securities* ridotto rispetto a quelle che si potevano trovare e trattare a Londra, si costituirono importanti scambi di titoli relativi a compagnie ferroviarie o a imprese che fornivano, a livello locale, gas (per più precisi riferimenti si veda la ricostruzione di R.C. MICHIE, *The London and New York Stock Exchanges 1850- 1914*, London, 1987, p. 1 e ss.). Orbene, quando, attorno alla metà del XIX secolo, si diffuse il telegrafo, questo mezzo fu immediatamente utilizzato dai *jobbers* di Londra per porsi in contatto con soggetti diversi dagli altri *jobbers* e *brokers* lì operanti e, per converso, da questi ultimi per interagire con persone distinte dai *principals* di Londra. Tale nuova forma di comunicazione consentiva il c.d. “*shunting*”, vale a dire lo scambio di medesimi titoli in simultanea su più mercati, così da approfittare di ogni variazione di prezzo della stessa *security* (che sarebbe stata comprata sulla piazza col prezzo più basso e rivenduta in quella borsa dove il valore era invece più elevato). Questa prassi, che si diffuse ulteriormente con la successiva introduzione del telefono, portò grandi guadagni ai *brokers* delle “*provincial stock exchanges*”, poiché avevano la possibilità di scambiare a prezzi migliori titoli che non erano trattabili nelle loro piazze e di ottenere per sé l’intera differenza tra i valori, e ai c.d. *London shunters* (ossia quei membri della borsa londinese che più si erano specializzati in questo genere di operazione). Essa però fu contrastata dalla maggioranza dei membri della *London Stock Exchange*, i quali, danneggiati dalla concorrenza degli operatori di altre borse, iniziarono a premere affinché tale pratica fosse interrotta e la concorrenza tra le borse (e i listini) ristabilita. In particolare, i *London brokers* temevano che il diffondersi di scambi tra i *London jobbers* e altri soggetti potesse determinare un aumento della concorrenza e una contestuale riduzione delle commissioni, mentre i *jobbers* temevano che i *London brokers* potessero iniziare a operare sul mercato per proprio conto. La prima soluzione che fu trovata (01 febbraio 1909) fu quella di sanzionare ogni deviazione dal modello di c.d. *single capacity* che, sebbene fosse previsto da una regola della LSE del 1847, non era stata applicata in modo costante, al punto che il relativo divieto di agire sia come *agent (broker)* sia come *principal (jobber)* era violato senza che venissero applicate delle conseguenze. Oltre che a dare seguito all’obbligo per ogni membro di dichiarare la propria qualità di *agent* o *principal*, i *London jobbers* si impegnavano a non trattare con membri estranei alla LSE e i *London brokers* si impegnavano a non trasmettere fuori dalla LSE i prezzi di scambio. Nonostante la completa attuazione della *single capacity*, il fenomeno dello *shunting* non fu però completamente escluso: la scelta del 1909 aveva ridotto i collegamenti tra i membri della LSE con l’esterno, ma non si era rivelata sufficiente per impedire ogni trasmissione di informazioni sui diversi prezzi delle *securities*. Nel 1912, allora, su pressione dei membri più piccoli, la LSE introdusse una commissione minima per ciascuna transazione: tale provvedimento rendeva meno conveniente lo *shunting* che, per far conseguire alle varie parti un guadagno apprezzabile, infatti esso richiedeva la conclusione di operazioni in grossissime quantità. Su tutta la vicenda storico-economica della *single capacity* e delle co-



ne, in occasione della riscrittura in senso concorrenziale del mercato finanziario inglese (c.d. *big bang day*: 27 ottobre 1986) la *single capacity* venne dismessa: anche in Inghilterra, ciascun operatore sul mercato finanziario avrebbe avuto la facoltà di interagire con la clientela senza essere più costretto a scambiare titoli altrui e, quindi, ad agire come intermediario e *fiduciary*.

8. La disciplina speciale dell'intermediazione mobiliare: la c.d. *financial regulation*.

Il ricorso (USA) e l'apertura (UK) a operazioni di investimento con il pubblico in forme diverse da quelle tipiche dell'*agency* (conferimento al *broker* dell'ordine di acquisto o vendita di titoli altrui) rendevano possibile la conclusione di accordi senza il ricorrere dei *fiduciary duties*.

In seguito alla crisi del 1929, divenne chiaro ed evidente che il ricorso a forme giuridiche che non obbligavano il *broker* a un più specifico rispetto dell'interesse del cliente e che ripetevano l'equilibrio (c.d. di *caveat emptor*) proprio del contratto tra *buyer/principal* e *seller/principal* mal si addiceva all'apertura del mercato finanziario a prodotti e soggetti nuovi (c.d. '*unsophisticated clients*' o 'risparmiatori inconsapevoli') e, più in generale, ne ostacolava la crescita. Di tale consapevolezza partecipava anche il sistema inglese: in seno alla commissione di riforma del mercato finanziario era infatti ben chiaro che l'abbandono della *single capacity* domandasse l'adozione di nuove tutele²⁹. Pertanto, seppure secondo percorsi distinti, in entrambi i Paesi si assunsero delle misure normative simili, con le quali recuperare la fiducia nel mercato di *securities* statunitense³⁰ e garantire la lealtà delle

operazioni svolte sul mercato finanziario inglese anche dopo il *big bang*³¹.

In particolare, oltre a restringere l'esercizio dell'attività ai soli soggetti autorizzati, furono introdotte delle *conduct of business rules*, così che, per la prima volta nella storia degli ordinamenti angloamericani, la disciplina giuridica del rapporto tra *broker* e *client* nell'ambito di un'attività di intermediazione finanziaria non si rinveniva più nel *substantive law* ma anche nella diversa fonte di c.d. *financial regulation*³². A ben vedere, il ricorso alla normativa speciale può essere letto come tentativo di sottrarre l'attività finanziaria al principio del *caveat emptor* a prescindere dall'idoneità del singolo rapporto ad essere ricondotto nell'alveo delle relazioni fiduciarie, così da assicurare sempre il rispetto dei principi di *fair dealing*.

9. Dai *fiduciary duties* alla *financial regulation*: le *conduct of business rules*.

Nella nuova forma giuridica di *conduct of business rules*, queste disposizioni ripetevano l'oggetto, il contenuto e le conseguenze giuridiche di quei *duties*. Esse, a ben vedere, avevano lo scopo di garantire che, a prescindere dalla qualifica del *broker* in termini di *fiduciary*, questi fosse comunque tenuto a prestare degli obblighi in favore del *client* "to protect reasonable people from being made fools of"³³.

In linea con la precedente esperienza, entrambe le vicende di regolazione del mercato diedero luogo ad una disciplina di *fair dealing* ispirata al principio di *disclosure* ("[s]unlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman")³⁴: salvo rare eccezioni, le *rules* imposte

missioni minime si veda il citato lavoro di Michie, nonché quello di W.A. THOMAS, *The Provincial Stock Exchanges*, London, 1973; ai fini della presente ricerca, invece, è sufficiente porre a mente come tali regole avessero unicamente natura protezionistica.

²⁹ Con riguardo all'esperienza statunitense si veda il discorso del presidente Roosevelt (F.D. ROOSEVELT, *Message to Congress on Federal Supervision of Investment Securities*, 29.03.1933 (in <http://www.presidency.ucsb.edu/>); con riferimento, invece, all'esperienza inglese si confronti L.C.B. GOWER, *Review of Investor Protection: a Discussion Document*, London, 1982, p. 84, cui *adde*, per il più generale riconoscimento che l'abbandono del sistema di *single capacity* richiedesse l'adozione di un sistema di protezione dell'investitore che derogasse al principio del *caveat emptor*, i contributi di M.J. PERRY, *Approaches to Market Regulation – The United Kingdom*, in F. Oditha (ed.), *The Future for the Global Securities Market*, Oxford, 1996, p. 181 e di G. MCMEEL – J. VIRGO, *Financial Advice and Financial Products. Law and Liability*, Oxford, 2001, p. 41.

³⁰ F.D. ROOSEVELT, *Message to Congress*, *cit.*

³¹ L.C.B. GOWER, *Review of Investor Protection, Report*, II, London, 1985, p. 29.

³² Mentre il primo, che ricomprende "private law (contract, property, tort and so on), criminal law, and judicial review in public law", si caratterizza per essere un "system of rules and principles drawn from case law and statute which is implemented by the courts in accordance with the doctrine of precedent" e che "is not created with financial transactions specifically in mind", le *conduct of business rules* non si sono sviluppate in conformità alla "doctrine of precedent" e sono state "created in relation to financial markets" (A. HUDSON, *The Law of Finance*, *cit.*, p. 14-15). Non è questa la sede per verificare il rapporto che nei Paesi di *common law* si configura tra il c.d. *substantive law* e la c.d. *financial regulation*; si osservi solo come l'introduzione di tale seconda disciplina non comporti l'esautoramento della prima.

³³ L.C.B. GOWER, *Review of Investor Protection: Report*, I, London, 1984 p. 7; in proposito, si veda R.B. PENNINGTON, *The Law of Investment Markets*, Oxford, 1990, p. 122.

³⁴ L. BRANDEIS, *Other People's Money and How the Bankers Use It*, New York, 1914, p. 93. Nel quinto capitolo ("What publicity can do") del suo influente libro, Brandeis sostenne che "the law" non dovrebbe farsi carico di fissare "bankers' profits"



agli intermediari autorizzati avevano come oggetto una prestazione di carattere informativo³⁵ che si sviluppava secondo il meccanismo di *disclose or abstain* (che, come visto, era quello tipico dei *fiduciary duties*)³⁶.

28 Anche sul piano delle conseguenze, inoltre, vi era stata piena continuità delle *conduct of business rules* con i *fiduciary duties* (che, come si ricorderà, muovono sul piano del rapporto e dei suoi effetti prescindendo dalla questione relativa alla validità dell'atto di autonomia privata). Ciò, in particolare, è vero in Inghilterra, dove il *Financial Services Act* licenziato dal Parlamento di Westminster nel 1986 prevedeva, in materia di *cause of action* per gli investitori beneficiari dei doveri previsti dalle *rules*,

o di proteggere gli investitori vietando i “*bad bargains*”, ma, in luogo dell’ “*archaic doctrine of caveat emptor*”, dovrebbe utilizzare la “*publicity in aid of fair dealing*”. A tal proposito, Brandeis propose l'esempio di una classica transazione finanziaria in cui si contrappone l'interesse di chi vuole cedere al pubblico dei titoli e di chi intende acquistare un buon prodotto. Ora, poiché la commissione che spetta a chi vende il titolo altrui dipende dalla qualità delle azioni, il compito del diritto dovrebbe essere quello di assicurare la piena pubblicità dell'ammontare della commissione. In tal modo, “*not only will investors be put on their guard*” ma anche “*bankers' compensation will tend to adjust itself automatically to what is fair and reasonable*”. Si noti che, sin dal principio della regolazione del mercato finanziario statunitense, l'adozione del principio di *disclosure* sia stato criticato, perché troppo debole (*ex multis*, O. DOUGLAS, *Protecting the Investors*, in *Yale Law Journ.*, 1934, p. 521, H. KRIPKE, *The Myth of the Informed Layman*, in *Bus. Law*, 1973, p. 631 e O.B. SHAHAR e C.E. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in *Univ. Pennsylvania Law Rev.*, 2011, p. 647). Sulle ragioni politiche che spinsero l'amministrazione Roosevelt verso questo modello in luogo di divieti di tipo sostanziale – pure diffusi nelle legislazioni statali con le c.d. *Blue Sky Laws* (su cui si vedano T. MULVEY, *Blue Sky Law*, in *Can. Law. Times*, 1916, p. 37, C. A. DYKSTRA, *Blue Sky Legislation*, in *Am. Pol. Sc. Rev.*, 1913, p. 230; J.S. ARMSTRONG, *The Blue Sky Laws*, in *Virg. Law Review*, 1958, p. 713, L. LOSS – E.M. COWETT, *Blue Sky Law*, Boston-Toronto, 1958, C.G. GOODKIND, *Blue Sky Law: Is There Merit in the Merit Requirements*, in *Wiscons. Law Rev.*, 1976, p. 79; J.R. MACEY - G.P. MILLER, *Origin of the Blue Sky Laws*, in *Texas Law Rev.*, 1991, p. 347; M.A. SARGENT, *Future for Blue Sky Law*, in *Univ. Cinc. Law Rev.*, 1993, p. 471) – si rinvia a A.G. ANDERSON, *The Disclosure Process in Federal Securities Regulation: a Brief Review*, in *Hastings Law Journal*, 1974, p. 320.

³⁵ Sul punto si veda, con riferimento all'esperienza americana, la sentenza *United States Supreme Court*, 09.12.1963, *SEC v. Capital Gains Research Bureau Inc.*, in 375 US 186.

³⁶ Come spiega uno dei massimi studiosi statunitensi, con la regolazione in parola il “*Congress did not take away from the citizen “his inalienable right to make a fool of himself”*” ma ha più semplicemente “*attempted to prevent others from making a fool of him*” (L. LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston-Toronto, 1983, p. 36). Sul punto si veda anche L.C.B. GOWER, *Review of Investor Protection: a Discussion Document*, cit., p. 4, per il quale lo scopo della *financial regulation* era limitato alla (ri)affermazione del principio per cui “*it is investors' own fault only if they were in a position to judge the extent of the risk*”.

che l'eventuale violazione non avrebbe “*invalidate any transaction*” e, piuttosto, riconosceva ai clienti unicamente la tutela risarcitoria propria delle “*actions for breach of statutory duty*”³⁷.

10. La nuova financial regulation: la suitability rule.

La *financial regulation* non si esauriva in *rules* che – *mutatis mutandis* – ripetevano l'oggetto (prestazioni informative), il contenuto (*disclose or abstain*) e le conseguenze (non invalidanti) dei precedenti *fiduciary duties*, ma prevedeva, nella diversa forma delle *conduct business rules*, anche nuovi e distinti doveri.

Di tale speciale disciplina faceva parte, ad esempio, anche la *suitability rule*.

Questa disposizione era prevista tanto nell'esperienza statunitense³⁸ quanto in quella inglese.

³⁷ *Sect. 62 e Sect. 61 del Financial Services Act*. Oltre che su un piano teorico – ossia come legame tra la *financial regulation* e i *fiduciary duties* – le disposizioni rivestono particolare importanza pratica. Difatti, mediante il riconoscimento *ex lege* del *breach of statutory duty*, si esonera il giudice dal dover indagare se, nel licenziare il testo legislativo, il Parlamento avesse inteso fornire il singolo di una tutela giurisdizionale diretta. In forza della *Sect. 61*, invece, per ottenere la riparazione dei *damages*, egli non deve dimostrare il ricorrere dei più complessi elementi del c.d. *tort of negligence* (quali il *duty of care* e lo *standard of care*), ma, in conformità al *tort of breach of statutory duty*, dovrà provare unicamente i) l'inadempimento del dovere da parte del soggetto autorizzato (*breach*); ii) la circostanza per cui il danno patito ne fosse una conseguenza (*causation*); iii) il dato per cui il soggetto danneggiato fosse tra quanti la norma intendeva proteggere (*interest*); iv) e che il danno di cui si domanda il risarcimento fosse uno di quelli che la norma intendeva evitare (*loss*). In dottrina sull'argomento si veda K.M. STANTON, *Breach of Statutory Duty*, London, 1986. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, il discorso è diverso e la giurisprudenza è ferma nel riconoscere che la violazione di una *conduct of business rules* non comporta di per sé “*a private cause of action*” (*United States Court of Appeal, Ninth Circ., Jablon v. Dean Witter & Co.*, in 614 F 2d 677). Ciò non significa che negli Stati Uniti vi sia una totale irrilevanza per queste *rules* su di un piano privatistico. Difatti, la loro violazione può sia integrare delle ipotesi di *breach of fiduciary duty* (nelle ipotesi in cui il rapporto tra *broker* e *client* viene qualificato come fiduciario, la violazione delle *rules* funge da parametro della lesione) (*Supreme Court of Colorado*, 08.06.1987, *Rupert v. Clayton Brokerage Co.*, in 737 P. 2d, 1106) sia concorrere – insieme alla prova dello scopo fraudolento della condotta del *broker* nonché del legittimo affidamento del cliente nelle capacità del professionista – all'accertamento di una frode (*United States Court of Appeals, Second Circuit*, 24.08.1978, *Clark v. John Lamula Investors*, in <http://openjurist.org/>).

³⁸ La prima manifestazione di un legame tra l'operazione finanziaria e il profilo del cliente ricorre già all'interno del testo approvato nel 1939 dalla *National Association of Securities Dealers* (NASD), vale a dire l'organismo nazionale a cui i *brokers* avevano l'obbligo di iscriversi e a cui il *Securities Exchange Act* aveva riservato il compito di individuare le *guidelines* vincolanti per lo svolgimento della loro attività: art. III, Sect. 2 del



se³⁹ e imponeva un (inedito) obbligo di informare il cliente in merito all'inidoneità dell'operazione rispetto al suo profilo, senza altresì vietare in assoluto lo scambio⁴⁰.

Difatti, in ipotesi di una sua successiva autorizzazione (*permissive consent*), l'esecuzione dell'operazione che era stata giudicata non adeguata al suo profilo avrebbe spiegato i propri effetti tipici (conseguenze dell'operazione nella sfera del *client* e commissione in favore del *broker*)⁴¹. In caso, inve-

ce, di una violazione della disciplina, la *sect. 62 del Financial Services Act* avrebbe consentito al cliente di ottenere il risarcimento dei danni patiti in forza dell'operazione inadeguata⁴².

11. La circolazione della *financial regulation*.

La scelta di introdurre la *financial regulation* tra le fonti della disciplina dell'intermediazione ha avuto una forte eco anche oltre le esperienze anglosassoni e, dopo il *big bang day*, quelle stesse *rules* del mercato mobiliare circolarono anche in sistemi estranei alla tradizione dei *fiduciary duties*⁴³.

Anche l'Italia⁴⁴ fu tra i Paesi che ricorsero a una disciplina analoga a quella del *Financial Services Act* nel tentativo di garantire "la competenza e la correttezza degli intermediari finanziari dai quali gli investitori dipendono in modo particolare"⁴⁵. Qui,

Rules of Fair Practice. A seguito della fusione tra NASD e *New York Stock Exchange*, avvenuta nel 2007, la competenza a determinare le regole che governano l'attività di intermediazione dei principali operatori di mercato è stata attribuita alla *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) e, puntualmente, il testo regolamentare emanato da quest'ultima prevede una generale disciplina in tema di *suitability* (*rule* §2111), nonché delle previsioni con più specifico riferimento a determinate operazioni (*rule* §2310.b2 in tema di *direct participation program*; *rule* §2330 in tema di *deferred variable annuities*; *rule* §2360.b)19 con riguardo allo scambio di *options*). Oltre che nei testi adottati da altri organismi di autoregolazione (*rule* §G-19, *Municipal Securities Rulemaking Board*; *rule* §9.9 *Chicago Board Options Exchange Rule*), una *suitability rule* si rinviene anche in seno ai testi approvati dalla *Securities Exchange Commission* (*rule* §15b10-3).

³⁹ In base alla *rule* §5.01 delle disposizioni adottate dalla *Securities and Investments Board*, un soggetto autorizzato non poteva raccomandare servizi e prodotti al cliente "unless it has reasonable grounds for believing that the transaction is suitable for that person" e, nei casi di servizi diversi dalla consulenza e da quelli di *execution only*, aveva l'obbligo di non procedere ad operazioni *unsuitable* per il cliente "unless the firm has advised the customer not to proceed with his proposal and the customer, following the giving advice, has repeated his instructions". L'adeguatezza del prodotto finanziario proposto doveva essere valutata "having regard to the facts known, or which ought reasonably to be known, to the firm about the investment and as to the [customer's] other investments and his personal and financial situation". Invero, una prima *suitability rule* era prevista, già prima del *big bang*, dalla normativa speciale in tema di "business of dealing in securities" di cui al *Prevention of Fraud (Investments) Act* (1939): si confronti, in particolare, la *sect. 10 (2a)*, *Licensed Dealers (Conduct of Business) Rules*, 1983.

⁴⁰ Per tutti, R. MUNDHEIM, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine*, in *Duke Law Journ.*, 1965, p. 445; S.B. COHEN, *The Suitability Rule and Economic Theory*, in *Yale Law Journ.*, 1971, p. 1604; H.H. COHEN, *The Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers Professional Responsibilities*, in *Journ. Corp. Law*, 1978, p. 533.

⁴¹ In entrambe le esperienze, peraltro, oltre che nelle varie *rules* un obbligo di *disclose or abstain* in ipotesi di investimento *not suitable* ricorreva anche come *fiduciary duty*. L'adozione di *conduct of business rules* non impedisce al giudice la qualifica del *broker/agent* come *fiduciary* del *client/principal*. In questo modo, anche quando le prime non trovano applicazione, può sussistere un dovere per il *broker* di "to determine the customer's actual financial situation and needs", di "to inform the customer that no speculative securities are suitable for her" e, "as long as he thinks that the securities are beyond her risk threshold", non deve "to solicit her purchase of any such speculative securities" (*Court of Appeals of California*, 05.06.1968, *Twomey v. Mitchum, Jones & Templeton, Inc.*, 262 Cal. App. 2d 690; in Inghilterra, invece si veda *Court of Appeal*, 27.02.2000, *Gorham and Others v. British Telecommunications*

PLC, in [2000] 1 WLR 2129). Fermo restando il significato teorico di tale indirizzo (impiego dei *fiduciary duties* in riferimento all'integrità del mercato, su cui si veda E.J. WEINRIB, *The Fiduciary Obligation*, *cit.*, p. 15), quest'ultimo ha il merito di dimostrare la pluralità di fonti dell'attività di intermediazione (*financial regulation*, *fiduciary duties*, *contract law* e *negligence in tort*: sul punto si veda A. BERG, *Section 62: the Full Extent of Exposure*, in *Int. Fin. Law Rev.*, 1988, p. 31).

⁴² Tra la giurisprudenza si vedano: *Queen's Bench Division*, 29.01.1988, *Morgan Stanley UK Group v. Puglisi Consentino*, in [1998] CLC 481; *Queen's Bench Division*, 13.05.2005, *Seymour v. Caroline Ockwell & Co.*, in [2005] PNLR 39.

⁴³ Per una comparazione sulle riforme adottate dai vari Paesi a seguito del *Big-Bang* inglese si veda N.S. POSER, *International Securities Regulation, London's "Big Bang" and the European Securities Markets*, Boston-Toronto-London, 1991 e, dal punto di vista italiano, la ricca indagine di F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari - L'esperienza francese, inglese e italiana*, Milano, 1993.

⁴⁴ Sino ad allora il mercato finanziario italiano - le cui dimensioni erano sensibilmente più ridotte rispetto a quelli delle società angloamericane - era sostanzialmente costituito dalla partecipazioni dei privati alla borsa. La disciplina dei c.d. contratti di borsa si rinveniva nel codice civile, negli usi delle varie piazze d'affari e nelle disposizioni contenute nelle leggi di settore (si pensi alla legge 20 marzo 1913 n. 272 che, tra le altre cose, affermava la riserva di attività e il modello di *single capacity* per gli agenti di cambio). L'assenza di una normativa posta a specifica garanzia del buon funzionamento del mercato finanziario rendeva il mercato finanziario interno uno spazio "notoriously dangerous" (N. S. POSER, *International Securities Regulation, London's "Big Bang" and the European Securities Markets*, Boston-Toronto-London, 1991, p. 417).

⁴⁵ L'espressione riportata si legge nella decisione sulla normativa olandese che, a tutela degli investitori, vietava la pratica di rivolgere a potenziali clienti residenti in altri Stati membri telefonate non richieste (c.d. *cold calls*): Corte di Giustizia della Comunità Europea, 10.05.1999, *Alpine Investments BV v. Minister van Financiën*, (C-384/92), §42 (in www.curia.europa.eu). Nel senso della necessità di una normativa speciale come conseguenza dell'apertura dei mercati e del superamento della *single capacity* in favore della c.d. polifunzionalità dell'intermediario si vedano, *ex multis*, G. ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano, 1988, p. 169; F.



dapprima con una legge e poi con il testo unico della finanza, si adottò una riforma del mercato mobiliare caratterizzata dalla riserva di attività di intermediazione e dal ricorrere di una normativa speciale per ciò che ne concerne lo svolgimento nei confronti del pubblico⁴⁶.

| 30

12. La *suitability rule* in Italia: l'art. 29, reg. Consob 11522/1998.

Come nelle altre vicende di regolazione del mercato, tra le disposizioni previste dal legislatore nazionale per l'esercizio dell'intermediazione vi era anche la *suitability rule*⁴⁷.

Sino alla successiva normativa comunitaria, la relativa disciplina interna, che a differenza dell'esperienza anglosassone si applicava anche ai servizi non discrezionali⁴⁸ resi in favore del cliente non professionale⁴⁹, si articolava secondo un dovere

CAVAZZUTI, *Conflitti di interesse e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca Impr. Soc.*, 1989, 3, p. 363; BANCA D'ITALIA, *Intermediazione finanziaria non bancaria e gruppi bancari polifunzionali: le esigenze di regolamentazione prudenziale*, in *Servizio Studi "Temi di discussione"*, 1989, 113, p. 25.

⁴⁶ Il riferimento è alla legge 02 gennaio 1991, n°1, "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari" (sul punto, tra una bibliografia particolarmente ricca, si vedano i contributi di G. ALPA, *La legge sulle SIM e i contratti con i "clienti"*, in *Econ. dir. terziario*, 1991, p. 333; G. MINERVINI, *Sim e riorganizzazione del mercato mobiliare. Appunti su una legge difficile*, in *Corr. Giur.*, 1991, 2, p. 129; A. ANTONUCCI, *Note introduttive alla legge n. 1 del 2 gennaio 1991 sull'intermediazione mobiliare*, in *Dir. Banca*, 1992, 1, p. 51; F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento*, cit.; A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione immobiliare*, in *Banca, borsa*, 1993, I, p. 289; C. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *ivi*, p. 300) e al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria adottato con il decreto legislativo 24 febbraio 1998 n° 58 (sul passaggio dalla legge 1/91 al TUF si veda G. FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il testo unico*, in G. Ferrarini e P. Marchetti (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, Roma-Milano, 1998, p. 25).

⁴⁷ Inizialmente prevista a livello di fonte primaria (art. 6, lett. f), l. 1/91), nel periodo successivo essa venne stabilita dalla fonte secondaria, rappresentata dai regolamenti emanati dalla Consob. In particolare, tra l'adozione del TUF e la ricezione delle direttive MiFID (2004/39/CE e 2006/73/CE), la disciplina era prevista dall'art. 29, reg. Consob 11522/1998.

⁴⁸ Corte Cass. 25.05.2008, n° 17340 in *Foro it.*, 2008, I, c. 188.

⁴⁹ Come è noto, in omaggio al principio di graduazione delle tutele (ex art. 6, co. II, t.u.f.), il previgente art. 31 ("Rapporti tra intermediari e speciali categorie di investitori"), co. I°, reg. CONSOB 11522/1998 stabiliva che nei confronti dei c.d. "operatori qualificati" non avrebbero trovato applicazione, tra le altre, le regole in materia di conflitti di interesse, di scambio di informazioni tra le parti e di operazioni non adeguate. Sul punto si rinvia al lavoro di G. LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011.

di raccolta di informazioni circa il profilo del cliente⁵⁰ e di valutazione di adeguatezza dell'operazione (per tipologia⁵¹, oggetto⁵², frequenza⁵³ e dimensione⁵⁴). In caso di esito negativo del test di adeguatezza, poi, si sarebbe verificato il blocco di rimedi composto dal dovere di *abstain* e *disclose*, aggirabile unicamente dalla dichiarazione del cliente di dare seguito all'operazione⁵⁵.

⁵⁰ La c.d. *know your customer* era, invero, oggetto di una distinta disposizione regolamentare (art. 28, co. I, lett. a), reg. CONSOB 11522/1998) con cui si imponeva al soggetto abilitato di 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".

⁵¹ Il regolamento non definiva cosa fosse la "tipologia" dell'investimento. Essa veniva determinata in base alle caratteristiche strutturali dell'operazione, in virtù delle quali si classificavano i prodotti scambiati in strumenti di tipo speculativo o conservativo. Tra gli aspetti con cui valutare l'adeguatezza del tipo di operazione al profilo del cliente vi era, ad esempio, la necessità di controllare periodicamente l'andamento del titolo acquistato (App. Torino, 13.10.2010, n° 1494 in www.ilcaso.it) oppure il dato per cui le operazioni scambiate fossero concluse fuori dai mercati regolamentati (Trib. Roma, 22.12.2004, in *Foro it.*, 2005, I, c. 2540).

⁵² Come si è visto, il profilo esaminato in precedenza atteneva a una valutazione sulla struttura e sul meccanismo del prodotto da scambiare; ora, sotto il profilo dell'oggetto, ai fini della determinazione dell'adeguatezza dell'operazione avrebbero rilevato la presenza di costi impliciti (Trib. Udine, 01.07.2011 in www.ilcaso.it), l'assenza di un giudizio reso da una soggetto terzo in ordine alla solvibilità delle obbligazioni (Trib. Catania, 05.05.2006, n° 1600 in *ivi*) o l'essere queste emesse da un soggetto estraneo ai penetranti controlli previsti per le società quotate (Trib. Bari 24.09.2005 n° 2735 in *ivi*).

⁵³ Con tale criterio, che prescindeva dunque dal riferimento al rischio (del tipo e dell'oggetto) dell'operazione e che richiamava l'esperienza del c.d. *churning*, si intendeva porre in guardia l'intermediario dall'assumere all'insaputa del cliente tattiche di *trading* particolarmente aggressive (in giurisprudenza: App. Torino, 03.05.2006 in *Società*, 2007, p. 7111).

⁵⁴ Tale aspetto concorre a determinare l'adeguatezza dell'operazione in base al rapporto tra la somma investita nell'operazione e il portafoglio del cliente. La giurisprudenza non ha individuato una regola generale: tra le sentenze che hanno riconosciuto l'inadeguatezza per dimensione, si vedano Trib. Udine, 05.03.2010 (che valuta non adeguato l'acquisto di titoli rischiosi perché incidente per oltre il 50% del patrimonio investito); Trib. Milano, 13.11.2008 n° 13240 (dove l'incidenza dell'acquisto oggetto di giudizio era di oltre i 2/3 del patrimonio investito e la presenza di fondi comuni di investimento era molto bassa), sent. 24.09.2008 (con riguardo all'impiego di circa il 24% del portafoglio investito in titoli argentini) e sent. 16.11.2005 n° 546 (in cui si era censurato l'investimento dell'intero patrimonio in titoli estremamente speculativi); Trib. Palermo, 17.02.2006 (che ha ritenuto inadeguato l'investimento in titoli argentini nella misura del 20% della cifra complessivamente investita dal cliente) e Trib. Venezia, 16.02.2006 (dove l'investimento inadeguato in titoli argentini era pari al 40% del totale investito) (tutte in www.ilcaso.it).

⁵⁵ Su tale dichiarazione del cliente si veda, da ultimo, Corte Cass., 25.09.2014 n° 20178 (in <http://www.italgiure.giustizia.it>), dove, ribadendo un precedente indirizzo (Corte Cass. 19.04.2012 n° 6142, e 06.07.2012 n°



Infatti, in linea con la continuità delle *conduct of business rules* con la tradizione dei *fiduciary duties* e in conformità allo scopo di evitare che nell'intermediario finisse con il "prevalere l'interesse a rendere massimo il proprio vantaggio a svantaggio dell'interesse del contraente più debole non adeguatamente informato"⁵⁶, anche la disciplina interna subordinava lo spiegarsi degli effetti tipici dell'operazione nel rapporto tra soggetto abilitato e cliente al ricorrere della volontà del secondo di procedervi comunque, una volta informato esattamente dell'inadeguatezza⁵⁷.

13. La conseguenza per la violazione della rule e la soluzione Rordorf.

L'assenza nel nostro ordinamento di una rilevante tradizione di *fiduciary duties* e il silenzio del legislatore in punto di conseguenze giuridiche civilistiche hanno determinato una notevole incertezza in tema di rimedi esperibili dal cliente rispetto al contratto di investimento per la violazione delle *conduct business rules* della *financial regulation*⁵⁸.

Per alcuni, considerato che la *suitability rule* ex art. 29, reg. Consob 11522/1998 era una norma imperativa, la sua violazione avrebbe mosso sul piano del contratto, così determinando un'ipotesi di nullità virtuale⁵⁹. Per altri, invece, atteso che la dispo-

ne regolamentare era una manifestazione del dovere di buona fede, la sua violazione avrebbe avuto rilevanza solamente sul piano del rapporto, determinando delle conseguenze di tipo risarcitorio⁶⁰. Sul punto sono intervenute le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, le quali, anche con espresso riferimento alla *suitability rule*, hanno ricostruito il quadro rimediabile dell'investitore tradito senza coinvolgere la validità dell'atto e senza ritenere che la conclusione del contratto esaurisse ogni discorso di tutela⁶¹.

della *suitability rule* era sostenuta, tra gli altri, da F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, p. 51 e da D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 656).

⁶⁰ In questo senso, tra la giurisprudenza si veda ad esempio App. Milano 13.10.2004, in *Giur. mer.*, 2005, 10, p. 2051 nonché Corte di Cassazione, 29.09.2005, n. 19024 in *Giur. it.*, 2006, p. 1599; tra la dottrina, invece, si veda A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutele degli investitori*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1012. Oltre alle posizioni favorevoli alla nullità e alla responsabilità, si riscontra anche la tesi per cui "il difetto di informazione non comporti nullità del contratto, ma annullamento o risoluzione dello stesso" (Trib. Pinerolo, 14.10.2005 in *Giur. it.*, 2006, p. 521; in dottrina, A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, p. 393). A differenza degli altri indirizzi, tale interpretazione non è stata particolarmente seguita dalle corti di merito, le quali ritenevano inammissibile l'azione di annullamento per errore essenziale conseguente alla mancata informazione sulle caratteristiche dell'operazione di investimento e/o sulla sua adeguatezza (*ex multis*, si veda Trib. Roma, 29.07.2005 n. 17539 in *Dir. banca mer. fin.*, 2006, p. 465).

⁶¹ Corte Cass., SS.UU., 19.12.2007 n°26724, in *Foro it.*, 2008, I, c. 784. Alla violazione della *suitability rule* è dedicato il paragrafo 1.10 della sentenza, ampiamente commentata in dottrina, in termini adesivi (tra i tanti, A. ALBANESE, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari e regime dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati*, in A. PERRONE (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di condotta degli intermediari*, Milano, 2008, p. 45; G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008, p. 353; V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 230; V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, 5, p. 536; V. SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *Contratti*, 2008, p. 231; E. SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*, in *Foro it.*, 2008, I, c. 785; C. SCOGNAMIGLIO, *Regole di validità e di comportamento: i principi e i rimedi*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 3, p. 599; G. VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbl. contr.*, 2008, p. 104; A. GNANI, *Contrarietà a buona fede e invalidità del contratto: spunti ricostruttivi*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, II, p. 435) e critici (*ex multis*, R. CALVO, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, p. 1431; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità*, cit., p. 393; F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di*

11412 in *ivi*), si afferma che "la dichiarazione resa dal cliente, su modulo predisposto dalla banca e da lui sottoscritto, in ordine alla propria consapevolezza – conseguente alle informazioni ricevute – della rischiosità dell'investimento e della inadeguatezza dello stesso rispetto al suo profilo di investitore, non costituisce dichiarazione confessoria, in quanto è rivolta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità d un fatto obiettivo".

⁵⁶ F. CAVAZZUTI, *Conflitti di interesse e informazioni asimmetriche*, cit., p. 363.

⁵⁷ Secondo un (condivisibile) indirizzo seguito da parte della giurisprudenza di merito, l'informazione al cliente doveva essere resa per iscritto (App. Brescia, 10.01.2007, n° 20; App. Torino, 10.04.2012 n° 615) e il ricorso a formule prestampate o generiche era considerato insufficiente (Trib. Genova, 03.11.2006 n° 3771; Trib. Milano, 26.09.2011, n° 11045; App. Palermo, 15.03.2012 n° 572) (tutte in www.ilcaso.it).

⁵⁸ Per avere una visione di insieme dei vari orientamenti e indirizzi si consultino i lavori di V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, p. 896; G. COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, p. 3, p. 522 e F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, p. 281.

⁵⁹ Tra le prime sentenze a militare in questo senso è certamente Trib. Mantova, 18.03.2004 in *Banca borsa*, 2004, II, p. 440 (a cui *adde*, almeno, Trib. Parma 16.06.2005 in www.ilcaso.it; Trib. Torino 07.11.2005 in *Giur. it.*, 2006, p. 521; Trib. Teramo, 18.05.2006, in *Dir. banca mer. fin.*, 2007, p. 374; Trib. Trani, 30.06.2006 in *Banca borsa*, 2007, II, p. 324); tra la letteratura, invece, la tesi della nullità del contratto per la violazione

Come è noto, le Sezioni Unite hanno qualificato la *suitability rule* in termini di obbligo (*ex lege*) di comportamento integrante il regolamento del contratto concernente il servizio di investimento⁶² (sicché, in omaggio alla distinzione tra regola di condotta e regola di validità⁶³, l'eventuale inosservanza avrebbe rilevato come un inadempimento fonte di responsabilità e non già come ragione di invalidità dell'atto⁶⁴). Inoltre, sulla scorta della migliore dottrina⁶⁵, le stesse Sezioni hanno ritenuto possibile l'accertamento della responsabilità anche in presenza di un contratto valido⁶⁶. Pertanto, proprio come

Cass. sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in Contr. impr., 2008, p. 936; D. MAFFEIS, Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere, in Contratti, 2008, p. 403; ID., Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito, in Contratti, 2008, p. 557; G. LA ROCCA, Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche, in Riv. crit. dir. priv., 2009, 1, p. 107; F. SARTORI, La (ri)vincita dei rimedi risarcitori; note critiche a Cassazione S.u. 19 dicembre 2007 n. 26725, 2008, in www.ilcaso.it; P. SIRENA, Responsabilità precontrattuale e obblighi informativi, in L. FREDIANI - V. SANTORO (a cura di), L'attuazione della direttiva MIFID, Milano, 2009, p. 101.

⁶² Sulla capacità della "fonte legale" di contribuire al regolamento partecipando "alla concreta determinazione del definitivo assetto di quegli interessi" si veda, per tutti, S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazioni del contratto*, Milano, 1969, p. 89.

⁶³ Sulla distinzione tra regole di validità e regole di comportamento quale "principio nel sistema del codice civile" si vedano F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1966^{IX}, p. 171 e L. MENGONI, *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca borsa*, 1997, I, p. 9. *Contra*: R. SACCO, *Il contratto*, Torino, 1975, p. 669 e F. GALGANO, *Squilibrio contrattuale e male fede del contraente forte*, in *Contr. impr.*, 1997, p. 423.

⁶⁴ Corte Cass., 26724/2007, *cit.*, § 1.6.

⁶⁵ Nel senso che la conclusione di un contratto valido non precluda la configurabilità di una responsabilità per le eventuali violazioni delle norme che ne regolano la formazione si vedano A. RAVAZZONI, *La formazione del contratto: le fasi del procedimento*, Milano, 1966, p. 26; G. VETTORI, *Anomalie e tutele nei contratti di distribuzione fra imprese. Diritto dei contratti e regole di concorrenza*, Milano, 1983, p. 75; E. MINERVINI, *Errore sulla convenienza economica del contratto e buona fede precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 1987, 4, p. 943; G. FERRARINI, *Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo*, in *Giur. Comm.*, 1988, p. 591; M. MANTOVANI, «Vizi incompleti» del contratto e rimedio risarcitorio, Torino, 1995, p. 135; R. SACCO [- G. DE NOVA], *Il contratto*, II, in *Trattato dir. civ. Sacco*, Torino, 2004^{III}, p. 249. Per la posizione contraria (e oggi minoritaria) si vedano: A. GAMBARO, *Il diritto di proprietà*, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni*, Milano, 1995, p. 744; G. D'AMICO, «Regole di validità» e principio di correttezza nella formazione del contratto, Napoli, 1996, p. 99; ID., *La responsabilità*, in *Tratt. Roppo*, V, 2, Milano, 2007, p. 1007; L. ROVELLI, *I principi del diritto contrattuale europeo: tendenze e prospettive*, in G. Alpa - E.N. Buccico (a cura di), *Il codice civile europeo*, Milano, 2001, p. 99; E. BARCELLONA, *Trattato della responsabilità civile*, Milano, 2011, p. 467.

⁶⁶ Corte Cass., 26724/2007, *cit.*, § 1.9: "la violazione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto assume rilievo non

per le *rules* inglesi e prima ancora per i *fiduciary duties*, la violazione della disciplina avrebbe rilevato sul solo piano del rapporto, determinandone, a seconda dei casi, la correzione degli effetti (tramite il risarcimento)⁶⁷ oppure la fine (mediante la risoluzione)⁶⁸.

Al pari delle altre discipline previste in materia di conflitto di interessi e di informazione relativa ai prodotti scambiati, la regola dell'adeguatezza era dunque un obbligo di comportamento (pre)contrattuale che, integrando *ex lege* il regolamento, realizzava una tutela dell'interesse al "buon funzionamento dell'intero mercato" da cui "nulla se ne può dedurre in ordine alla pretesa nullità dei singoli contratti sul piano del diritto civile"⁶⁹.

14. Il modello concorrenziale di disciplina dell'intermediazione mobiliare.

Oltre ad avvicinare l'esperienza interna a quella inglese, queste coordinate riflettono la "razionalità strumentale" della disciplina giuridica dello scam-

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". Tale indirizzo di responsabilità da contratto valido è oggi consolidato da successive pronunce intervenute tanto con riferimento alla materia *de qua* (*ex multis*: Corte Cass., 08.10.2008 n°24795 e Corte Cass., 17.02.2009 n° 3773) quanto, più di recente, con riguardo alla possibilità di riconoscere un danno connesso a un contratto (di transazione) che, però, non sia stato impugnato (Corte Cass., 18.09.2013 n° 21255, est. Travaglio in <http://www.italgiure.giustizia.it>; su cui si vedano le osservazioni di G. VETTORI, *Validità, responsabilità e cumulo dei rimedi. A proposito del caso Cir-Fininvest*, in *questa rivista*, 2013, 4, p. 279 e di C. SCOGNAMIGLIO, *Effettività della tutela e rimedio risarcitorio per equivalente: la Cassazione sul caso Cir c. Fininvest*, in *Resp. civ. prev.*, 2014, 1, p. 42).

⁶⁷ In generale sull'impiego in funzione correttiva del rapporto del risarcimento del danno da contratto valido, si vedano G. VETTORI, *Regole di validità e regole di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite*, in *Obbl. contr.*, 2008, p. 104; M. MANTOVANI, «Vizi incompleti» del contratto, *cit.*, p. 292; L. MENGONI, *Autonomia privata*, *cit.*, p. 19. Ferma nell'escludere il risarcimento del danno non patrimoniale (Trib. Rimini, 06.06.2007 in *Danno e resp.*, 2008, p. 80), la giurisprudenza c.d. Rordorf ha ristretto il risarcimento di quello patrimoniale al solo danno emergente (rappresentato dalla differenza tra la somma investita e quanto percepito in costanza dell'operazione) senza liquidare il lucro cessante, attesa l'impossibilità di determinare la differenza positiva tra l'operazione svolta e gli investimenti alternativi (in proposito si vedano le osservazioni critiche di G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009, 1, p. 129-131).

⁶⁸ Sul punto si vedano le pronunce Trib. Torre Annunziata, 27.06.2007, n° 779 in *Contratti*, 2008, 1, p. 5; Trib. Velletri, 04.06.2014 n° 1369 e App. Milano, 14.10.2014, n° 3594, in www.ilcaso.it.

⁶⁹ Corte Cass., 26724/2007, *cit.*, §1.8.



bio rispetto all'obiettivo del mercato concorrenziale che costituisce la cifra del diritto privato dell'ultimo ventesimo secolo⁷⁰.

Lì, una volta identificato il giusto con la soluzione più efficiente⁷¹ e una volta condiviso l'assunto per cui il mercato concorrenziale sia il sistema economico in grado di fornire la migliore (perché più efficace) allocazione delle risorse⁷², sì da porsi come istituzione⁷³, il compito del diritto è diventato quello di predisporre le regole⁷⁴ con cui assicurare le condizioni necessarie allo spiegarsi della concorrenza⁷⁵, valorizzando⁷⁶ e correggendo⁷⁷ le varie dinamiche dei privati, in modo da "ridurre al minimo lo scarto, in termini di efficienza, tra il singolo atto di autonomia e il mercato come istituzione"⁷⁸.

Tra queste condizioni dello scambio che devono necessariamente ricorrere affinché questo sia giusto

(e quindi conforme al processo concorrenziale) si trova anche la distribuzione di informazioni con cui comparare i vari prodotti offerti su di un dato mercato. Non a caso, questo aspetto è stato centrale nelle diverse discipline giuridiche dello scambio connesse alla regolazione in senso concorrenziale del mercato, in quanto inteso come vero e proprio presupposto e condizione necessaria per l'effettività del processo allocativo⁷⁹. Con riferimento alla *suitability rule*, si potrebbe dire che essa si giustifica giacché, come l'assenza di elementi con cui valutare auto usate conduce alla scomparsa di quel mercato per timore di concludere solo cattivi affari (*'lemons'*), così l'eventuale assenza di indicazioni al *client/buyer* sull'adeguatezza dei prodotti finanziari determinerebbe dapprima la compressione della domanda, quindi la riduzione dell'offerta e infine la scomparsa del mercato⁸⁰.

Nonostante la natura pubblicistica dell'interesse tutelato mediante le varie *rules* (concorrenza)⁸¹, non deve sorprendere la circostanza per cui, nel caso dell'adeguatezza dell'operazione come in molte altre ipotesi di disciplina giuridica della regolazione del mercato in senso concorrenziale, si sia ricorso a regole che prescindevano dalla validità dell'atto e

⁷⁰ L. NIVARRA, *Al di là del particolarismo giuridico e del sistema: il diritto civile nella fase attuale dello sviluppo capitalistico*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2012, 2, p. 211; ID., *Diritto privato e capitalismo. Regole giuridiche e paradigmi di mercato*, Napoli, 2010.

⁷¹ In argomento, è d'obbligo il riferimento, almeno, agli scritti di Richard Posner (*Utilitarianism, Economics and Legal Theory*, in *Journ. Leg. Studies*, 1979, p. 103; *The Ethical and Political Basis of the Efficiency Norm in Common Law Adjudication*, in *Hofstra. Law Rev.*, 1980, p. 487; *The Economics of Justice*, Cambridge (Mass.), 1981, p. 115) e alla critica di Ronald Dworkin (*Is Wealth a Value?*, in *Journ. Leg. Studies*, 1980, p. 191).

⁷² Sul punto si veda S. TRENTO, *Concorrenza e potere di mercato*, in P. Ciocca e I. Musu (a cura di), *Economia per il diritto*, Torino, 2006, p. 275-276.

⁷³ Sul significato del 'mercato' come 'istituzione' si veda, per tutti, M.R. FERRARESE, *Diritto e mercato. Il caso degli Stati Uniti*, Torino, 1992, p. 61.

⁷⁴ Sulla necessità di regole per il 'mercato' come 'istituzione' si vedano M.R. FERRARESE, *Diritto e mercato*, cit., p. 72; N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 2008^{IV}, p. 11 e p. 89; A. JANNARELLI, *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, in N. Lipari (a cura di), *Diritto privato europeo*, II, Padova, 1997, p. 493; P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 265.

⁷⁵ Sul carattere artificiale della concorrenza si vedano M. FOUCAULT, *Nascita della biopolitica*, Milano, 2005, p. 92-112 e M. LIBERTINI, *Concorrenza* (voce), in *Enc. dir.*, Ann. III, Milano, 2010, p. 237. Tra la letteratura economica si veda, per tutti, F. CAFFÈ, *Lezioni di politica economica* (a cura di N. Acocella), Torino, 2008^V, p. 81.

⁷⁶ L. MENGONI, *Problemi di integrazione della disciplina dei «contratti del consumatore» nel sistema del codice civile*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, III, *Obbligazioni e contratti*, Milano, 1998, p. 535-536.

⁷⁷ M.R. FERRARESE, *Diritto e mercato*, cit., p. 418; G. SMORTO, *Autonomia contrattuale e diritto europeo*, cit., p. 333.

⁷⁸ L. NIVARRA, *Al di là del particolarismo giuridico e del sistema*, cit., p. 220, cui adde ID., *Diritto privato e capitalismo*, cit., p. 24-37 e S. GRUNDMANN, *La struttura del diritto europeo dei contratti*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 3, p. 381, nonché, con specifico riferimento alla disciplina speciale in materia di intermediazione finanziaria, R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 2, p. 777.

⁷⁹ S. GRUNDMANN, *L'autonomia privata nel mercato interno: le regole d'informazione come strumento*, in *Eur. dir. priv.*, 2001, 2, p. 275-276.

⁸⁰ A tal proposito è diventato celebre il saggio di G. AKERLOF, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quart. Journ. Econ.*, 1970, 3, p. 488. Nel saggio, l'A. pose l'esempio del mercato di auto usate, ossia un ambiente dove - generalmente - il venditore ha più informazione dell'acquirente e il compratore non possiede gli strumenti per distinguere una buona auto da un bidone (*'lemon'*): in questo scenario di incertezza, gli acquirenti, piuttosto che rischiare di acquistare una macchina usata non buona, non comprano. Per conseguenza, i) la domanda bassa spinge i prezzi verso il basso; ii) in questo scenario di mercato (prezzi troppo bassi), chi ha un'auto buona non è disposto a venderla; iii) la proporzione di *'lemons'* aumenta, la qualità media delle auto offerte si abbassa e così il prezzo. In tal modo si determina un ciclo vizioso (riduzione della domanda e dell'offerta), che passa dall'eliminazione dall'offerta delle buone vetture usate sino a giungere alla scomparsa di quel mercato.

⁸¹ In dottrina, nel senso del testo e quindi della riconduzione delle varie *conduct of business rules* alla tutela (della capacità allocativa) del mercato: V. SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, 3, II, p. 169; R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, cit., p. 777; S. GRUNDMANN, *La struttura del diritto europeo dei contratti*, cit., p. 396; S. MAZZAMUTO, *Diritto civile europeo e diritti nazionali: costruire l'unità nel rispetto della diversità*, in *Contr. impr.*, 2005, 2, p. 531; R. NATOLI, *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca borsa*, 2012, II, 2, p. 177; G. GRISI, *Informazioni (obblighi di)* (voce), in *Enc. dir.*, Ann. IV, Milano, 2011, p. 605-609. Per una posizione distinta, che pone alla base dei vari obblighi il principio di buona fede nella negoziazione, si veda A. DI MAJO, *Libertà contrattuale e dintorni*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, p. 17.



che sono sì “imperative, in quanto impongono l’obbligo (sottratto alla disponibilità delle parti) di informare”, ma che non sono “imperative per quanto attiene alla soluzione, in ordine alla disciplina del rapporto, che viene in ultima analisi preferita”⁸².

Difatti, se è vero che “[l]a lotta per la giustizia contrattuale è lotta per il mercato”⁸³, quando questo è ispirato alla concorrenza, la giustizia coincide con l’effettività di tale meccanismo. In un tale contesto, non vi è spazio per strumenti diversi da quelli che meglio assicurano l’effettività di quel processo allocativo e, quindi, il ricorrere delle condizioni necessarie allo spiegarsi delle diverse dinamiche⁸⁴.

La determinazione di queste disposizioni segue le regole della tecnica giuridica (comunitaria) e, tra queste, in particolare del principio di proporzionalità, in omaggio al quale, se la finalità perseguita dal diritto “può essere soddisfatta mediante l’informazione del soggetto destinatario della tutela, ad esempio la parte di un contratto, il semplice *ordine di informare* si deve allora *preferire ad una regola cogente di contenuto*, di comando o di divieto che sia”⁸⁵.

Dunque, ancora una volta, tramite delle regole si ammantava ciascuna transizione della razionalità necessaria per lo spiegarsi dell’automatismo proprio dell’ordine economico tutelato (perché ritenuto il più efficiente e dunque giusto). Se in passato ciò avveniva ponendo le parti *at arm's length*, nel secolo decimonono ciò si è realizzato avvicinando ogni scambio al processo della concorrenza. Parafrasando la formula di *pure procedural justice* introdotta da Rawls, si può dire che, in quella fase, ciò che rende equo, e non iniquo, uno scambio è il fatto che esso ha luogo al termine di una trattativa che consenta il gioco concorrenziale⁸⁶.

⁸² S. GRUNDMANN, *L'autonomia privata nel mercato interno*, cit., p. 279; sul nesso tra economia libera di mercato e regole di comportamento si veda, invece, L. NIVARRA, *Al di là del particolarismo giuridico e del sistema*, cit., p. 226 e ID., *Diritto privato e capitalismo*, cit., p. 36-37.

⁸³ R. SACCO [- G. DE NOVA], *Il contratto*, cit., I, p. 26.

⁸⁴ In argomento: N. IRTI, *Persona e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, p. 292; G. VETTORI, *Autonomia privata e contratto giusto*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, 1, p. 44; G. SMORTO, *Autonomia contrattuale e diritto europeo*, in *Eur. dir. priv.*, 2007, p. 338.

⁸⁵ S. GRUNDMANN, *L'autonomia privata nel mercato interno*, cit., p. 282; ID., *La struttura del diritto europeo dei contratti*, cit., p. 400. Il punto è centrale per l’affermazione del rapporto tra la *freedom of content* e la *free competition* (su cui si veda anche J. BASEDOW, *Freedom of Contract in the European Union*, in *Eur. Priv. Law*, 2008, 6, p. 901 e, tra la dottrina italiana, G.B. FERRI, *Il negozio giuridico e la disciplina del mercato*, in *Riv. dir. comm.*, 1991, p. 725).

⁸⁶ Secondo la nota pagina di J. RAWLS, *A Theory of Justice, Revised Edition*, Oxford, 1999, p. 75, “*pure procedural justice obtains when there is no independent criterion for the right result: instead there is a correct or fair procedure such that the outcome is likewise correct or fair, whatever it is, provided that*

Tutto ciò è stato vero soprattutto a livello comunitario.

In ragione della particolare evoluzione di quell’ordinamento e, quindi, della lunga assenza di una dimensione sociale, la declinazione in senso concorrenziale della materia economica e della disciplina dello scambio esauriva il compito del diritto privato. In quell’esperienza, il punto di vista del libero mercato è (stato) assoluto, così che “a tutto quanto precede o va al di là di ciò non si attribuisce alcuna importanza sostanziale; sono cose che non limitano la prospettiva economica, anzi ne vengono determinate e limitate” (c.d. economia di mercato pura)⁸⁷. Per conseguenza, nel momento di affermazione dell’ordinamento privato comunitario, il diritto degli scambi si esauriva nella tutela della concorrenza, così da non potersi giustificare regole diverse da quelle necessarie all’effettività del processo allocativo.

15. L'evoluzione euro-unitaria e la nuova disciplina della *suitability*.

Proprio in seno al diritto europeo e proprio con riferimento alla *suitability rule*, si verifica un’evoluzione che, come si vedrà nel prosieguo, ha significati dirompenti. Occorre procedere con ordine.

Dalla fine del secolo scorso, il legislatore comunitario ha modificato la propria politica in tema di mercato finanziario e di tutela dell’investitore. Mentre fino ad allora la regolazione del primo era limitata all’uniformazione delle condizioni di accesso al servizio e alla previsione di generali principi in punto di svolgimento del servizio, (e dove, peraltro, non vi era un esplicito riferimento alla *suitability doctrine*) a partire dall’approvazione del *Financial Services Action Plan* (1999) si sono susseguiti un numero notevole di atti normativi tesi a una maggiore armonizzazione del mercato finanziario⁸⁸.

the procedure has been properly followed. This situation is illustrated by gambling. If a number of persons engage in a series of fair bets, the distribution of cash after the last bet is fair, or at least not unfair, whatever this distribution is. (...) What makes the final outcome of betting fair, or not unfair, is that it is the one which has arisen after a series of fair gambles. A fair procedure translates its fairness to the outcome only when it is actually carried out?

⁸⁷ E.W. BOCKENFORDE, *Dove sta andando l'Europa?*, in ID., *Diritto e secolarizzazione. Dallo Stato moderno all'Europa unita*, Roma-Bari, 2007, p. 178.

⁸⁸ In argomento, N. MOLONEY, *EU securities and financial markets regulation*, Oxford, 2014^{III}, p. 22 e 770. Sulla centralità dei mercati finanziari nella strategia economica comunitaria si vedano le conclusioni della Presidenza del Consiglio Europeo di Lisbona (23-24 marzo 2000) in www.europarl.europa.eu. Sul nesso tra armonizzazione delle tutele e mercato unico nonché sui limiti del quadro normativo antecedente le direttive MiFID



Nell'ambito di questa regolazione uniforme si poi è adottata una disciplina comune dell'attività di intermediazione (dirr. 2004/39/CE e 2006/73/CE), che ha sostituito la direttiva 93/22/CEE e che, in tema di valutazione dell'operazione rispetto al profilo del cliente, presenta una normativa sensibilmente diversa rispetto a quella precedente e la cui ricezione ha richiesto una completa riscrittura delle disposizioni antecedenti⁸⁹.

16. Gli artt. 39-40, reg. Consob 16190/2007: oggetto e contenuto.

e il FSAP (*Financial Services Action Plan*, 1999), si vedano: A.N. LICHT, *Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation*, in *Yale Journ. Inter. Law*, 1999, p. 61; E. AVGOULEAS, *The Harmonisation of Rules of Conduct in Eu Financial Markets: Economic Analysis, Subsidiarity and Investor Protection*, in *Europ. Law Journ.*, 2000, 1, p. 72; F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., p. 60; M. TISON, *Conduct of Business Rules and Their Implementation in the Eu Member States*, in G. Ferrarini, K. Hopt, E. Wymeersch (eds.), *Capital Markets in the Age of Euro*, London, 2002, p. 65; Y.V. AVGERINOS, *The Need and the Rational for a European Securities Regulator*, in *Financial Markets*, in M. Andenas e Y.V. Avgerinos, *Europe. Towards a Single Regulator?*, The Hague, 2003, p. 83.

⁸⁹ Si confrontino gli articoli 19, §4-6, dir. 2004/39/CE e 35-37, dir. 2006/73/CE. La disciplina è ripresa – in modo sostanzialmente simile – anche nella nuova versione della direttiva: art. 25, 2014/65/EU (in argomento, N. MOLONEY, *EU securities*, cit., p. 805-808). A livello interno, è stata recepita agli artt. 39 – 44, REG. CONSOB, 16190/2007. Sulla disciplina post-MiFID si vedano i lavori di F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014^{VII}, p. 140; A. ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca borsa*, 2010, 6, I, p. 728; M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento: gli obblighi degli intermediari*, in E. Gabrielli e R. Lener, *I contratti del mercato finanziario*, I, Torino, 2011, p. 235; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2014^X, p. 146; F. DELFINI, *Valutazione di adeguatezza ex art. 40 Regol. Intermed., obbligazioni strutturate e derivati di credito*, in *Borsa banca*, 2014, 3, I, p. 296; A. DI AMATO, *I servizi e i contratti di investimento*, in S. Amorosino (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2014^{III}, p. 101; L. FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni nella direttiva Mifid*, in *Contratti*, 2007, 6, p. 583; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger*, 2012, p. 389; R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, p. 87; L. PURPURA, *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto la normativa post Mifid*, in *Borsa banca*, 2010, 5, I, p. 609; R. RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Società*, 2008, 3, p. 269; F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 1, p. 25; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in E. Gabrielli e R. Lener, *I contratti del mercato finanziario*, cit., p. 281; A. VALONGO, *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Milano, 2012, p. 75.

Innanzitutto, la nuova disciplina varia a seconda del tipo di servizio di investimento reso in favore del cliente, così che per svolgere un discorso unitario in tema di valutazione del servizio si discorre di *know your requirements rule* e non più di *suitability rule*⁹⁰. Difatti, oggi, di vera e propria *suitability rule* (artt. 39-40, reg. Consob 16190/2007) è dato discorrere unicamente con riferimento alla prestazione dei servizi di consulenza⁹¹ e di gestione del portafoglio⁹² (i c.d. servizi di risparmio gestito)⁹³. Rispetto

⁹⁰ N. MOLONEY, *Effective Policy Design for the Retail Investment Services Market: Challenges and Choices Post FSAP*, in G. Ferrarini e E. Wymeersch, *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, 2006, p. 404.

⁹¹ L'art. 1, co. V-septies, t.u.f., individua la consulenza nella i) prestazione di raccomandazioni personalizzate; ii) rese a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio; iii) riguardo a una o più operazioni relative a un determinato strumento finanziario. Lo stesso dato normativo, poi, afferma che che la raccomandazione è personalizzata i) quando è presentata come adatta per il cliente; ii) quando è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente; iii) e quando non è diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione. Nell'ambito della vasta letteratura sul servizio, si segnalano L. GRECO, *La consulenza nel mercato finanziario fra diritto speciale e diritto comune*, Pisa, 2012; G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di "consulenza in materia di investimenti" (art. 1, comma 5, lett. f, d. lgs. n. 58/98)*, in *Contr. impr.*, 2009, p. 330; M. MAGGIOLO *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 271; Id. *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014, p. 265; F. PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, cit., I, p. 1021; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banca, merc. fin.*, 2009, p. 383; L. ZITIELLO, *La consulenza in materia finanziaria*, in Id. (a cura di), *MIFID. La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, p. 433.

⁹² La legge definisce tale servizio come "la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimenti che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti" (art. 1, co. V-quinquies, t.u.f.). Oltre alle ricostruzioni contenute nella manualistica e nelle trattazioni più generali (ex multis, M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 254; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 155 e F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p.98 e 175), sulla figura in parola si vedano le monografie di M. COSSU, *La "gestione di portafogli di investimento" tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002 e di R. RESTUCCIA, *Profili del contratto di gestione patrimoniale individuale*, Milano, 2009, nonché quanto si legge in CONSOB, Comunicazione n. BOR/RM/94005134, 1994, in www.consob.it.

⁹³ Artt. 39-40, REG. CONSOB 16190/2007. Peraltro, a differenza del passato, oggi la disciplina prevista in materia di *suitability* troverà applicazione per ogni servizio di consulenza in materia di investimenti e di gestione del portafoglio effettuato dall'intermediario autorizzato e, dunque, a prescindere del tipo di cliente. Difatti, se è certamente vero che anche nel nuovo





alla prestazione di questi due servizi, è richiesto all'intermediario di valutare che i prodotti raccomandati siano "corrispondenti agli obiettivi d'investimento del cliente, finanziariamente sopportabili dallo stesso e suscettibili di essere compresi dal medesimo investitore nelle relative implicazioni di rischio"⁹⁴.

Nelle ipotesi di attività diverse da quelle di risparmio gestito, si avrà, a seconda della modalità di prestazione del servizio di c.d. risparmio amministrato reso nei confronti del cliente non professionale, in un caso, un giudizio differente (meno esteso) di quello di adeguatezza⁹⁵ e che sostanzialmente si sviluppa secondo il vecchio meccanismo informativo (*appropriateness rule*: artt. 41-42, reg. Consob

sistema ricorre la graduazione soggettiva delle tutele, di guisa che alcune delle garanzie previste non siano accordate nei rapporti di investimento resi nei confronti dei clienti professionali, è altresì vero che l'attuale normativa configura lo *status* di controparte qualificata unicamente con riferimento ai servizi diversi da quelli di risparmio gestito (si confrontino gli artt. 6, co. II-*quater*, t.u.f., e 58, co. II, REG. CONSOB, 16190/2007). Sul punto si veda, per tutti, F. DELFINI, *Valutazione di adeguatezza ex art. 40, cit.*, p. 298.

⁹⁴ L. PURPURA, *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari, cit.*, p. 629; sul punto si veda la distinzione dei vari parametri in adeguatezza finanziaria, patrimoniale e conoscitiva avanzata da F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 35. Il primo parametro (finanziario) attiene appunto alla verifica che il prodotto raccomandato sia in linea con gli obiettivi di investimento del cliente: ad esempio, un derivato strutturato in modo da essere speculativo è inadeguato finanziariamente rispetto all'obiettivo del cliente di proteggere un precedente rischio. Il secondo parametro (patrimoniale) intende "evitare che le operazioni di investimento possano rovinare finanziariamente il cliente" e si pone come limite a strumenti che presentano un rischio da questi non sopportabile (V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti, cit.*, p. 1394). Il terzo parametro (conoscitivo) intende determinare l'adeguatezza del prodotto finanziario verificando che chi lo acquista abbia, anche per il tramite degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario, "una ragionevole comprensione delle potenziali implicazioni patrimoniali dell'investimento" (L. PURPURA, *op. loc. ult. cit.*). Infine, un recupero del parametro relativo all'idoneità della frequenza dello strumento finanziario (c.d. *churning*) è operato da M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento, cit.*, p. 387, a partire dalla disposizione regolamentare con cui si afferma che "una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avvenga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente" (art. 40, co. I, reg. CONSOB 16190/2007).

⁹⁵ La valutazione dell'appropriatezza impone all'intermediario di verificare unicamente la congruità conoscitiva, ossia la verifica che "il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta" (art. 42, co. I, reg. CONSOB 16190/2007). Sul punto, si veda L. FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza, cit.*, p. 583; P. FLORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento, cit.*, p. 169; F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 43; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza, cit.*, p. 297.

16190/2007)⁹⁶, e, in un altro, l'esonero per l'intermediario dalla valutazione di ogni idoneità (*execution only*: artt. 43-44, reg. Consob 16190/2007)⁹⁷.

Inoltre, nel sistema attuale, rispetto a uno strumento finanziario non adeguato (definibile, quindi, come quel prodotto *i*) scambiato in seno ad un'attività di risparmio gestito; *ii*) non in linea con le competenze patrimoniali, finanziarie e conoscitive del cliente), non c'è spazio "per superare la deficienza sostanziale ricorrendo alla procedura formale che consentiva all'intermediario di procedere all'operazione da lui reputata inadeguata"⁹⁸.

Più esattamente, oggi, qualora non sia possibile valutare l'adeguatezza dello strumento finanziario da consigliare o da scambiare nell'ambito di una gestione di portafoglio altrui, vi è il dovere di astensione (art. 39, co. VI). Inoltre, non è prevista alcuna forma di *permissive consent* o altro meccanismo di dialogo tra intermediario e cliente che possa consentire di concludere l'operazione ove il prodotto *i*) non corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; *ii*) non sia sopportabile per il cliente; *iii*) e non abbia natura tale per cui il cliente ne possa comprendere i rischi. In altri termini, la valutazione dell'adeguatezza è "estromessa dal mondo dell'informazione"⁹⁹ e opera come "preclusione insuperabile"¹⁰⁰ così che, ex art. 39, reg. Consob 16190/2007, lo strumento finanziario scambiato

⁹⁶ Artt. 41-42, reg. CONSOB 16190/2007. Questa nuova disciplina non fa riferimento – come invece la vecchia – alla necessità di un *permissive consent* del cliente informato sulla non appropriatezza del servizio. La dottrina è divisa tra quanti sostengono che, una volta fornite le avvertenze in parola al cliente, l'intermediario possa procedere all'operazione (*ex multis*: A. ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule, cit.*, p. 733; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento, cit.*, p. 398) e chi, invece, subordina la legittimità dell'investimento alla reiterazione dell'ordine (F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 43 nt. 49; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza, cit.*, p. 297-298; R. NATOLI, *Il contratto "adeguato", cit.*, p. 118).

⁹⁷ Artt. 43-44, reg. CONSOB 16190/2007. Come è noto, tale modalità di prestazione dei servizi di esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini impartiti da clienti è ammessa unicamente quando lo strumento finanziario scambiato non sia complesso, il servizio sia stato prestato a iniziativa del cliente (a sua volta chiaramente informato della modalità *execution only*) e l'intermediario rispetti gli obblighi in materia di conflitto di interesse. Tra la dottrina interna, un giudizio critico verso questa categoria di servizi si legge in F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 44 e in P. FLORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento, cit.*, p. 175.

⁹⁸ M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento, cit.*, p. 391.

⁹⁹ F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 40

¹⁰⁰ A. DI AMATO, *I servizi di investimento, cit.*, 109. Per F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare, cit.*, p. 134, il giudizio di non adeguatezza rivelerebbe come "bloccante, il che, inevitabilmente, rafforza la portata della regola e la sua centralità per il sistema".

all'interno di un'attività di risparmio gestito o è adeguato oppure non è.

Sul piano del contenuto normativo, la differenza tra la disciplina passata (art. 29, reg. Consob 11522/1998) e quella attuale (artt. 39-40, reg. Consob 16190/2007) non può essere maggiore. L'inidoneità del prodotto finanziario scambiato nell'ambito di un servizio di risparmio gestito non è più un'informazione che l'intermediario ha l'obbligo di conferire al cliente al fine di aumentarne le capacità di valutazione (e, dunque, assicurare la capacità allocativa del mercato). Essa è oggi una qualifica del servizio che rileva come un limite invalicabile per le parti e ha l'effetto di collocare nell'illiceità (per contrasto a norma imperativa) ogni operazione che sia inadeguata per il cliente: "l'operazione reputata inadeguata non può in alcun modo essere eseguita"¹⁰¹.

17. Le conseguenze per la violazione del dovere di astensione e (...).

La nuova *suitability rule* non esaurisce il suo significato nel segnare un'interruzione del meccanismo di *disclose or abstain*. Al contrario, essa determina una discontinuità con l'esperienza precedente anche in punto di conseguenze civilistiche¹⁰².

¹⁰¹ M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 389. Il punto è pacifico in dottrina: F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa*, cit., p. 42; M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento*, cit., p. 235; A. DI AMATO, *I servizi e i contratti di investimento*, cit., p. 103; L. PURPURA, *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari*, cit., p. 629-630.

¹⁰² Come è noto, la definizione dei rimedi privatistici per la violazione delle tutele, in contrasto con quanto avvenuto con riferimento alla legislazione *antitrust* o consumeristica, è stata rimessa al singolo Paese membro dal legislatore comunitario (e, poi, anche da quello euro-unitario), col solo limite della conformità ai principi europei di equivalenza e di effettività. Corte di Giustizia dell'Unione Europea, 30.05.2013, c-604/11, *Genil 48 SL, Comercial Hostelera de Grandes Vinos SL v. Bankinter SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*, § 57, in www.curia.europa.eu (per un commento alla sentenza si veda S. GRUNDMANN, *The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law*, in *Europ. Rev. Contr. Law*, 2013, 3, p. 267). Non è questa la sede per approfondire la questione ma si tenga presente che, nonostante i diffusi appelli alla definizione di un quadro rimediare uniforme (M. TISON, *The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective*, in *Financial Law Institute – Working Papers*, 2010, p. 17; G. ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Econ. e Dir. Terz.*, 2009, 3, p. 419), anche nel nuovo testo della direttiva MiFID (dir. 2014/65/UE), la *rule* non è accompagnata da un'espressa indicazione del rimedio civilistico.

In difformità all'indirizzo maggioritario¹⁰³, ma in omaggio al principio del rimedio effettivo¹⁰⁴, si deve riconoscere che la soluzione avanzata dalle Sezioni Unite del 2007 (e che riconduce quella *suitability rule* nella forma dell'obbligo di comportamento *ex lege*) concerne "un diritto che è lontanissimo da quello che abbiamo oggi di fronte"¹⁰⁵, evitando di ricondurre ogni norma in una categoria di regole di condotta invero equivoca¹⁰⁶, si deve distinguere tra l'illiceità dell'atto e quella del negozio¹⁰⁷. Mentre l'art. 29, Reg. Consob 11522/1998 pone un obbligo di *disclose* e di *abstain* così che la sua violazione (esecuzione di un'operazione non adeguata senza la preventiva autorizzazione) si configura come un atto illecito e giustifica la produzione di "conseguenze giuridiche, non conformi, ma contrarie all'interesse dell'agente"¹⁰⁸, negli artt. 39-40, Reg. Consob 16190 "non il fatto in sé è contrario alla norma, ma l'effetto cui esso tende, e perciò è sufficiente sanzione, intesa questa parola in senso lato, l'inidoneità del negozio a produrre tale effetto"¹⁰⁹.

Orbene, con riferimento all'ipotesi di un servizio di risparmio gestito reso in contrasto con l'art. 39, co. VI, reg. Consob 16190/2007 ("[q]uando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni di cui al presente articolo si astengono dal prestare i menzionati servizi"), la conseguenza non può che essere quella della nullità del contratto. Difatti, come riconosciuto – e la circostanza è certamente curiosa – dalla stessa sentenza *Rordorf*, per il nostro sistema di diritto

¹⁰³ Oltre alla stessa decisione 26724/2007, cit., §1.9, a militare nel senso della continuità è la dottrina maggioritaria, *ex multis*, M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 498.

¹⁰⁴ In argomento, si veda G. VETTORI, *Controllo giudiziale del contratto ed effettività delle tutele. Una premessa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 1, p. 151. Peraltro, fermo restando le indicazioni provenienti dalle fonti europolitane (oltre alla sentenza *Bankinter*, si veda anche l'art. 19, co. I, cpv. II, TUE), nel senso dell'effettività della tutela giurisdizionale si esprime anche la più autorevole giurisprudenza nazionale, secondo la quale essa sarebbe un principio interno (significativo, in tal senso, sono la sentenza della Corte Cost. 22.10.2014, n° 238, rel. Tesaurò, in www.cortecostituzionale.it e quella della Corte Cass. 18.09.2013, n° 21255, rel. Travaglino, in *Foro it.*, 2013, I, c. 3121).

¹⁰⁵ P. SIRENA, *Responsabilità precontrattuale e obblighi informativi*, in L. Frediani – V. Santoro (a cura di), *L'attuazione della direttiva MIFID*, Milano, 2009, p. 105.

¹⁰⁶ In tal senso, G. D'AMICO, *Nullità non testuale* (voce), in *Enc. dir.*, Ann. IV, Milano, 2011, p. 808; ID., *Nullità virtuale – nullità di protezione (variazioni sulla nullità)*, in *Contratti*, 2009, 7, p. 734.

¹⁰⁷ Su cui si veda, per tutti, F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali*, cit., p. 189-190.

¹⁰⁸ F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali*, cit., p. 109.

¹⁰⁹ F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali*, cit., p. 190.



contrattuale quando “il legislatore vieta, in determinate circostanze, di stipulare il contratto e, nondimeno, il contratto viene stipulato, è la sua stessa esistenza a porsi in contrasto con la norma imperativa; e non par dubbio che ne discenda la nullità dell'atto”¹¹⁰.

18. (...) e quelle per il divieto di operazioni non adeguate.

Con riferimento alla diversa ipotesi di violazione della *suitability rule* rappresentata dalla raccomandazione di prodotti non adeguati o dal compimento di simili operazioni di investimento o di disinvestimento nell'ambito di un servizio di gestione di portafoglio individuale, il discorso è solo formalmente diverso: vi sarà nullità del contratto, non per sua illegalità quanto per sua illiceità¹¹¹.

In seno alla prestazione di un servizio di gestione del portafoglio, la violazione della *suitability* in parola occorre ogni qualvolta l'intermediario ponga in essere operazioni che non sono idonee al profilo del cliente, sotto l'aspetto cognitivo, finanziario o patrimoniale. Tale circostanza rileva come vizio qualitativo (illiceità) della causa (valorizzazione del portafoglio) del contratto di gestione del portafoglio individuale e, ex art. 1418, co. II, c.c., ne produce la nullità¹¹².

¹¹⁰ Cass. 26724/2007, *cit.*, §1.7. In argomento, si veda V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, 5, p. 539-540 e, registrando la contraddittorietà della pronuncia che riconosce la categoria ma non vi riconduce la nuova *rule*, D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento*, *cit.*, p. 403. Per la posizione contraria che legge la violazione dell'obbligo di astensione in termini di inadempimento, si veda F. DELFINI, *Contratti derivati OTC*, *cit.*, p. 939.

¹¹¹ La distinzione tra nullità del contratto illegale (perché in contrasto con norme imperative, ex art. 1418, co. I, c.c.) e illecito (perché avente causa illecita, ex art. 1343, c.c.) è accolta dalla maggioranza degli Autori (G.B. FERRI, *Ordine pubblico, buon costume e la teoria del contratto*, Milano, 1970, p. 148; G. DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. Priv.*, 1985, 3- 4, p. 438- 439; E. NAVARRETTA, *Art. 1343- Causa illecita*, in E. Navarretta e A. Orestano (a cura di), *Dei contratti in generale*, art. 1321- 1349, in *Comm. cod. civ. Gabrielli*, Milano, 2011, p. 658- 660; *contra*: E. ROPPO, *Il controllo sugli atti di autonomia privata*, in *Riv. crit. dir. Priv.*, 1985, 3- 4, p. 485.

¹¹² Sebbene in dottrina sia maggioritaria la posizione (peraltro preferibile) che, attesa la notevole complessità della disciplina normativa e la delicatezza degli interessi sottesi al servizio dove maggiore è la discrezionalità del gestore, riconosce autonomia al contratto di gestione del portafoglio (M. COSSU, *La “gestione di portafogli di investimento”*, *cit.*, p. 197; F. SARTORI, *Le regole di condotta*, *cit.*, p. 101; R. RESTUCCIA, *Profili del contratto di gestione*, *cit.*, p. 190, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, *cit.*, p. 155) rispetto alla figura codicistica del mandato (che, al più, avrebbe la funzione di colmare le lacune della disciplina prevista per il servizio di intermediazione: F. ANNUNZIATA, *La*

Invece, con riguardo all'ipotesi di raccomandazioni personalizzate – ovvero il servizio di consulenza – che non siano adeguate al profilo del cliente, l'aspetto di maggiore rilievo si coglie in tema di derivato *over the counter* (*otc*), ossia uno strumento finanziario che ha natura contrattuale e i cui aspetti fondamentali non sono etero-regolamentati, ma sono determinati dalle parti secondo le indicazioni fornite dall'intermediario¹¹³. Tale ultima circostanza determina che il derivato *otc* rilevi allo stesso tempo come strumento finanziario e servizio di consulenza¹¹⁴ e tale coincidenza tra il servizio di investimento (consulenza) e lo strumento finanziario (ad esempio: *l'interest rate swap*) “che ne dovrebbe costituire l'oggetto”¹¹⁵ consente di ripetere la disciplina del servizio in seno allo strumento finanziario negoziale e quindi qualificare lo stesso contratto derivato come adeguato o non adeguato. Nel primo caso esso sarà pienamente vincolante; nel secondo caso, esso sarà nullo per illiceità della causa (ex art. 1418, co. II, c.c.), determinata dalla sua contrarietà alla norma imperativa (art. 1343 c.c.) che materialmente impone la raccomandazione di strumenti finanziari adeguati (art. 39, reg. Consob 16190/2007)¹¹⁶.

disciplina del mercato mobiliare, *cit.*, p. 98 e Trib. Biella, 05.04.2007, n° 221, in www.ilcaso.it), non manca chi propende per la tradizionale assimilazione del contratto di servizio di gestione del portafoglio al contratto di mandato, così da applicare al primo le disposizioni che il codice civile prevede per il secondo: per tale indirizzo, il compimento dell'operazione inadeguata determina la reiezione degli effetti nella sfera dell'intermediario/gestore/mandatario ex art. 1711, co. I, c.c. (in tal senso, milita la ricostruzione operata da R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, *cit.*, p. 104-115).

¹¹³ Sui derivati *over the counter* si vedano i contributi di P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, *cit.*, p. 173; D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa*, 2011, 4-5, I, p. 604; A. PERRONE, *I contratti derivati «over the counter»*, in G. Gitti – M. R. Maueri – M. Notari (a cura di), *I contratti per l'impresa. Banca, impresa e società*, Bologna, 2012, II, p. 287; L. SASSO, *L'impatto sul mercato dei derivati OTC*, in *Giur. comm.*, 2012, 6, I, p. 899.

¹¹⁴ Nel senso della riconduzione della negoziazione tra intermediario e cliente del derivato *otc* nei confini del servizio di consulenza milita la maggioranza degli Autori (*ex multis*, G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto*, *cit.*, p. 23; P. FLORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, *cit.*, p. 174; M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, *cit.*, p. 236; F. DELFINI, *Contratti derivati OTC*, *cit.*, p. 933; M. MAGGIOLLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, *cit.*, p. 265; ID., *Servizio di consulenza in materia di investimenti vs. servizio di ricezione e trasmissione ordini*, in *Banca borsa*, 2014, 4, II, p. 491) e la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, c-604/11, *Genil 48 SL v. Bankinter SA*, *cit.*, § 53-55.

¹¹⁵ P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari*, *cit.*, p. 196.

¹¹⁶ Più diffusamente, D. IMBRUGLIA, *Primi appunti sull'Interest Rate Swap non adeguato*, in *Pers. Merc.*, 2015, 2, p. 23 (www.personaemercato.it).

19. Verso un modello di economia sociale di mercato dell'intermediazione mobiliare.

Una volta ricostruita anche sotto il profilo rimediabile la disciplina attuale della *suitability rule*, resta da verificare se la discontinuità con l'esperienza antecedente di obbligo contrattuale di comportamento *ex lege* costituisca una mera eccezione (“sconcordanza del sistema”)¹¹⁷ al modello concorrenziale di *freedom of contract* o se la natura di limite all'autonomia privata della nuova *suitability rule* indichi qualcosa in più, ossia una manifestazione di un paradigma di “colonizzazione del mondo vitale”¹¹⁸ degli scambi diverso da quello di ‘*pure procedural justice*’ e di rapporto di “razionalità strumentale” tra la forma giuridica e la concorrenza¹¹⁹.

La risposta non può prescindere dall'assetto normativo in cui anche e specialmente a livello euro-unitario si muove la nuova disciplina. D'altra parte, se oggi il “controllo dell'atto negoziale con criteri di interesse generale” proprio della causa del contratto¹²⁰ non rileva più solo con riferimento all'accordo che restringe la concorrenza¹²¹, ma – come visto *supra* – si ripete anche con riguardo a quello inadeguato, è perché il diritto – rispetto al quale, tramite la causa, verificare la compatibilità del contratto – ha mutato il suo contenuto¹²².

Difatti, di pari passo con la realizzazione del FSAP, le istituzioni comunitarie sono state interessate da un profondo rinnovamento (c.d. *Lisbon Strategy*) che ha prodotto il passaggio dall' “Europa del mercato all'Europa dei diritti”¹²³ e dall' “economia di mercato in libera concorrenza” a quella di “eco-

nomia sociale di mercato”¹²⁴. Al di là delle formule, il riconoscimento di istanze sociali che caratterizza il nuovo soggetto euro-unitario (e lo distingue dalla precedente vicenda comunitaria) segna una rinnovata unità tra spazio sociale e spazio economico: a differenza de *Die Welt von Gestern*¹²⁵, oggi, la concorrenza non è più la sola ministra di giustizia sociale e neanche l'unica misura del giusto.

Ferma restando la scelta di fondo che affida all'agire tra i privati la soddisfazione di istanze sociali¹²⁶, il loro riconoscimento normativo modifica l'idea di mercato da tutelare e a cui avvicinare – secondo il tradizionale rapporto di “razionalità strumentale” – ogni singolo scambio. Accanto all'ideale della concorrenza, si impone (ad esempio) l'obiettivo della stabilità così che non è più sufficiente garantire la distribuzione delle informazioni che consentono la migliore allocazione delle risorse, ma si deve escludere la possibilità per i privati di stipulare accordi che possano – come dimostra la attuale crisi finanziaria¹²⁷ – porre a rischio la tenuta del mercato e la sua stessa idoneità a soddisfare bisogni sociali.

¹²⁴ In argomento, si vedano C. JOERGES – F. RODL, “*Social Market Economy*” as Europe’s Social Model?, *Eui WP*, 2004, 8, p. 1 (in cadmus.eui.eu); P. DE PASQUALE, *Libera concorrenza e economia sociale nel Trattato di Lisbona*, in *Dir. pubb. comp. eur.*, 2009, 1, p. 81; M. LIBERTINI, A “*Highly Competitive Social Market Economy*” as a Founding Element of the European Economic Constitution, in *Concor. merc.*, 2011, p. 491; ID., *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Oriz. dir. comm.*, 2013, p. 1. A questi si aggiungano le riflessioni sull'ESM raccolte in A. MUSTO, *Economia sociale di mercato e Trattato di Lisbona: sintesi critica di un seminario fiorentino*, in *Pers. Merc.*, 2011, 2, p. 147 (www.personaemercato.it).

¹²⁵ *Si parva licet componere magnis*, sia consentito a chi scrive la ripresa nel testo del titolo del libro di Stefan Zweig, formula felice per l'osservazione attuale del fenomeno giuridico e che, non a caso, compare nelle più attente riflessioni (N. IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1989^{III}, p. 3; P. GROSSI, *Società, diritto e Stato*, Milano, 2006, p. 104; L. NIVARRA, *Diritto privato e capitalismo*, cit., p. 59).

¹²⁶ Di questa scelta è esemplare quanto si legge in *White Paper - Financial Services Policy 2005-2010*, COM(2005) 629, §1 (“[v]i è l'urgente esigenza di rendere ancor più efficienti i mercati paneuropei dei prodotti di risparmio a lungo termine ed è necessario assicurare il finanziamento della massima sfida economica strutturale dell'UE: il grave disavanzo che si registra per le pensioni. Inoltre, il mercato interno dei servizi al dettaglio è lungi dal compimento e si deve migliorare il funzionamento del mercato dei capitali di rischio, per promuovere nuove imprese innovatrici e per incrementare la crescita economica”) e §2.6 (“il settore pubblico si ritira gradualmente dal finanziamento di determinati elementi dei regimi di sicurezza sociale, è necessario accrescere la consapevolezza e la partecipazione diretta dei cittadini nelle questioni finanziarie”).

¹²⁷ Non è questa la sede per operare una ricostruzione della crisi finanziaria e della sua genesi; qui è sufficiente il rinvio a quei contributi che affermano l'esistenza di un nesso tra quella crisi e la disciplina finanziaria incentrata sul modello concorrenziale e sullo scambio di informazioni: tra i tanti, si vedano i contributi di E. AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis, Behavioural*

¹¹⁷ E. GIANTURCO, *L'individualismo e il socialismo nel diritto contrattuale*, Napoli, 1891, p. 6 (ora in *Le prolusioni dei civilisti*, I, (1873-1899), Napoli, 2012, p. 564).

¹¹⁸ J. HABERMAS, *Diritto come «medium» e come istituzione*, in *Pol. dir.*, 1987, 1, p. 61.

¹¹⁹ L. NIVARRA, *Al di là del particolarismo giuridico*, cit., p. 217.

¹²⁰ M. LIBERTINI, *Il ruolo della causa negoziale nei contratti di impresa*, in *Jus*, 2009, 2, p. 278.

¹²¹ La tesi in base alla quale, per il tramite della causa, si possa colpire l'intesa restrittiva della concorrenza è convincentemente sostenuta da M. LIBERTINI, *La causa nei patti limitativi della concorrenza tra imprese*, in G. Olivieri e A. Zoppini (a cura di), *Contratto e antitrust*, Roma--Bari, 2008, p. 89.

¹²² Sull'impiego della causa in funzione di controllo di compatibilità del vincolo con l'ordinamento giuridico, si vedano anche A. GENTILI, *Le invalidità*, in E. Gabrielli (a cura di), *I contratti in generale*, Torino, 2006^{II}, p. 1485 e G. VETTORI, *Fattibilità giuridica e causa concreta nel concordato preventivo*, in *Contr. e impr.*, 2013, 6, p. 1208.

¹²³ S. RODOTÀ, *Il Codice civile e il processo costituente europeo*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2005, p. 21.



20. Una conferma: l'art. 18, §5, lett. a), dir. 2014/17/UE.

40 Tutto ciò si riflette nell'adozione di regole nuove, come la *suitability rule* ex art. 39-40 reg. Consob 16190/2007, che, rompendo con schemi consolidati, limitano l'autonomia privata e sottraggono alle parti la possibilità di vincolarsi a determinate condizioni.

Una tale regola non è un'eccezione.

Non solo essa è pienamente organica al mutato assetto normativo (§19), ma, a testimonianza del cambio di paradigma, essa inizia a ripetersi anche in sede diverse da quella dell'intermediazione finanziaria, come nella recente direttiva 2014/17/UE in tema di contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali¹²⁸.

In base all'art. 18, §5, lett. a), dir. 2014/17/UE, è fatto obbligo agli Stati membri di assicurare che il “il creditore eroghi il credito al consumatore solo quando i risultati della valutazione del merito creditizio indicano che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti secondo le modalità prescritte dal contratto di credito”.

Si tratta di una norma che ripete sia il carattere tipico della *suitability* (valutazione dell'operazione rispetto alle capacità del cliente) sia il contenuto ultimo della *rule*. Essa, difatti, non opera sul piano dell'informazione, ma pone una “preclusione insuperabile” allo scambio, sì da riproporsi come ipotesi in cui “il legislatore vieta, in determinate circostanze, di stipulare il contratto e, nondimeno, il contratto viene stipulato”, così che è la “sua stessa esistenza a porsi in contrasto con la norma imperativa” e,

Finance and Financial Regulation: In Search of a New Orthodoxy, in *Journ. Corp. Law Stud.*, 2009, 1, p. 59; S. MAZZAMUTO, *Il contratto europeo nel tempo della crisi*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, 3, p. 64; F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Osserv. Dir. Civ. Comm.*, 2012, 1, p. 30; E. NAVARRETTA, *L'evoluzione dell'autonomia contrattuale fra ideologie e principi*, in *Quad. fior., Autonomia. Unità e pluralità nel sapere giuridico*, I, 2014, p. 646; R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, 4, p. 1117.

¹²⁸ Direttiva 2014/17/UE del 04 febbraio 2014, pubblicata in G.U.U.E., 28.02.2014, L 60/34. Sulla direttiva si vedano i contributi di T. RUMI, *Profili privatistici della nuova disciplina sul credito relativo agli immobili residenziali*, in *Contratti*, 2015, 1, p. 70; S. PAGLIANTINI, *Statuto dell'informazione e prestito responsabile nella direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali)*, in *Contr. imp. Eur.*, 2014, 2, p. 523 e A. LAS CASAS, “*Informazioni generali*” e “*informazioni personalizzate*” nella nuova direttiva sui mutui ipotecari ai consumatori, in *Pers. merc.*, 2015, 1, p. 1 (www.personaemercato.it).

in tali casi, “non par dubbio che ne discenda la nullità dell'atto”¹²⁹.

Non è più tempo di scelte giuste perché informate, ma di scelte giuste perché adeguate.



¹²⁹ Cass. 26724/2007, *cit.*, §1.7.