

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

Di Roberto Marcelli

27 novembre 2006

Indice

Introduzione.

Fonti normative.

Svolgimento dei servizi finanziari: criteri generali.

La disciplina dei contratti con gli investitori

Obblighi di informativa ed adeguatezza delle operazioni.

Conflitto di interesse.

La nozione di “operatore qualificato”.

Regole specifiche ai singoli servizi finanziari.

Gestione surrettizia.

Il collocamento di obbligazioni e di altri strumenti finanziari.

La nullità del contratto e il risarcimento del danno.

1. Introduzione[1].

Nel corso degli anni novanta il mercato finanziario è stato interessato da radicali mutamenti evolutivi che si sono succeduti rapidamente nel tempo. La normativa di legge ha accompagnato, sospingendo e realizzando un assetto finanziario più consono ed adeguato all’apertura internazionale.

Ad un’impostazione dirigistica dell’Autorità Monetaria si è sostituita un’impostazione nella quale regole di mercato, standardizzazioni e trasparenza delle condizioni contrattuali, in linea con i migliori standard internazionali, vengono a costituire presidi e tutele più funzionali all’evoluzione ed emancipazione di operatori economici e risparmiatori.

L’attività bancaria e, più specificatamente i servizi finanziari prestati alla clientela, hanno subito frequenti implementazioni normative volte a rendere più trasparenti i rapporti, dettando - nel sovra-ordinato interesse al corretto funzionamento del mercato - principi di comportamento e livelli informativi tanto più estesi e penetranti quanto più debole è la forza contrattuale e labile l’expertise finanziario del cliente.

In questa fase di transizione del mercato emergono con maggiore evidenza talune contraddizioni. La coazione a ripetere schemi culturali ormai superati può facilmente condurre ad interpretazioni ed applicazioni che non colgono o non valutano nel giusto peso i nuovi presidi posti a tutela del risparmiatore.

Le disposizioni introdotte nell’ordinamento italiano con il Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e i successivi provvedimenti attuativi emanati dalla Banca d’Italia e dalla Consob, sono stati accompagnati da un’evoluzione interpretativa della giurisprudenza i cui riflessi non hanno tardato a manifestarsi nel contenzioso sottoposto alla gestione dei Tribunali.

Facendo seguito ad un precedente documento relativo all’anatocismo e all’usura, sono qui di seguito affrontate le principali problematiche relative all’offerta di servizi finanziari sulle quali la Magistratura frequentemente è stata chiamata ad esprimere un giudizio. Per tali problematiche sono illustrati succintamente i variegati aspetti normativi e sono riportate, negli allegati, talune peculiarità tecniche, le Delibere e Comunicazioni Consob di maggiore rilievo, nonché le più recenti sentenze dei Tribunali.

2. Fonti normative.

Generali.

- D. Lgs. N. 58/98.
- Legge 262/05
- Regolamento Consob n. 11522/1998
- Direttiva 2004/39/CE (in corso di recepimento).

Specifiche.

- Nullità del contratto: Corte di Cassazione, Sez. I n. 3272 del 7/3/01, C. Appello Milano 11/1/02 e 13/6/03, Tr. Mantova Giudice Bernardi 18/3/04, Tr. Bari 24/5/04, Tr. Firenze, Giudice Unico Pezzuti 30/5/04, Tr. Taranto, Sez.III Civile Giudice Cavallone n. 2273 del 27/10/04, Tr. Venezia, Sez. II Giudice Unico Caprioli n.2654 del 22/11/04, Tr. Pistoia 3/12/04, Tr. Palermo, Sez. III Civile Pres. Monteleone 17/1/05, Tr. Firenze, Giudice Unico Pezzuti 18/2/05 Tr. Brindisi, Sez. Civile Giudice Unico Lenoci 21/2/05, Tr. Ferrara 6/4/05, Tr. Firenze, Giudice Pezzuti 19/4/05.
- Informativa e Adeguatezza delle Operazioni: Comunicazione Consob n. DI/99065403 del '99, Comunicazione Consob n. DI/98080595 del '98, Comunicazione Consob n. DI/30396 del '00, Tr. Roma, Giudice Costa 18/2/02, Tr. Milano, Giudice Raineri 3/4/04, Tr. Monza - sez. Desio 27/7/04, Tr. Parma, Sez. I, Pres. Rota 22/09/04, Tr. Roma, 8/10/04, Tr. Roma 27/10/04, Tr. Monza 16/12/04, Tr. Taranto, Sez.III Civile Giudice Cavallone n. 2273 del 27/10/04, Tr. Lecce 29/10/04, Tr. Parma 15/11/04, Tr. Treviso, 26/11/04, Tr. Milano 2/12/04, Tr. Milano 3/12/04 Tr. Pistoia 3/12/04, Tr. Mantova, Sez. II Giudice Bernardi 10/12/04, Tr. Roma 15/12/04, Tr. Ancona 30/12/04, Tr. Monza 27/1/05, Tr. Milano 28/1/05, Tr. Mantova Sez. II Giudice Bernardi 3/2/05,

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

Tr. Modena 11/2/05, Tr. Mantova 12/2/05, Tr. Bergamo 16/2/05, Tr. Ferrara Pres. Stigliano n.217 del 25/2/05, Tr. Santa Maria Capua Vetere 1/3/05, Tr. Roma 11/3/05, Tr. Mantova 15/3/05, Tr. Modena 29/3/05, Tr. Napoli 6/4/05, Tr. Mantova 12/4/05, Tr. Genova 18/4/05, Tr. Milano 29/4/05, Tr. Trani, Sez. I n. 559 del 10/6/05, Tr. Roma 21/12/05.

■ **Conflitto di interesse:** Comunicazione Consob DI/99014081, Comunicazione Consob DAL/97006042 del '97, Tr. Roma, Giudice Costa 18/2/02, Tr. Parma Sez. I, Pres. Rota 22/09/04, Tr. Roma, 8/10/04, Tr. Taranto, Sez.III Civile Giudice Cavallone n. 2273 del 27/10/04, Tr. Lecce 29/10/04, Tr. Parma 15/11/04, Tr. Venezia, Sez. II Giudice Unico Caprioli n.2654 del 22/11/04, Tr. Treviso, 26/11/04, Tr. Milano 3/12/04, Tr. Pistoia 3/12/04, Tr. Mantova Sez. II Giudice Bernardi 10/12/04, Tr. Monza 16/12/04, Tr. Monza 27/1/05, Tr. Mantova Sez. II Giudice Bernardi 3/2/05, Tr. Mantova 12/2/05, Tr. Bergamo 16/2/05, Tr. Ferrara, Pres. Stigliano n.217 del 25/2/05, Tr. Roma 11/3/05, Tr. Genova, sez. I n. 1230 del 15/3/05, Tr. Modena 29/3/05, Tr. Mantova 12/4/05, Tr. Roma, Sez. II Pres. Misiti 25/5/05, Tr. Firenze 30/5/04, Tr. Trani, Sez. I n. 559 del 10/6/05, Tr. Parma 16/6/05, Tr. Milano Giudice Bernardini 25/7/05, Tr. Roma n. 17539 del 29/7/05.

■ **Gestione surrettizia:** comunicazione Consob n. DIN/2014610 del '02, C. Cassazione n. 4081 del 20/3/03, C. Cassazione n. 12126 del 2/7/04, Sentenza Cassazione 26/1 - 12/4/05.

■ **Operatore Qualificato:** Tr. Milano, Giudice Gentile 21/2/95, Tr. Torino Giudice Unico Dotta 27/1/00, Tr. Milano, Giudice Raineri 3/4/04.

■ **Collocamento di obbligazioni e di altri strumenti finanziari:** Comunicazione Consob DAL/97006042/97, Tr. Mantova 19/10/04, Tr. Viterbo 30/11/04, Tr. Parma 13/12/04, Tr. Milano 31/1/05, Tr. Pescara 15/4/05, Tr. Milano 28/4/05

■ **Risarcimento del danno:** Tr. Mantova 12/11/04, Tr. Firenze Giudice Pezzuti 19/4/05

3. Svolgimento dei servizi finanziari: criteri generali.

L'art. 21 del T.U.F. (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) pone i principi basilari a cui si deve informare il rapporto intermediario/investitore. Tali obblighi sono individuati in:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

svolgimento dei servizi;

e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

Gli obblighi di comportamento definiti dal T.U.F. tendono ad informare l'attività di prestazione dei servizi a finalità di efficienza, trasparenza e tutela del risparmiatore, congiuntamente a finalità di stabilità, competitività e buon funzionamento del mercato finanziario.

La diligenza e la correttezza, richiamata fra i principi base della norma, si ricollegano, da un lato alla professionalità dell'intermediario chiamato a prestare un servizio caratterizzato da peculiari cognizioni tecniche, dall'altro alla necessità di evitare comportamenti che possano poggiarsi sulla disparità di forza contrattuale delle parti. Il T.U.F. è particolarmente attento alla tutela della parte debole del rapporto contrattuale: nei giudizi, mentre è rimesso all'investitore la prova circoscritta al pregiudizio economico e al rapporto causale con il comportamento dell'intermediario, a questa ultimo viene rimesso l'onere di dimostrare una condotta conforme agli standard di diligenza professionale (art. 23, comma 6).

Il Regolamento Consob n. 11522/98 ha circostanziato con maggior dettaglio le regole di comportamento che gli intermediari sono tenuti a rispettare nello svolgimento dei servizi finanziari di investimento.

4. La disciplina dei contratti con gli investitori.

L'art. 23 del T.U.F. (D. Lgs. N. 58/98) prescrive che i contratti relative alla prestazione dei servizi di investimento debbano essere redatti per iscritto.

All'inizio del rapporto deve essere posto in essere, tra intermediario ed investitore, un contratto quadro che si ritiene propedeuticamente rilevante ai fini della validità dei contratti relativi alle singole operazioni effettuate successivamente (Tr. Genova 18/4/05). Il Regolamento Consob n. 11522/98 disciplina separatamente il contratto quadro e le operazioni di esecuzione. L'art. 30 del Regolamento, nel ribadire che gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto, prevede inoltre che tale contratto debba,:

- a) specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche;
- b) stabilire il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso;
- c) indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni;

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

- d) prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire all’investitore a rendiconto dell’attività svolta;
- e) indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l’esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e warrant;
- f) indicare le altre condizioni contrattuali eventualmente convenute con l’investitore per la prestazione del servizio.

Come si rileva quindi, nel contratto devono essere riportate le modalità attraverso le quali vengono impartiti gli ordini e le istruzioni, senza alcuna limitazione di forma.

All’art. 60 il Regolamento Consob aggiunge poi che:

“1. Nella prestazione dei propri servizi, gli intermediari autorizzati rilasciano agli investitori, all’atto del ricevimento degli ordini presso la propria sede legale o le proprie dipendenze, una attestazione cartacea contenente:

- a) il nome dell’investitore;
- b) l’orario, qualora rilevante con riferimento alle modalità di esecuzione, e la data di ricevimento dell’ordine;
- c) gli elementi essenziali dell’ordine e le eventuali istruzioni accessorie.

2. Gli intermediari autorizzati registrano su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori”.

Pertanto, mentre per il contratto quadro è prescritta la forma scritta, per i successivi ordini relativi alle singole operazioni, questi possono assumere forme diverse, anche orali, purchè previste in contratto: in questo senso si è espressa la Consob nella Comunicazione n. DIN/5055217 del 3/8/05 e la prevalente giurisprudenza (Cfr. Cassazione n. 111 del 9/1/04, Tr. Venezia, Sez. II Giudice Unico Caprioli n.2654 del 22/4/04, Tr. Venezia 8/6/05, Tr. Milano, Giudice Bernardini 25/7/05).

Se tuttavia l’operazione non è adeguata, l’art. 29 del Regolamento prevede che l’ordine – qualora non sia telefonico e quindi soggetto a registrazione – debba assumere la forma scritta e riportare espressamente le circostanze e le ragioni dell’inadeguatezza, nonché la volontà dell’investitore a procedere comunque all’esecuzione dell’operazione.

5. Obblighi di informativa e adeguatezza delle operazioni.

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

Il dovere di informare l’investitore viene unito al dovere di informarsi dall’investitore determinando un insieme di obblighi informativi di contenuto ampio ed articolato. Tale flusso di informazioni deve accompagnare il momento in cui viene instaurato il rapporto fra intermediario ed investitore in maniera che il successivo svolgimento delle operazioni in titoli avvenga nella piena conoscenza e consapevolezza degli elementi necessari.

All’art. 28 del Regolamento Consob si prevede che gli intermediari finanziari, prima dell’inizio delle prestazioni debbono 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 la sua propensione al rischio. Si aggiunge inoltre che l’eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare da contratto ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall’investitore.

Al riguardo la Consob (Comunicazione n. DI/99065403 del 3/9/99) ha precisato: “ la disciplina vigente non indica specifiche procedure di acquisizione delle informazioni sull’investimento di cui all’art. 28, comma 1, lettera a), del Regolamento n. 11522/98. La definizione di tali procedure è conseguentemente rimessa alla discrezionalità degli intermediari (ferma restando la rispondenza delle procedure ai criteri di cui all’art. 21, comma 1, lettera d) del decreto legislativo n. 58/98 e all’art. 56, comma 2, del Regolamento n. 11522/98).” In una precedente Comunicazione la Consob aveva inoltre chiarito che “... raccogliere le informazioni per iscritto, anche avvalendosi di un supporto prestampato, sia conforme all’obbligo organizzativo generale di cui all’art. 56, comma 2, lett. a) del Regolamento n. 11522/98.si osserva che le informazioni sul cliente non possono limitarsi a quelle acquisite nella fase di compilazione della scheda; l’intermediario deve infatti mantenerle aggiornate, tenendo anche conto dell’operatività del cliente e di ogni altra notizia di cui può venire in possesso nello svolgimento della propria attività.”

Strettamente collegato a tale aspetto è quanto riportato nel successivo art. 29 del Regolamento Consob, il quale prevede che gli intermediari si debbano astenere dall’effettuare operazioni “non adeguate” per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione[2]. Previa adeguata informazione sulle circostanze e ragioni dell’inopportunità, se l’investitore intende comunque dare corso alle operazioni, l’intermediario potrà procedere all’esecuzione dell’operazione, dopo aver raccolto dal cliente specifica evidenza dell’ordine e del riferimento alle avvertenze rappresentate.

L’obbligo della valutazione dell’adeguatezza si pone anche solo quando vi sia stata una consulenza illustrativa o strumentale con la quale l’intermediario viene a partecipare alla

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

formazione della volontà dell’investitore: la conoscenza degli strumenti finanziari e dei mercati, che può avere l’investitore ordinario, necessariamente circoscritta per esperienza e cultura, impone all’intermediario la prestazione della diligenza professionale di cui all’art. 1176 c.c..

E’ senza dubbio il rischio l’elemento cardine che, posto in relazione con le altre informazione assunte dal risparmiatore, costituisce la base di valutazione dell’adeguatezza. Il rischio va raffrontato al grado di consapevolezza che una maggiore o minore conoscenza ed esperienza finanziaria può dare e alla rilevanza dell’investimento in rapporto al complesso del patrimonio di cui dispone il risparmiatore.

La moderna teoria fornisce strumenti oggettivi di misurazione del rischio, che sono strettamente collegati alla variabilità dei risultati: così, ad esempio, le azioni, le cui oscillazioni dei prezzi, risultano di norma notevolmente più marcate di quelle osservate sulle obbligazioni, presentano misure di rischio più elevate. Tuttavia questi valori numerici, che rispondono ad oggettivi criteri matematico-statistici, debbono essere resi soggettivi calandoli sulle connotazioni culturali e patrimoniali dell’investitore.

A questo riguardo è opportuno rammentare che la recente legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (l. 262/05) ha ulteriormente integrato l’art. 21 del T.U.F., aggiungendo alla lettera a): “I soggetti abilitati classificano, sulla base di criteri generali minimi definiti con regolamento Consob, che a tal fine può avvalersi della collaborazione delle associazioni maggiormente rappresentative dei soggetti abilitati e del Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti, di cui alla legge 30 luglio 1998, n. 281, il grado di rischiosità dei prodotti finanziari e delle gestioni di portafogli d’investimento e rispettano il principio di adeguatezza fra le operazioni consigliate agli investitori, o effettuate per conto di essi, e il profilo di ciascun cliente, determinato sulla base della sua esperienza in materia di investimenti in prodotti finanziari, della sua situazione finanziaria, dei suoi obiettivi d’investimento e della sua propensione al rischio, salve le diverse disposizioni espressamente impartite dall’investitore medesimo in forma scritta, ovvero anche mediante comunicazione telefonica o con l’uso di strumenti telematici, purché siano adottate procedure che assicurino l’accertamento della provenienza e la conservazione della documentazione dell’ordine”.

Oltre alle informazioni fornite ai sensi dell’art. 28 del Regolamento, l’intermediario si dovrà avvalere di eventuali altre informazioni a lui disponibili (età, attività lavorativa, pregressi rapporti di impiego finanziario).

Per un investitore razionale l’avversione al rischio cresce in funzione del valore dell’impiego

ma soprattutto in funzione della quota di patrimonio messa a rischio oltre che della capacità di seguire e gestire (in un impiego diretto) con esperienza e consapevolezza l'investimento stesso. Per una persona di scarsa cultura finanziaria e con un patrimonio modesto risulteranno scarsi i margini di adeguatezza in un'operatività su titoli ad elevato rischio; viceversa per una persona di ampio patrimonio e competenze, anche un impiego, in termini assoluti cospicuo, in derivati o warrant ad altissimo rischio, può risultare adeguato.

Sul concetto di adeguatezza la Consob ha avuto modo di chiarire, con Comunicazione n. DI/98080595 del '98, che “.....si ricorda che secondo l'art. 29, comma 1, del reg. Consob n. 11522/98 l'intermediario deve astenersi dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate in relazione alla loro tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. Al fine di valutare l'adeguatezza delle operazioni (c.d. suitability), come disposto dal successivo comma dell'art. 29 citato, l'intermediario tiene conto delle informazioni raccolte dagli investitori ai sensi dell'art. 28, comma 1, lett. a), del reg. Consob n. 11522/98 (esperienza in materia d'investimenti in strumenti finanziari, situazione finanziaria, obiettivi d'investimento, propensione al rischio) e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati, relativa sia al cliente che agli strumenti finanziari oggetto dei servizi medesimi. Circa tale ultimo aspetto, si ricorda che l'intermediario deve disporre di una conoscenza degli strumenti finanziari e dei servizi da esso offerti adeguata al tipo di prestazioni da fornire (art. 26, comma 1, lett. e) del reg. Consob n. 11522/98).

Dal quadro regolamentare sopra definito - continua il chiarimento Consob - emerge che la valutazione dell'adeguatezza delle operazioni rappresenta un momento essenziale della corretta prestazione dei servizi d'investimento nei confronti degli investitori non qualificati; l'apprezzamento dei profili di adeguatezza può risultare più o meno complesso, a seconda del tipo di operazioni considerato e delle caratteristiche dell'investitore, ma non può essere omesso.

Infatti, nel caso un'operazione disposta dal cliente si configuri come inadeguata, l'intermediario è tenuto al rispetto degli ulteriori adempimenti dettati dall'art. 29, comma 3, del reg. Consob n. 11522/98 e, in particolare, a informare il cliente dell'inadeguatezza dell'operazione disposta e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Inoltre, qualora l'investitore intenda comunque dar corso all'operazione, l'intermediario può eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute.”

In un'altra Comunicazione (DI/30396 del 21/4/00) più esplicitamente chiarisce: “... Gli intermediari non sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dal cliente anche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso, la valutazione andrà condotta, in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio del cliente alla luce anche della pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato).”

In caso di assenza di informazioni l'intermediario non può che desumere una propensione al rischio minima, una scarsa conoscenza degli strumenti finanziari e, di conseguenza, obiettivi di investimento orientati alla conservazione del capitale investito, piuttosto che alla massimizzazione della redditività, con l'unica salvezza dell'eventualità che le informazioni in argomento non siano desumibili aliunde, dalle scelte di investimento ed, in generale, dal comportamento in precedenza tenuto dall'investitore nel rapporto con l'intermediario (Tr. Monza 16/12/04).

Occorre per altro osservare che l'art. 28 del Regolamento Consob n. 11522/98 prevede anche che l'intermediario fornisca al cliente adeguate informazioni sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio. Questo obbligo di informazione “specifica” si accompagna al duplice obbligo di informarsi, previsto dagli art. 26 e 28, nel precipuo obiettivo di porre il cliente nelle condizioni di operare consapevoli scelte di investimento.

Si osserva infine che il Regolamento Consob n. 11522/98 dispone anche che gli intermediari finanziari informino prontamente e per iscritto l'investitore quando le perdite generate dall'operatività in strumenti derivati^[3] (non a copertura) abbiano generato una perdita superiore al 50% dei mezzi forniti dall'investitore a garanzia dell'operatività. Per i servizi di gestione la segnalazione delle perdite deve, invece, essere effettuata al superamento del 30% del patrimonio posto a disposizione all'inizio dell'anno.

6. Conflitto di interesse.

L'art. 21 del T.U.F. prevede che, nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari debbano “.. c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento”.

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

La norma pertanto non pone un divieto assoluto, consentendo l'esecuzione di operazioni in conflitto di interesse, preoccupandosi tuttavia che la natura di tale conflitto sia portata a conoscenza dell'investitore (disclosure).

La Consob nel Regolamento n. 11522/98 prevede all'art. 27:

1. Gli intermediari autorizzati vigilano per l'individuazione dei conflitti di interessi.
2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di Società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione. Ove l'operazione sia conclusa telefonicamente, l'assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell'investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente.
3. Ove gli intermediari autorizzati, al fine dell'assolvimento degli obblighi di cui al precedente comma 2, utilizzino moduli o formulari prestampati, questi devono recare l'indicazione, graficamente evidenziata, che l'operazione è in conflitto di interessi.

La Consob ha per altro chiarito che l'art. 21, lettera c), sopra riportata, è da intendere, in relazione alla normativa comunitaria, nel senso che gli intermediari devono, prioritariamente, sforzarsi di evitare i conflitti di interesse - sia nell'ambito delle disposizioni prudenziali-organizzative (Chinese walls), sia nell'ambito delle regole di comportamento - e, soltanto qualora ciò non sia possibile, sono tenuti a provvedere a che i clienti siano compiutamente informati e trattati in modo equo.

Recenti sentenze (Tr. Venezia, Sez. II Giudice Unico Caprioli n.2654 del 22/11/04, Tr. Giudice Unico Pezzuti 30/5/04, Tr. Parma 16/6/05) hanno poi ritenuto non correttamente assolto l'obbligo di informazione della presenza del conflitto di interesse se questo non è accompagnato dalla natura e dalla dimensione dello stesso; in tale evenienza, infatti, il cliente non sarebbe compiutamente posto in grado di valutare l'autorizzazione all'intermediario ad operare in deroga.

Occorre poi osservare che, mentre taluni ritengono che la mancata segnalazione di conflitto di interesse debba essere associata all'accertamento di un effettivo pregiudizio economico (Tr. Milano, Giudice Bernardini 25/7/05), altri ritengono che la sola violazione del dovere di segnalazione arreca pregiudizio, non occorrendo l'accertamento concreto dello stesso.

Inoltre secondo l’orientamento prevalente, si ritiene che dalla presenza di operazioni effettuate in contropartita diretta con l’intermediario non può automaticamente discendere la sussistenza di un conflitto di interesse: l’intermediario non applica, in tali circostanze, alcuna commissione e lo spread percepito dall’operazione costituisce la remunerazione per il rischio assunto nel detenere il titolo in portafoglio sino alla vendita al cliente (Tr. Monza 16/12/04, Tr. Genova, Sez. I n. 1230 del 15/3/05, Tr. Roma, Sez. II Pres. Misiti 25/5/05, Tr. Roma n. 17539 del 29/7/05, Comunicazioni Consob DI/99014081 del 1/3/99 e DAL/97006042 del 9/7/97). Affinché si possa configurare conflitto di interesse occorre la presenza di una finalità ulteriore e diversa da quella ordinariamente perseguita dall’intermediario quando svolge una funzione di dealer, attività consentita e disciplinata.

Nel servizio di collocamento, invece, si ritiene che possano emergere i presupposti del conflitto di interesse se l’intermediario abbia dato all’emittente forme di garanzia che comportino l’acquisizione al proprio portafoglio della quota parte non collocata.

7. La nozione di “operatore qualificato”.

La disciplina finanziaria ha tenuto conto dell’asimmetria informativa che può sussistere nel rapporto fra intermediario ed investitore prevedendo un flusso informativo più intenso e continuo nel caso di un operatore non professionale, sollevando invece gli intermediari da oneri che possono indurre costi ed impedimenti ad una fluida e tempestiva operatività nel caso di operatori che per natura ed esperienza sono in grado, in via autonoma, di colmare ogni carenza informativa.

Il T.U.F. all’art. 6, 2° comma, ha quindi graduato la disciplina consentendo l’esclusione degli “operatori qualificati” da norme di protezione più pervasive. La definizione di “operatore qualificato” è stata rimessa alla Consob che all’art. 31 stabilisce:

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

espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.”

Come si osserva gli “operatori qualificati”, da un lato vengono oggettivamente individuati in particolari soggetti (SGR, SICAV, Fondi pensione, società di assicurazione, SIM, Fondazioni bancarie, promotori finanziari[4], ecc..), dall’altro vengono individuati attraverso una documentazione e/o dichiarazione attestante la specifica competenza ed esperienza in materia finanziaria.

La dichiarazione di “operatore qualificato” è stata di recente frequentemente impiegata nei contratti sottostanti operazioni di swap di tassi e di valute che hanno interessato numerose imprese di varia dimensione e tipo di attività. Nel caso di un’impresa la presenza della professionalità indicata dal T.U.F. necessita di risorse umane, organizzazione ed esperienza propedeutiche all’eventuale dichiarazione di “operatore qualificato” rilasciata all’intermediario dal legale rappresentante. Secondo taluni giudici (Tr. Torino, Giudice Unico Dotta 27/1/00, Tr. Milano 21/2/95), una dichiarazione di “operatore qualificato”, rilasciata su moduli predisposti dall’intermediario, non esime lo stesso dal verificare - a norma della diligenza professionale richiesta dall’art. 21 del T.U.F. - la rispondenza della dichiarazione rilasciata dal legale rappresentante[5].

L’art. 31 del Regolamento Consob individua le disposizioni che non si applicano nei rapporti con Operatori qualificati:

■ art. 27. Conflitto di interesse; ■ art. 28. Informazioni fra gli intermediari e gli investitori; ■ art. 29. Operazioni non adeguate; ■ art. 30, comma 1, 2 e 3. Contratti con gli investitori, fatta eccezione per il servizio di gestione; ■ art. 32, commi 3,4 e 5. Negoziazione: best execution; ■ art. 37. Contratto di gestione individuale, fatta eccezione per gli aspetti di cui al comma 1, lettera d); ■ art. 38. Caratteristiche della gestione; ■ art. 39. Gestione: categorie di strumenti finanziari; ■ art. 40. Gestione: tipologia delle operazioni; ■ art. 41. Gestione: leva finanziaria; ■ art. 42. Gestione: parametri oggettivi di riferimento; ■ art. 43. Gestione: mercato di riferimento dei premi e delle operazioni di riporto e prestito di titoli, nonché titoli e prezzi di riferimento delle operazioni di pronti contro termine; ■ art. 44. Gestione: strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati; ■ art. 45. Gestione: conflitti di interesse; ■ art. 47. Gestione: indicazioni in materia di concessione di finanziamenti; ■ art. 60. Attestazione degli ordini; ■ art. 61. Informazioni sulle operazioni eseguite; ■ art. 62. Rendicontazioni periodiche.

Come si osserva, risulta assai ampio l’insieme delle norme di tutela che vengono meno in presenza di un “operatore qualificato”: in considerazione dei minori oneri che accompagnano la prestazione del servizio, di norma gli intermediari prevedono per gli “operatori qualificati”,

un diverso contratto, una più alta soglia patrimoniale di ingresso, un distinto servizio finanziario e un diverso livello commissionale. Rimane tuttavia impregiudicata la possibilità, per gli Operatori qualificati, di convenire con l’intermediario un diverso accordo che ricomprenda, in tutto o in parte, l’applicazione degli articoli sopra riportati.

In tema di negoziazione di derivati (cfr. unito Allegato 1 per gli aspetti descrittivi e di mercato) la normativa di riferimento varia apprezzabilmente se l’operazione è posta in essere da un operatore non qualificato. In tal caso infatti, fatte salve le operazioni di copertura[6], si configura, in particolare, un’inadeguatezza per tipologia che impone all’intermediario il rispetto dei vincoli disposti dall’art. 28 e 29 del Regolamento Consob e, nel caso di negoziazione diretta, gli obblighi di segnalazione preventiva e il rispetto della best execution.

La Direttiva 2004/39/CE, approvata nell’aprile del ’04, ma che deve ancora essere recepita nel nostro ordinamento, con riguardo all’ “operatore qualificato”, fa riferimento a criteri di maggiore oggettività. Accanto ai soggetti che per la loro attività e per le loro caratteristiche imprenditoriali vengono considerati “operatori qualificati” (“clienti professionali” nella Direttiva), ivi comprese le grandi imprese, viene evidenziata una categoria di clienti che su richiesta possono essere trattati come “operatori qualificati”. Per questa seconda categoria di clienti è richiesta tuttavia all’intermediario una valutazione della competenza, dell’esperienza e delle conoscenze del cliente che deve, per altro, soddisfare almeno due dei seguenti criteri:

- aver effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- avere un portafoglio di strumenti finanziari superiore a €. 500.000;
- aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

E’ inoltre prevista una particolare procedura che prevede: i) la richiesta del cliente di essere trattato come cliente professionale; ii) la comunicazione dell’intermediario nella quale sono precisati le protezioni e i diritti di indennizzo che il cliente potrebbe perdere; iii) l’ulteriore dichiarazione del cliente , in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita delle protezioni.

8. Regole specifiche ai singoli servizi finanziari.

Accanto ai principi e norme generali di comportamento, ulteriori regole sono disposte dal T.U.F. per i singoli servizi finanziari.

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

Con riferimento al servizio di negoziazione, gli intermediari autorizzati devono eseguire gli ordini rispettando la priorità di tempo di ricezione dell'ordine e eseguendo le negoziazioni alle migliori condizioni possibili: tale ultima condizione si considera soddisfatta se l'operazione è stata eseguita in un mercato regolamentato. Se gli intermediari autorizzati effettuano operazioni in contropartita diretta con l'investitore, al prezzo comunicato non possono essere aggiunte commissioni.

Per il servizio di negoziazione, come per gli altri servizi finanziari offerti dagli intermediari, il Regolamento Consob n. 11522/98 prevede, oltre all'attestazione scritta dell'ordine menzionata in precedenza (art.60), anche la contabile relativa all'operazione eseguita.

Infatti l'art. 61 del menzionato Regolamento stabilisce che: “Nella prestazione dei servizi di negoziazione, gli intermediari autorizzati inviano al domicilio dell'investitore per ogni operazione eseguita, entro il settimo giorno lavorativo successivo a quello di esecuzione, una nota relativa all'operazione stessa in cui sono distintamente riportate le seguenti informazioni: a) l'orario, qualora rilevante con riferimento alle modalità di esecuzione, e la data di esecuzione dell'operazione; b) il tipo di operazione; c) il mercato regolamentato in cui l'operazione è stata eseguita ovvero se la stessa è stata eseguita fuori mercato; d) lo strumento finanziario e le quantità oggetto dell'operazione; e) il prezzo praticato, unitario e totale; f) se la controparte dell'investitore è costituita dall'intermediario; g) le commissioni e le spese addebitate; h) gli eventuali effetti fiscali; i) il termine e le modalità di liquidazione dell'operazione.”

Nella prestazione del servizio di negoziazione, l'intermediario finanziario può assumere la funzione di dealer, ponendosi come contropartita del cliente, acquisendo o cedendo i titoli dal proprio portafoglio, oppure, alternativamente, può assumere la funzione di broker, limitandosi semplicemente ad acquistare o vendere i titoli sul mercato per conto del cliente.

Nel primo caso l'intermediario lucra lo spread fra prezzo di vendita e prezzo di acquisto, che remunera, oltre ai costi di transazione, il rischio di mercato insito nelle posizioni di portafoglio; nel secondo caso, invece, la remunerazione del servizio è data dalla commissione applicata sul prezzo praticato dal mercato.

La Consob, nel Regolamento 11522/98, nel preveder, per entrambe le tipologie, il rispetto della best execution (esecuzione delle operazioni alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse) all'art. 32, comma 5, dispone che: “Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio gli intermediari autorizzati comunicano all'investitore, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale

sono disposti a comprare o vendere gli strumenti finanziari ed eseguono la negoziazione contestualmente all’assenso dell’investitore; sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione.”, mentre nel successivo comma 6 dispone che “Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi, ferma restando l’applicazione delle commissioni e delle spese, il prezzo praticato all’investitore è esclusivamente quello ricevuto o pagato dall’intermediario.”

Viene pertanto perseguita con differenti modalità la trasparenza delle operazioni, coerentemente con la diversa natura economica del servizio di negoziazione per conto proprio rispetto alla negoziazione per conto di terzi.

Con riferimento al servizio di gestione, il contratto deve indicare in dettaglio: le categorie di investimento nelle quali può essere impiegato il patrimonio affidato in gestione; la tipologia di operazioni che l’intermediario può porre in essere; la leva massima impiegabile, data dal rapporto fra l’esposizione al mercato della posizione e il valore del patrimonio[7]; il parametro di riferimento (benchmark[8]). Occorre inoltre osservare che la disciplina del conflitto di interesse subisce in tale servizio un temperamento riconducibile alla circostanza che il gestore, nella serie continuativa di operazioni svolte, si potrebbe trovare nella condizione di dover, per ciascuna operazione, raccogliere preventivamente l’autorizzazione dell’investitore. Assumendo spesso le tipologie di conflitto di interesse forme standardizzate, correttezza e tempestività della gestione hanno suggerito che tale autorizzazione possa essere rilasciata una tantum nel contratto di gestione entro limiti percentuali predefiniti in funzione della natura del conflitto di interesse e della tipologia degli strumenti finanziari oggetto della gestione.

Con riferimento al servizio di collocamento, l’attività è espressamente richiamata nell’art. 30 del T.U.F. e negli artt. 30 e 36 del Regolamento Consob n.11522/98.

Mentre l’art. 30 del T.U.F. regola, al 6 comma, l’efficacia del contratto di collocamento fra emittente e risparmiatore, l’art. 30 del Regolamento Consob - nel prescrivere un apposito contratto scritto, fra intermediario e risparmiatore, come documento preliminare ad ogni forma di servizio finanziario - introduce esplicitamente una deroga per i servizi di collocamento. Ne consegue che il rapporto del servizio di investimento prestato dall’intermediario collocatore può non assumere un’evidenza formale, assumendo invece rilevanza il contratto diretto fra il soggetto emittente e risparmiatore.

Tuttavia nell’attività di collocamento mediante offerta fuori sede viene sovente a determinarsi, attraverso il promotore finanziario, una serie di pregnanti rapporti fra intermediario ed investitore. Secondo alcuni, qualora l’intermediario svolga, successivamente al collocamento, un’attività continuativa di assistenza al cliente, quale si configura nel caso di offerta fuori sede

e a distanza, attività caratterizzata spesso dal fatto che l’intermediario riceve, attraverso i promotori finanziari, le disposizioni successive del cliente relative ai servizi finanziari, si può ritenere travalicato il servizio di collocamento. In tali circostanze il contratto - tra intermediario e risparmiatore - assume le caratteristiche di un accordo-quadro contenente le obbligazioni gravanti sull’intermediario nell’esercizio del servizio che si può qualificare promozionale e assistenziale[9]. Per tale accordo-quadro la Consob ha previsto la forma scritta. Mentre nelle OPA e nelle OPV il contratto si risolve in un unico atto, nel collocamento di Fondi - ad esempio - si configura più spesso un rapporto di durata con il risparmiatore che, se svolto nei termini sopra menzionati, richiederebbe la forma scritta di un accordo-quadro fra intermediario e cliente.

L’offerta fuori sede, cioè la promozione e il collocamento di strumenti finanziari e servizi di investimento, è realizzata dagli intermediari autorizzati attraverso i promotori finanziari (art. 30 e 31 T.U.F.)

L’art. 36 del Regolamento Consob n. 11522/98 dispone che gli intermediari, nell’attività di offerta fuori sede, si avvalgono dei promotori finanziari al fine di:

- a) acquisire e fornire le informazioni e consegnare copia del documento di cui agli art. 28 e 29, comma 3° (esperienza in materia di investimento, situazione finanziaria, obiettivi di investimento, propensione al rischio, documento sui rischi generali, operazioni non adeguate);
- b) consegnare agli investitori, prima della sottoscrizione, copia del prospetto informativo ovvero i documenti contrattuali;
- c) illustrare agli investitori gli elementi essenziali dell’operazione, con particolare riguardo ai relativi costi e rischi patrimoniali;
- d) ricevere dagli investitori: 1) i documenti contrattuali; 2) i relativi mezzi di pagamento; 3) disposizioni relative ai servizi offerti; 4) le richieste di disinvestimento e di recesso dai contratti; 5) le richieste di trasferimento o ritiro di strumenti finanziari;

Precisa l’art 31 del T.U.F. che il promotore è legato all’intermediario da un rapporto di lavoro subordinato, di agenzia o di mandato, l’attività è svolta esclusivamente nell’interesse di un solo soggetto e l’intermediario che conferisce l’incarico è responsabile in solido dei danni arrecati ai terzi dal promotore finanziario, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertate in sede penale.

Il Regolamento Consob n. 11522/98 precisa inoltre (art. 94) che il promotore finanziario non può svolgere attività di consulenza “in proprio”, ma può prestarla solo per conto dell’intermediario per il quale opera o per altro soggetto appartenente al medesimo gruppo.

L’art. 95 e 96 del Regolamento detta le regole di presentazione e comportamento dei promotori.

9. Gestione surrettizia.

La gestione individuale si distingue da quella collettiva o “in monte” essendo svolta nell’interesse del singolo cliente che ha conferito l’incarico, sia pure con la standardizzazione derivante dal ricorso a linee di gestione predeterminate.

L’investitore affida all’intermediario denaro e/o valori confidando nella gestione professionale e ampiamente discrezionale dello stesso.

La gestione individuale costituisce un servizio finanziario previsto dall’art. 1 del T.U.F., demandato ad intermediari finanziari autorizzati e svolto secondo atti formali e canoni di comportamento dettagliatamente individuati nello stesso T.U.F. e nel Regolamento Consob 11522/98.

Si ha una gestione surrettizia quando, nell’ambito di un servizio di collocamento, ricezione e trasmissione di ordini, si svolge una vera e propria attività gestionale: l’intermediario, o il promotore finanziario, compie le scelte di impiego, switch e realizzo in luogo del risparmiatore, premunendosi talvolta con ordini prefirmati. In luogo di un normale servizio di collocamento, ricezione e trasmissione di ordine viene così posto in essere un servizio di gestione senza l’autorizzazione, la competenza e l’organizzazione prescritta dalle disposizioni.

La Consob ha avuto modo di precisare le circostanze che possono prefigurare una gestione surrettizia in una comunicazione del 4/3/02 (n. DIN/2014610). Nella Comunicazione si rappresenta che il costante orientamento della Commissione individua l’ipotesi di attività di gestione cd. surrettizia (o impropria o abusiva) nel caso in cui vengano poste in essere, da parte dei promotori finanziari “per conto di una rilevante parte della clientela, un elevato numero di operazioni di conversione tra comparti del medesimo fondo caratterizzate da evidenti analogie” o “un elevato numero di operazioni sostanzialmente identiche, con i medesimi parametri, contestualmente o in un breve lasso di tempo”. La Commissione sottolinea inoltre che, in una pluralità di casi, ha ritenuto che la sussistenza tanto del criterio “quantitativo” quanto di quello temporale, valga a qualificare una determinata operatività come gestione surrettizia anche quando le operazioni siano state formalmente disposte dai clienti mediante la sottoscrizione su appositi moduli (c.d. gestione con preventivo assenso): ciò in quanto in tale ipotesi, non sono prodotti elementi idonei da un lato ad escludere la discrezionalità del promotore, dall’altro a provare l’autonoma determinazione della clientela nelle proprie scelte di investimento. Aggiunge infine la Consob che non è possibile formulare

un giudizio preventivo ed aprioristico circa la configurabilità di una fattispecie astratta come ipotesi di gestione surrettizia; ciò in quanto occorre valutare se, in concreto, le operazioni poste in essere - anche nell’eventualità in cui siano state formalmente disposte dai clienti mediante la sottoscrizione di appositi moduli - siano o meno, nella sostanza, decise dal promotore finanziario e se, quindi, siano riconducibili alla sfera di discrezionalità ed all’iniziativa di quest’ultimo piuttosto che dello stesso investitore.

Occorre tuttavia osservare che la Cassazione ha espresso al riguardo un diverso avviso con le sentenze 4081/03, 12126/04 e da ultimo con Sentenza 26 gennaio -12 aprile '05.

10. Il collocamento di obbligazioni e di altri strumenti finanziari.

In talune delle vicende che hanno occupato più recentemente i Tribunali italiani (bond argentini, obbligazioni Ciro, Parmalat, ecc..) gli strumenti finanziari sono pervenuti nel patrimonio dei risparmiatori attraverso forme spurie di collocamento, non regolamentate specificatamente dal T.U.F.

Il T.U.F. prevede sostanzialmente due forme di collocamento:

- a) appello al pubblico risparmio, disciplinato dagli art. 94 - 101;
- b) collocamento privato, non rivolto direttamente al pubblico, bensì riservato agli investitori istituzionali.

La sollecitazione al pubblico risparmio si realizza secondo modalità standardizzate, previo pubblicazione di un prospetto informativo vagliato e autorizzato dalla Consob. Il prospetto informativo consente all’investitore di acquisire un completo e informato giudizio sulla situazione patrimoniale e reddituale dell’emittente, sui piani di sviluppo programmati, nonché sulla natura e caratteristiche dei prodotti finanziari proposti.

Il collocamento privato, essendo rivolto a soggetti qualificati, non richiede tutta la messe di informazioni previste nel prospetto informativo, né il vaglio e l’autorizzazione della Consob. La procedura risulta più snella, venendo predisposta un’ “Offering Circular”, documento più conciso e circoscritto, redatto secondo la prassi internazionale e riservato agli investitori istituzionali. Le modalità operative sono anch’esse diverse: il collocamento e lo stesso mercato (grey market) hanno di norma inizio ancor prima dell’emissione.

Il collocamento privato presso intermediari e investitori istituzionali non impedisce il successivo collocamento mediante contratti di vendita ai singoli investitori, nell’ambito della prestazione del servizio di investimento. E tale servizio viene spesso realizzato nella fase precedente l’emissione e l’eventuale successiva ammissione alle quotazioni in un mercato

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

regolamentato, nazionale od estero.

In tali circostanze, la minore trasparenza delle operazioni e la labile informazione di cui dispone il risparmiatore, rendono più pregnanti e significativi gli obblighi generali di comportamento posti a carico degli intermediari; soprattutto se il servizio di investimento è prestato nella fase di grey market, quando anche lo stesso intermediario non dispone ancora delle informazioni riportate nell’ “Offering Circular”. I differenti “doveri” - dovere di assumere adeguate informazioni sullo strumento finanziario (art. 26), dovere di completa e corretta informazione al cliente risparmiatore (art. 28), dovere di acquisire informazioni dal cliente risparmiatore (art. 28), dovere di procedere alla valutazione dell’adeguatezza dell’operazione (art. 29) - vanno opportunamente impiegati di concerto nel perseguimento dell’interesse e tutela del risparmiatore. In tali doveri, per altro, è pregnante l’interesse generale connesso al regolare e corretto svolgimento del mercato. Frequentemente i Tribunali, nell’esaminare i casi sopra descritti, hanno fatto discendere, dalla violazione delle prescrizioni previste dall’art. 21 del T.U.F. e dei menzionati articoli del Regolamento Consob n. 11522/98, la nullità del contratto di acquisto posto in essere dal privato risparmiatore.

Nel rinviare all’unito Allegato 2 per una sintetica illustrazione del mercato delle Euro-obbligazioni, si osserva che l’emissione di detti titoli è realizzata, di norma, attraverso un sindacato di collocamento ed è rivolta ad investitori istituzionali: risulta, come detto, conseguentemente esentata dall’obbligo del prospetto informativo.

La vendita al privato risparmiatore, effettuata da una banca del consorzio o da altro intermediario, costituisce un’operazione di mercato secondario, distinto dal mercato primario di collocamento: per gli obblighi di prospetto informativo risultano determinanti le modalità attraverso le quali tale vendita viene effettuata. In un documento della Banca d’Italia[10] si precisa: “In relazione alla possibile vendita di euro-obbligazioni a investitori privati, in Italia l’assenza del prospetto informativo impedisce alle banche - sia quelle che sottoscrivono inizialmente i titoli sia quelle che li acquistano dalle banche collocatrici, di sollecitare il pubblico a comprare i valori mobiliari. Le banche possono tuttavia vendere i titoli del proprio portafoglio ai clienti che ne facciano richiesta, nell’ambito di un’attività di negoziazione in conto proprio. La sequenza assunzione a fermo-negoziazione sul mercato secondario non implica violazione dell’obbligo di prospetto. Non sono messi in discussione né la liceità della vendita di titoli sul mercato secondario, neppure nella fase di grey market, né la presenza di attività in qualche modo propositive da parte degli intermediari, a meno che non si ricada nella fattispecie della violazione della normativa sulla sollecitazione all’investimento. Anche nella fase di grey market possono avvenire sia l’iniziale sottoscrizione dei titoli da parte degli

La “Mala gestio” nei servizi finanziari. Compendio delle disposizioni relative ai servizi su titoli e derivati offerti dagli intermediari finanziari

investitori professionali (che li acquistano dalle banche collocatrici facenti parte del consorzio) sia la negoziazione degli stessi con la clientela che ne faccia richiesta. In generale, infatti, l’analisi delle procedure di collocamento di obbligazioni emesse sull’Euromercato mostra come le banche che prendono parte ai consorzi di collocamento detengano, alla chiusura dello stesso, quote generalmente modeste dei titoli collocati, destinate a ridursi ulteriormente nei mesi successivi. Inoltre, le quantità di titoli nel portafoglio delle altre banche (quelle che li acquistano in qualità di investitori professionali dalle banche collocatrici) tende anch’essa a ridursi, in modo significativo, successivamente alla chiusura del collocamento. Tale comportamento delle banche è in linea con il ruolo prevalente da esse svolto sul mercato obbligazionario, finalizzato a fornire i servizi necessari per favorire lo scambio di fondi tra emittenti e acquirenti”

La Consob, in risposta ad un quesito (97006042/97), ha sottolineato gli aspetti di uniformità e standardizzazione che caratterizzano un’operazione di offerta al pubblico.

Ha infatti precisato che “la sottoscrizione da parte di una banca dell’intera emissione obbligazionaria non costituisce prestazione del servizio di collocamento se la banca non assume impegni in ordine al successivo collocamento sul mercato. La successiva vendita delle obbligazioni alla propria clientela da parte della banca configura una normale attività di negoziazione in contropartita diretta in esecuzione di ordini di acquisto ricevuti dalla clientela stessa, a condizioni, quindi, diverse a seconda dell’acquirente e del momento dell’operazione. Ove la banca procede invece alla realizzazione di una campagna di offerta con modalità caratterizzate dalla formulazione di proposte standardizzate e, quindi, dall’effettuazione di transazioni non negoziate con i clienti, allora l’operazione presenterebbe i connotati dell’offerta al pubblico, con conseguente applicazione della normativa sulla sollecitazione all’investimento”.

Come accennato, una particolare attenzione riveste il collocamento di titoli nella fase del grey market. Infatti in tale fase, non essendo ancora disponibile l’Offering Circular dell’emissione, unico documento esterno che possa fornire una completa informativa sui titoli da collocare, rimane complesso per lo stesso intermediario - soprattutto se non è membro del consorzio - acquisire una adeguata informazione sui titoli prospettati/richiesti dal risparmiatore.

Anche successivamente all’emissione l’Offering Circular rimane nelle disponibilità dei membri del consorzio e degli investitori istituzionali che ne facciano richiesta: non è prevista alcuna consegna al risparmiatore. Per altro la formulazione inglese del documento e l’estremo tecnicismo del contenuto ne renderebbe assai ardua una corretta valutazione. Unica fonte di

informazione rimane pertanto l’intermediario, a cui viene rimessa - in misura più pregnante - la valutazione di adeguatezza dell’operazione alle esigenze del risparmiatore.

11. La nullità del contratto e il risarcimento del danno.

L’adempimento degli obblighi previsti dall’art. 21 del T.U.F., oltre allo specifico interesse volto a conseguire scelte di investimento efficienti e pienamente consapevoli, persegue interessi più generali ricondotti dal legislatore del T.U.F. all’integrità del mercato, oltre che alla tutela del risparmio.

Secondo un più recente orientamento giurisprudenziale il richiamo ad un interesse di carattere pubblico attribuisce alla norma una natura imperativa, la cui violazione si è ritenuto trascinare la nullità del contratto (Corte di Cassazione, Sez. I n. 3272 del 7/3/01, C. Appello Milano 11/1/02 e 13/6/03, Tr. Mantova, Giudice Bernardi 18/3/04, Tr. Bari 24/5/04, Tr. Firenze, Giudice Unico Pezzuti 30/5/04, Tr. Venezia, Sez. II, Giudice unico Caprioli 22/11/04, Tr. Palermo, Sez. III Civile Pres. Monteleone 17/1/05, Tr. Ferrara 6/4/05, Tr. Firenze, Giudice Unico Pezzuti 18/2/05 e 19/4/05, Tr. Brindisi, Sez. Civile Giudice Unico Lenoci 21/2/05). Attraverso la tutela dell’investitore si viene di fatto a perseguire il più generale interesse del corretto funzionamento dei mercati finanziari: la mancanza di un’espressa previsione di nullità del contratto viene sostanzialmente colmata dal principio generale posto dall’art. 1418 c.c.[11] Secondo questo orientamento anche le fonti regolamentari provenienti dalla Consob hanno materia imperativa in quanto rappresentano l’attuazione dei principi generali posti dal TUF, costituenti con questo un corpus unicum, da valutarsi unitariamente.

Secondo un diverso orientamento giurisprudenziale il mancato rispetto degli obblighi previsti dall’art. 21 del TUF e dagli artt. 26/29 del regolamento Consob n. 11522/98, produce la risoluzione del contratto. La posizione della Banca appare del tutto simile a quella di qualsivoglia altro professionista (medico, avvocato, notaio) che, ricevuto un incarico per la soluzione di un determinato caso sottoposto al suo vaglio, non fornisca al cliente quelle informazioni grazie alle quali lo stesso può operare una scelta consapevole e dar seguito o meno ad ulteriori sviluppi, anche negoziali rispetto all’originaria prestazione di una consulenza o diagnosi. Lo stesso art. 23, comma 6 del TUF nel richiamare una responsabilità di carattere risarcitorio, riconducibile ad un inadempimento contrattuale, confermerebbe questa interpretazione.(Tr. Taranto Sez.III Civile Giudice Cavallone n. 2273 del 27/10/04, Tr. Monza 27/7/04, Tr. Genova, Sez. I n. 1230 del 15/3/05, Tr. Roma, Sez. II Pres. Misiti 25/5/05, Tr. Milano, Giudice Bernardini 25/7/05).

Un terzo orientamento giurisprudenziale ha invece ravvisato un’annullabilità del contratto per

vizio di consenso quando per errore o per dolo il comportamento dell’intermediario risulti preordinato a carpire il consenso stesso dell’investitore. Sostanzialmente il mancato rispetto degli obblighi informativi posti a carico dell’intermediario ha compromesso il processo di formazione della volontà dell’investitore. Pertanto qualora il consenso sia stato viziato da errore sostanziale o da artifici o da raggiri il contratto potrà essere annullato ai sensi dell’art. 1428 (Tr. Parma 16/6/05).

Nella valutazione del risarcimento del danno, mentre non si pongono, di norma, particolari problemi per la determinazione del danno emergente - costituito dalla diminuzione della sfera patrimoniale dell’investitore conseguente all’inadempimento - margini di problematicità e incertezza potrebbero incontrarsi nella determinazione del lucro cessante - patrimonio netto che l’investitore avrebbe conseguito se non fosse intervenuto l’inadempimento (Tr. Palermo, Sez. III Civile Pres. Monteleone 17/1/05).

Al riguardo occorre osservare che questa seconda componente è subordinata alla prova del maggior danno, rispetto a quello misurato dagli interessi legali (Tr. Venezia Sez. II Giudice Unico Caprioli n.2654 del 22/11/04, Tr. Mantova 12/11/04). Si è osservato per altro che, con l’entrata in vigore della legge n. 353/90, il saggio di interesse legale deve ritenersi determinato secondo le oscillazioni dell’inflazione: sono pertanto venuti meno i presupposti a base del risarcimento del maggior danno derivante dal deprezzamento della moneta e della cumulabilità con gli interessi (Tr. Firenze, Giudice Pezzuti 19/4/05).

Per la valutazione del lucro cessante, un punto di riferimento può essere dato dalle informazioni raccolte a norma dell’art. 28 del Regolamento Consob n. 11522/98. Sulla base di dette informazioni può essere determinato un generale paniere di titoli coerente con le caratteristiche dell’investitore e con le indicazioni fornite. Per la determinazione del lucro cessante, una volta individuato il periodo di riferimento, si potrà conseguentemente fare riferimento al rendimento medio di tale paniere: l’utilizzo degli indici di mercato consente di abbracciare categorie assai ampie e possono mediare e ben rappresentare l’andamento del menzionato paniere. In mancanza delle informazioni disposte dal menzionato art. 28 e qualora non siano disponibili informazioni desumibili da altra fonte, può presumibilmente essere invocato il generale principio di adeguatezza che suggerirebbe, in tali circostanze, una condotta di impiego prudentiale e, conseguentemente, un paniere di titoli a basso contenuto di rischio.

[1] Testo dell’intervento tenuto il 18 febbraio ’06 al Convegno Nazionale su: “Criminalità Economica: implicazioni sociali in Italia e in Europa”. Sala della Provincia. Milano

[2] Risulta in tal modo non adeguata anche quell’attività di trading che risulti eccessiva, rispetto alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento, e che persegua sostanzialmente un incremento delle commissioni percepite dall’intermediario.

[3] L’art. 1 del T.U.F. elenca gli “strumenti finanziari derivati” sottoposti alle disposizioni di legge:

- i contratti futures su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nei precedenti punti e i relativi indici, anche quando l’esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- le combinazioni di contratti o di titoli indicati nei precedenti punti.

[4] Inseriti dal 6/8/02 con Delibera Consob n. 13710.

[5] Cfr. R. Lener, Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario, Milano, 1996. – F. Annunziata, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2001

[6] La Consob, in una comunicazione del 26/2/99 (n. DI/99013791) ha individuato come copertura le operazioni su strumenti finanziari derivati che: i) siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; ii) presentino una elevata correlazione – per scadenza, tasso, tipologia, ecc.. – con la posizione coperta; iii) trovino evidenza, per gli aspetti di copertura, nei documenti interni dell’intermediario e le cui caratteristiche siano condivise e approvate dalla funzione interna di controllo.

[7] L’impiego di derivati, ad esempio, può condurre ad un’esposizione al mercato multipla del patrimonio affidato in gestione.

[8] Il benchmark, che deve essere coerente con i rischi della gestione e non costituisce per il gestore un vincolo di obiettivo, ha la funzione di porre l’investitore in condizione di confrontare i risultati di gestione con l’evoluzione del parametro di riferimento.

[9] La Consob, recependo le indicazioni del CESR (Committee of European Securities Regulators), nella revisione (in corso) del Regolamento, ha esplicitato l’esenzione dalla forma scritta per i soli servizi di collocamento che non comportino un rapporto di durata con l’investitore. Anche là dove il collocamento è accompagnato da un servizio di consulenza si impone la preventiva sottoscrizione di un contratto scritto (cfr. Comunicazione Consob n.

DIN/1083623 del 23/11/01).

[10] Cfr. Banca d'Italia, Bollettino Economico, novembre 2003.

[11] Si viene in tal modo a sfumare la distinzione con il diritto alla risoluzione e/o risarcimento di un contratto valido ma affetto da comportamento scorretto. Nel caso in esame si ritiene che la violazione di regole di comportamento relative a specifici oneri imperativi posti a carico dell'intermediario comporti la nullità “virtuale” del contratto quadro e dei conseguenti contratti relativi alle singole operazioni.

Mentre in precedenza si era attribuito un carattere imperativo e precettivo solo a taluni aspetti della norma che meglio qualificavano una preponderanza dell'interesse generale su quello particolare (cfr. Tr. Milano 20/2/97), più recentemente il riconoscimento del carattere imperativo si è venuto estendendo a tutti gli aspetti rientranti nei concetti di diligenza, correttezza e trasparenza.

Related Posts

1. [“Mala gestio” nei servizi di gestione patrimoniale: dottrina e giurisprudenza](#)
2. [I poteri delle Autorità di vigilanza in materia di servizi d'investimento.](#)
3. [Il prospetto informativo](#)
4. [Adeguamento delle politiche, procedure e controlli interni degli Intermediari bancari e finanziari alle nuove disposizioni della IV Direttiva Europea in materia di Antiriciclaggio n. 2015/849/UE](#)