

# GIURISPRUDENZA COMMERCIALE

**39.3** Maggio-Giugno 2012

Pubblicazione bimestrale

ISSN 0390-2269

Poste Italiane s.p.a. - Spedizione in a.p. - D.L. 353/2003  
(conv. in L. 27/02/2004 n° 46) art. 1, comma 1, DCB (VARESE)

**Di particolare interesse in questo numero:**

Obbligazioni convertibili e diritto d'opzione

Controllo dei piani attestati

Recesso del socio

Opzioni *put* a prezzo determinato "a consuntivo"



GIUFFRÈ EDITORE

---

## SOMMARIO

---

### PARTE PRIMA

#### DOTTRINA

|  |     |
|--|-----|
| <i>La comunicazione pubblicitaria e l'azione delle imprese per il miglioramento ambientale</i> , di Mario Libertini .....        | 331 |
| <i>Le obbligazioni convertibili perdono il diritto d'opzione</i> , di Roberto Weigmann .....                                     | 339 |
| <i>Profili giuridici della "sicurezza economica" nell'età della crisi</i> , di Marcello Clarich.....                             | 346 |
| <i>L'arbitrato amministrato della camera di conciliazione e arbitrato costituito presso la Consob</i> , di Filippo Corsini ..... | 358 |
| <i>Cartolarizzazione sintetica e Credit Default Swap</i> , di Cosimo Rucellai .....  | 371 |
| <i>Il controllo giudiziale sui piani attestati</i> , di Gianluca Guerrieri.....  | 385 |
| <i>Informativa "post contrattuale" e servizi d'investimento</i> , di Michele de Mari .....                                       | 408 |
| <i>La disciplina fallimentare degli swap</i> , di Francesco Caputo Nasseti.....  | 431 |

### PARTE SECONDA

#### RASSEGNA DI GIURISPRUDENZA

|  |     |
|--|-----|
| <i>La revocatoria fallimentare</i> , di Clemente Pecoraro e Roberto Rosapepe.... | 475 |
|--|-----|

#### COMMENTI

|   |     |
|---|-----|
| <i>Da Monopoli a Londra, passando dal Lussemburgo: appunti sull'emigrazione delle società italiane</i> , di Federico M. Mucciarelli (Corte di Giustizia, 20 ottobre 2011) ..... | 583 |
|---|-----|

## Informativa "post contrattuale" e servizi d'investimento

SOMMARIO: 1. La rilevanza dell'informazione nel rapporto d'investimento e le *material modifications*. — 2. Il quadro normativo. — 2.1. (*Segue*): l'approccio giurisprudenziale. — 3. Contratti d'investimento di "durata" e obblighi informativi *post* contrattuali. — 4. L'informativa *post* contrattuale nella *MiFID review* e nei primi orientamenti dell'Arbitro Bancario Finanziario e della Consob.

1. *La rilevanza dell'informazione nel rapporto d'investimento e le material modifications*. — Il tema degli obblighi informativi gravanti sugli intermediari del mercato mobiliare costituisce da sempre uno dei tratti maggiormente caratterizzanti il settore dell'intermediazione mobiliare e, anzi, può dirsi, con ragionevole sicurezza, che il discorso intorno ai flussi informativi tra intermediario e cliente al dettaglio (che è quello che sarà preso in considerazione nel corso della presente indagine) rappresenta, sin dagli albori, la stessa ragione d'essere di questa speciale disciplina.

La letteratura economica (e ormai anche quella giuridica) assumono infatti come presupposto pressoché indiscutibile delle loro indagini che la funzione principale degli intermediari sia proprio quella di *informare* i propri clienti, ossia di fornire a questi ultimi (che, per il loro tramite, decidono di effettuare scelte d'investimento/disinvestimento) informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio offerto e i rischi e i rendimenti degli strumenti finanziari proposti e, di conseguenza, assumano in modo consapevole decisioni d'investimento. In altri termini, si riconosce agli intermediari la funzione di abbattere (o quantomeno, attenuare) le cc.dd. asimmetrie informative che connotano il rapporto d'investimento. Come si sa, infatti, gli strumenti finanziari oggetto dei servizi d'investimento hanno una peculiare natura, essendo il loro contenuto costituito essenzialmente da situazioni giuridiche, la cui esatta individuazione e possibilità di apprezzamento dipendono unicamente dal grado di informazione conseguibile circa le loro caratteristiche e la loro precisa consistenza <sup>(1)</sup>, tuttavia questa informazione — in un contesto come quello italiano, nel quale il tasso di educazione finanziaria non è certo elevato <sup>(2)</sup> — non è distribuita paritariamente tra i due poli

<sup>(1)</sup> COSTI, *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca, impr., soc.*, 1989, 209 ss.

<sup>(2)</sup> SACCOMANNI, *Una sfida da vincere per il paese*, in *Plus24Ore*, 18 giugno 2011, 23 ss.,

del rapporto ed è prevalentemente nella disponibilità dell'intermediario (e qui, appunto, sta l'asimmetria e l'intrinseca pericolosità di questi beni per il potenziale investitore). L'informazione gioca dunque un ruolo decisivo nei rapporti contrattuali che hanno ad oggetto la prestazione di servizi d'investimento, qualificando la stessa attività d'intermediazione mobiliare<sup>(3)</sup> e — in funzione della tutela dell'investitore (oltreché della salvaguardia dell'integrità dei mercati) — connotando di specialità, secondo la loro diversa tipologia, la disciplina dei singoli contratti d'investimento che per ciò stesso cessano di essere di solo diritto comune e vengono sottoposti altresì alla disciplina del d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (di seguito "TUF") e del Regolamento intermediari della Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 (di seguito "RI")<sup>(4)</sup>.

Il compito degli intermediari, per la verità, si è evoluto nel corso degli ultimi anni, e ciò non solo in virtù di una normativa che sempre più ne ha despecializzato il ruolo originario di mero soggetto interposto tra emittente e investitore (attribuendo, ad esempio, alla figura competenze di consulente finanziario, con tutte le conseguenze — come meglio si dirà — che la prestazione dell'attività consulenziale in strumenti finanziari implica sul piano dell'accrescimento degli obblighi informativi), ma anche in ragione di un'interpretazione che, muovendo dalla obbligatoria formalizzazione contrattuale del rapporto tra intermediario e cliente (art. 23, co. 1°, TUF), tende a riconoscere al primo (sul punto si tornerà più avanti) un ruolo di

---

dove, tenendo conto dell'indagine sui bilanci delle famiglie periodicamente condotta da Banca d'Italia, si afferma che "un terzo della popolazione italiana non è capace di leggere un estratto conto bancario, di calcolare variazioni del potere d'acquisto, di distinguere tra i diversi tipi di credito ipotecario e valutare il rischio di interesse".

<sup>(3)</sup> La dottrina ha già da tempo messo in evidenza come "il dovere di informazione da intermediazione mobiliare sia elemento caratterizzante e qualificante della corrispondente attività, anzi connotato ad essa e conformativo della stessa: si potrebbe dire vero e proprio elemento naturale", cfr. SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 175; mentre invece — almeno secondo un certo orientamento (P. SIRENA, *Responsabilità precontrattuale e obblighi informativi*, in FREDIANI-SANTORO, a cura di), *L'attuazione della direttiva MiFID*, Milano, Giuffrè, 2009, 103 s.) — la disciplina generale del contratto non prevede un dovere generale di informazione e "eliminare indiscriminatamente qualsiasi asimmetria informativa significa distruggere il mercato, svuotando quella libertà di iniziativa economica che ne è il presupposto e il motore socio-economico".

<sup>(4)</sup> È bene precisare che il discorso, per il momento, è condotto in termini unitari con riguardo alla generale "categoria" dei "contratti d'investimento" (che non costituisce un "tipo contrattuale" autonomo) — intesa come categoria trasversale comprensiva, per finalità protettive degli investitori e di regolazione del mercato, di tutti i singoli contratti relativi alla prestazione dei servizi d'investimento (cfr. GABRIELLI-LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti d'investimento dopo la MiFID*, in GABRIELLI-LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, 1°, Torino, UTET, 2011, 37 ss.) — senza fare qui ancora riferimento alle singole tipologie di "contratti d'investimento" (collocamento, consulenza, ecc.), nelle quali, come si vedrà nel prosieguo, l'informativa successiva alla conclusione del contratto e alla (prima) prestazione del servizio può assumere contenuti di diverso spessore, proprio in funzione della diversa natura del servizio prestato.

guida dell'investitore non solo al momento dell'instaurarsi del rapporto, ma nel continuo del suo svolgimento.

L'intermediario, infatti, deve "servire al meglio l'interesse dei propri clienti", prestando appunto un "servizio" che non (necessariamente) si esaurisce nella singola prestazione e nella mera informazione trasmessa al cliente; quindi è, esso stesso, in prima persona, che deve curare l'interesse dell'investitore, cooperando con quest'ultimo in modo che esso sia sempre adeguatamente informato (art. 21, co. 1°, lett. a), e b), TUF) <sup>(5)</sup>, senza più potersi limitare allo svolgimento dell'attività di mera "vendita/distribuzione" degli strumenti finanziari per conto delle cc.dd. società-prodotto, ed essendo in ogni caso chiamato a verificare che lo strumento finanziario, proposto o consigliato, sia realmente appropriato o adeguato al profilo finanziario del singolo investitore e, ancor prima, ad adottare, sul piano organizzativo, presidi e procedure idonee a verificare a priori la compatibilità tra catalogo dei prodotti offerti alla clientela e le caratteristiche e i bisogni dell'investitore <sup>(6)</sup> <sup>(7)</sup>.

<sup>(5)</sup> Secondo le ricostruzioni più attendibili l'intermediario è un mandatario-fiduciario del cliente, senza con ciò, tuttavia, poter ricondurre *tout court* le diverse fattispecie di contratto d'investimento alla generale figura del mandato ex art. 1703 ss. c.c. La relazione tra intermediario e cliente (qualsivoglia sia il servizio di investimento interessato) è configurata dalla teoria economica quale *relazione di agenzia*. Il cliente, in qualità di mandante (*principal*), sostiene un costo (il prezzo del servizio) quale corrispettivo dell'attività professionale prestata dall'intermediario (*agent*) in possesso di risorse e competenze specialistiche (Cfr. CONSOB, *Nuovo regolamento Intermediari. Esiti della consultazioni 30 ottobre 2007. Prime linee di indirizzo in tema di inducements*, 4). In questo quadro si collocano le regole di comportamento, alle quali si devono attenere gli intermediari, che hanno, tra l'altro, la funzione di contenere i predetti costi di agenzia.

<sup>(6)</sup> Non si può qui, neppure brevemente, introdurre il tema del rapporto tra regole di condotta informative e regole organizzative; basti ricordare che il nuovo quadro normativo post MiFID presenta un dato che sembra ormai acquisito, almeno ad avviso di una parte della dottrina giuridica, secondo cui: (i) la corretta predisposizione dei presidi organizzativi costituisce presupposto necessario per il corretto adempimento delle regole di condotta (B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle cc.dd. rimodulazioni*, in *IlCaso.it*, documento n. 168/2009, 5 ss.); (ii) gli assetti organizzativi degli intermediari non hanno più soltanto rilevanza interna e pubblicitaria ma assumono ora rilevanza esterna e privatistica, nel senso che la violazione dell'obbligo di dotarsi di risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività rileva non solo sul piano della responsabilità amministrativa ma ha una diretta incidenza sul piano civilistico dei rapporti tra intermediari e clienti (SCOGNAMIGLIO, *Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari*, in DE MARI (a cura di), *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, Padova, Cedam, 2009, 20 ss.; per la rilevanza della disciplina dell'organizzazione anche sul piano delle relazioni con la clientela cfr. da ultimo A. NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla "consulenza"?*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2011, 20 ss.; sia consentito rinviare anche a DE MARI, *Autorità e libertà nella disciplina dell'intermediazione mobiliare*, Roma, Aracne, 2010, 150 ss.).

<sup>(7)</sup> Sul tema dell'articolazione delle cc.dd. "strategie e politiche commerciali" da adottarsi da parte degli intermediari-distributori (e da comunicare alla Consob), cfr. comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009, in [www.consob.it](http://www.consob.it), sul "dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti

Il punto di novità, quindi, è proprio questo: da un lato, occorre comprendere che l'intermediario *post* MiFID non è più soltanto un *mero intermediario dell'informazione finanziaria*, ma deve assistere, consigliare l'investitore e verificare che gli strumenti proposti corrispondano al profilo finanziario di quest'ultimo, dotandosi, come si diceva, prima di tutto di adeguate procedure organizzative che gli consentano di osservare correttamente le regole di comportamento di settore; dall'altro, si deve tenere altresì presente che (anche per ovvie ragioni organizzative e di costo del servizio finale) non è possibile dilatare eccessivamente il suo ruolo tipico, ascrivendo allo stesso compiti di ricerca e analisi finanziaria, che, per quanto possano essere assolti dalla figura<sup>(8)</sup>, non sono quelli propri dell'intermediario nei rapporti con i singoli investitori.

In questa prospettiva appare utile soffermarsi intorno al tema dell'informazione tra intermediario e investitore, non tanto, però, sul piano, ormai ampiamente indagato, degli obblighi informativi pre-contrattuali o di quelli da adempiersi contestualmente o subito dopo la conclusione del contratto d'investimento, ancorché prima dell'iniziale prestazione del servizio (art. 34, commi 2, 3 e 6, RI)<sup>(9)</sup>, quanto piuttosto nell'ottica dell'informativa c.d. *post* contrattuale, ossia degli obblighi informativi cui è (o sarebbe, in prospettiva *de iure condendo*) tenuto l'intermediario nello svolgimento del rapporto, dopo la (prima) prestazione del servizio, *con specifico riguardo alle vicende che possono interessare gli strumenti finanziari oggetto d'investimento e che siano tali da incidere sulle ulteriori scelte d'investimento/disinvestimento del cliente*.

Il problema è dunque quello di verificare anzitutto se si possa configurare nell'ordinamento vigente un'obbligazione in tal senso a carico dell'intermediario e di indagare come questa debba eventualmente modularsi e quali siano i contenuti (e i limiti) di questa informativa. È il caso di sottolineare sin d'ora che qui non si parla genericamente delle informazioni sulla natura, sui rischi degli strumenti finanziari, che, come è noto, costituiscono, ormai da tempo, obblighi di carattere continuativo e non si

*finanziari illiquidi*" e delibera Consob n. 17297 del 28 aprile 2010, all. II.2. In questo senso si veda ora anche la proposta di modifica alle direttive MiFID n. 2004/39, formulata dalla Commissione europea l'8 dicembre 2010 (c.d. *MiFID Review*) (punto 7.3.3), sulla quale si tornerà più avanti nonché il *Discussion Paper* n. 11/1 della Financial Services Authority del Regno Unito del 25 gennaio 2011, intitolato "Product Intervention", leggibile in [http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp11\\_01.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp11_01.pdf).

<sup>(8)</sup> L'intermediario naturalmente ben può assumere la veste di analista finanziario — come è confermato dall'art. 27 del Regolamento congiunto Consob-Banca d'Italia del 27 ottobre 2007 in materia di organizzazione — ma questa attività è ben distinta da quella di prestatore di servizi d'investimento principali di cui qui si discute e infatti la stessa legge qualifica la ricerca e l'analisi finanziaria come attività "accessoria" (art. 1, co. 6°, lett. f, TUF).

<sup>(9)</sup> Per una compiuta analisi di questi profili e per i necessari richiami bibliografici cfr. da ultimo GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, Giuffrè, 2010 (in particolare i capp. I e II).

esauriscono di certo in occasione della prima operazione<sup>(10)</sup>, bensì si allude alle modifiche rilevanti incidenti sugli strumenti finanziari (cc.dd. *material modifications*), alle quali fa ora esplicito riferimento (senza peraltro fornirne una definizione) la proposta di modifica alla direttiva MiFID n. 2004/39, formulata dalla Commissione europea l'8 dicembre 2010 (c.d. *MiFID review*)<sup>(11)</sup>, sulla quale si tornerà nell'ultimo paragrafo del presente scritto.

Riferirsi appunto alle cc.dd. *material modifications* vuol dire introdurre nel nostro ordinamento una nozione, allo stato, non codificata, neppure a livello comunitario, di difficile definizione e decifrabilità, inevitabilmente ampia, introdotta, come si diceva, dalla Commissione a seguito di reclami ricevuti direttamente dagli investitori, priva di un formante legislativo e dottrinale<sup>(12)</sup>.

Tuttavia, per cercare di delimitare il perimetro della fattispecie, conviene cominciare ad osservare che le *material modifications* non dovrebbero identificarsi con qualsiasi vicenda che interessi lo strumento finanziario, ma soltanto con quelle in grado di incidere, o meglio, di influenzare la situazione dello strumento finanziario e quindi tali da determinare in capo al titolare di quegli strumenti finanziari delle conseguenti scelte d'investimento/disinvestimento; assumendo che per situazione dello strumento finanziario sia da intendersi quella che tocca le caratteristiche rilevanti ed essenziali dello strumento nella prospettiva finanziaria dell'investitore: vale a dire la sua durata, la sua negoziabilità, la sua liquidabilità, i diritti patrimoniali allo stesso eventualmente connessi. In questa ottica la mera variazione dell'andamento economico dello strumento non è da considerarsi di per sé modifica rilevante dello strumento, ma semmai può essere intesa come un effetto riflesso di quest'ultima.

Questa qualificazione, ancora molto dilatata, di *material modification* non consente di stabilire agevolmente e con certezza i contenuti e i limiti dell'informativa che si richiede sia data al cliente; sembra, però, che dal perimetro delle *material modifications* si debba escludere tutto ciò che non sia certo e che costituisca invece oggetto di una semplice analisi o previsione finanziaria ovvero ogni circostanza o notizia che, pur riguardando lo strumento finanziario (senza, però, toccare le sue caratteristiche fondamentali), non sia tale da influenzare l'investitore nelle sue scelte, avuto ri-

<sup>(10)</sup> Cfr. comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>(11)</sup> Leggibile in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm).

<sup>(12)</sup> Secondo la terminologia anglosassone del *securities law* l'aggettivo *material* è da intendersi nel senso di "influyente", ossia tale da condizionare l'investitore nelle sue scelte d'investimento; così già ABBADESSA, *Diffusione dell'informazione e doveri di informazione dell'intermediario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, II, 308 ss.; il termine è utilizzato nel diritto dei contratti di *common law* dove è riferito a fatti o circostanze attinenti alla sostanza del contratto di tale importanza da indurre la parte a concluderlo o meno.



guardo, naturalmente, all'*investitore medio* <sup>(13)</sup>. Si pensi ad esempio a tutta quella serie di fatti in grado di generare movimenti nei prezzi degli strumenti finanziari indipendenti da qualsivoglia modificazione dei loro fondamentali: l'esempio di scuola è quello del fenomeno del c.d. *contagio finanziario*, in virtù del quale i movimenti dei prezzi vengono trasmessi o amplificati da un mercato in altri mercati <sup>(14)</sup>; oppure si pensi alle decisioni di organi politico-economici sovranazionali ovvero a riforme fiscali concernenti la tassazione dei depositi titoli o delle rendite finanziarie che possono alterare l'andamento economico degli strumenti senza, tuttavia, incidere sulle caratteristiche essenziali degli stessi.

Seguendo questa linea di pensiero e volendo invece immaginare (senza pretesa di esaustività) più in dettaglio una possibile casistica, potrebbero essere considerate circostanze *material* la quotazione/dequotazione dello strumento finanziario o il suo essere oggetto di offerta di acquisto o di scambio, l'assoggettamento dell'emittente a procedura concorsuale o a operazioni straordinarie, il declassamento del *rating* dell'emittente ovvero il radicale mutamento del suo oggetto sociale o la ristrutturazione del suo debito <sup>(15)</sup>, tenuto conto che si tratta di eventi che, riflettendosi di norma sulle caratteristiche fondamentali dello specifico strumento finanziario, possono indurre il comune investitore a ripensare la sua strategia d'investimento.

L'esistenza di questo nesso di concatenazione causale tra la vicenda attinente allo strumento finanziario (o al suo emittente) e le decisioni d'investimento del cliente non sembra, tuttavia, da sola sufficiente per fondare in capo all'intermediario degli obblighi informativi nel senso di cui si sta qui discutendo. Si deve, infatti, trattare di una notizia o informazione che l'intermediario sia in condizioni di acquisire con l'ordinaria diligenza che la natura del suo incarico comporta e di trasmettere in tempo utile

<sup>(13)</sup> Anche la nozione di "investitore medio" presenta un alto tasso di relatività, del quale si è consapevoli, potendo ricondursi nell'alveo di questa figura tanto l'investitore di medio-lungo periodo interessato ad un investimento duraturo, quanto, ormai, anche l'investitore interessato invece a lucrare la sua rendita finanziaria nel brevissimo periodo; è abbastanza intuitivo cogliere come a tale diversità di posizioni possa corrispondere una diversità di interessi ad essere informati.

<sup>(14)</sup> Nel lessico economico si parla, più precisamente, "di imperfezioni, barriere e vincoli — comunemente noti come 'frizioni' — operanti nei mercati e in grado di alterarne il funzionamento in maniera significativa e inaspettata, in particolare in grado di generare alterazioni nei prezzi delle azioni e delle obbligazioni indipendentemente dai loro fondamentali", in tal senso cfr. P. PASQUARIELLO, *La saggezza (dubbia) dei mercati finanziari*, in *Corriere-Economia*, 5 settembre 2011, 6.

<sup>(15)</sup> Le specifiche ipotesi di mancata informativa circa operazioni di ristrutturazione del debito dell'emittente, che implicano per gli investitori l'adesione ad un'offerta di scambio tra strumenti posseduti e altri strumenti o l'accettazione di una riduzione del capitale prestato (c.d. *haircut*), sono state oggetto — come meglio si chiarirà nell'ultimo paragrafo del presente scritto — di recenti decisioni e comunicazioni dell'Arbitro Bancario Finanziario e della Consob.



all'investitore, senza gravare l'intermediario di oneri sproporzionati ed eccessivamente onerosi rispetto al suo ruolo, i quali, inevitabilmente, si andrebbero a ripercuotere sull'investitore sotto forma di costi del servizio prestato.

2. *Il quadro normativo.* — Nel diritto vigente non si ravvisano obblighi espliciti nel senso testé anticipato; la legislazione primaria si limita ad enunciare una clausola generale secondo cui gli intermediari devono “operare in modo che [i clienti] siano sempre adeguatamente informati” (art. 21, co. 1°, lett. b, TUF).

La regolamentazione di rango secondario tace sul punto.

In realtà non è chiaro se la citata previsione di carattere così generale consenta di rinvenire, in sede applicativa, un obbligo informativo nel senso di cui qui si discorre (nel continuo del rapporto d'investimento) anche in mancanza di una sua specifica attuazione ad opera della regolamentazione Consob oppure se detta previsione — nonostante l'uso dell'avverbio *sempre*, il quale sembra, appunto, configurare un'obbligazione di durata che permea tutto il rapporto d'investimento (non solo il prima ma anche la stessa fase esecutiva del contratto) — possa in concreto trovare spazio solo là dove la normativa di rango secondario ne preveda una specifica applicazione ovvero quando la stessa sia fatta propria dalla volontà espressa delle parti attraverso apposite clausole contrattuali.

È dubbio, in altri termini, se, data la previsione generale, si possano gravare gli intermediari di particolari e siffatti obblighi informativi *post* contrattuali aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla regolamentazione secondaria<sup>(16)</sup> e/o a quelli assunti dalle parti convenzionalmente.

Al riguardo, possono nutrirsi fondate perplessità non perché non esistano nella normativa MiFID di primo livello e nella stessa disciplina del TUF clausole generali, ma perché la normativa attuativa della MiFID, almeno per quanto attiene alle regole informative, si connota per le sue prescrizioni tassative e dettagliate che entrano nel merito dei contenuti informativi, senza che la loro previsione sia lasciata alle parti o all'interprete in attuazione di principi e clausole generali<sup>(17)</sup>; in secondo luogo perché bisogna tener conto del divieto di *gold plating*, consacrato nell'art. 6, co. 02, TUF, che preclude alle stesse Autorità di vigilanza di prevedere in questa materia obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla disci-

<sup>(16)</sup> Sulla dicotomia tra *rules v. standards* cfr. A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti d'interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina della MiFID*, in PERRONE (a cura di), *I soldi degli altri*, Milano, Giuffrè, 2008, 5 ss.; v. altresì M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento*, in GABRIELLI-LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, 1\*, Torino, UTET, 2011, 229 ss.

<sup>(17)</sup> In questo senso cfr. anche CALANDRA BUONAURO, *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, in questa *Rivista*, 2008, I, 229.

plina MiFID<sup>(18)</sup>. E in ogni caso appare quanto meno dubbio che si possa lasciare alla regola del caso concreto o alla discrezionalità del singolo intermediario lo stabilire arbitrariamente quali siano le *material modifications* e i conseguenti obblighi informativi.

È da osservare, più in particolare, che la regolamentazione secondaria si limita a declinare solo alcuni specifici obblighi informativi in attuazione della citata previsione generale di cui all'art. 21; e, tra questi, non vi sono quelli di cui qui si discute.

I soggetti abilitati sono infatti tenuti ad adempiere ai cc.dd. *obblighi di rendicontazione* sui servizi d'investimento svolti (art. 53 ss., RI), sugli strumenti finanziari e sulle disponibilità liquide della clientela detenute dagli intermediari (art. 56 RI)<sup>(19)</sup> e sulle operazioni di gestione di portafogli con passività potenziali o in perdita che superino una soglia predefinita (art. 55 RI).

Ed è bene notare sin d'ora che la rendicontazione sugli strumenti finanziari — che si configura come una rendicontazione meramente riepilogativa, in quanto non viene fornita un'informativa dinamica sulle (e in occasione delle) vicende significative che interessano gli strumenti finanziari e che implicano possibili oscillazioni di valore o modifica delle *performances* di questi ultimi (bensì soltanto una informativa, a scadenze predeterminate, contenente i dettagli e la situazione degli strumenti finanziari detenuti dall'impresa di investimento al termine del periodo oggetto del rendiconto ovvero l'attestazione degli ordini eseguiti)<sup>(20)</sup> — è collegata di norma al servizio d'investimento accessorio di *custodia e amministrazione di strumenti finanziari* di cui all'art. 1, co. 6°, TUF. Il citato art. 56 stabilisce infatti che gli intermediari che *detengono strumenti finanziari* e disponibilità liquide di pertinenza dei clienti hanno l'obbligo, almeno una volta l'anno, di inviare ai propri clienti un rendiconto di tali strumenti o disponibilità liquide. L'obbligo informativo di rendicontazione prescinde

(18) Sul divieto di *gold plating* sia consentito rinviare a DE MARI, (nt. 6), 20 ss.; per analoghe considerazioni in senso restrittivo all'integrazione della disciplina speciale sulla base di clausole generali, v. M. CIAN, (nt. 16), 220.

(19) Con riferimento ai cc.dd. prodotti illiquidi, si prevede in via interpretativa che gli intermediari devono trasmettere, ai sensi dell'art. 56 RI, un *set* informativo particolarmente dettagliato in cui sia chiaramente esplicitato il *fair value* del prodotto, nonché il presumibile valore di realizzo, cfr. la citata comunicazione Consob n. 9019104/2009.

(20) Si noti, tuttavia, che, per il servizio di gestione di portafogli (art. 54 RI), il rendiconto — oltre al resoconto del contenuto e della valutazione del portafoglio (compresi i dettagli relativi a ciascuno strumento finanziario detenuto, il suo valore di mercato o il suo valore equo, c.d. *fair value*, se il valore di mercato è indisponibile) al saldo contante all'inizio e alla fine del periodo oggetto del rendiconto e al rendimento del portafoglio durante il periodo oggetto del rendiconto — deve includere anche "informazioni circa altri eventi societari che conferiscano diritti in relazione a strumenti finanziari detenuti nel portafoglio". Conviene ricordare che nella gestione (individuale) di portafogli il titolare degli strumenti finanziari gestiti è il cliente gestito, il quale ha facoltà di delegare l'esercizio del diritto d'intervento e di voto al gestore (art. 24, co. 1°, lett. c, TUF).

quindi (salvo che nelle ipotesi di cui ai citati artt. 53 e 55 RI) dal rapporto d'investimento, in virtù del quale quel determinato strumento è detenuto dall'intermediario, e grava piuttosto sull'intermediario depositario. Ciò tuttavia in una logica in cui l'intermediario depositario di norma coincide con l'intermediario che presta al cliente gli altri servizi d'investimento (v. *infra* § 4).

È vero poi che il processo d'informazione attiva e passiva da e verso il cliente deve sussistere per tutta la durata del rapporto, ma è anche vero che in questa dinamica non sono espressamente previste informazioni del tipo di quelle di cui qui si discorre<sup>(21)</sup>. L'intermediario deve infatti *sempre* fare in modo che l'investitore effettui un investimento consapevole e verificare che questo sia appropriato/adeguato al suo profilo finanziario; ma altro è richiederli di fornire informazioni sulle vicende significative occorrenti agli strumenti finanziari in portafoglio in occasione del loro periodico prodursi. Ciò indubbiamente muta e accresce il livello qualitativo dell'informazione ma, nel contempo, rende più oneroso, anche sul piano organizzativo, il compito dell'intermediario, il cui ruolo normativo non postula oggi lo svolgimento di tali attività.

Anche l'obbligo discendente dall'art. 34, co. 6°, RI *di comunicare al cliente in tempo utile qualsiasi modifica rilevante delle informazioni* relative alle caratteristiche (natura e rischi) del tipo di strumento interessato non sembra potersi annoverare tra gli obblighi informativi in esame. Infatti, le modifiche rilevanti circa la natura e i rischi dello strumento finanziario (come descritte nell'art. 31 RI) non riguardano la specifica operazione effettuata dal cliente ma richiamano (ai sensi dell'art. 31, co. 1°, RI) soltanto la tipologia, la categoria generale di appartenenza dello strumento finanziario prescelto e non coincidono quindi con le modifiche che possono interessare le vicende dello specifico strumento. Per come è formulato l'art. 34, co. 6° (che si limita a stabilire che le modifiche rilevanti devono essere notificate in tempo utile senz'altro aggiungere), non è neppure chiaro se detta informativa debba essere fornita in un momento ancora antecedente la prestazione del servizio o in un momento successivo<sup>(22)</sup>.

Ancorché dunque la prescrizione generale del legislatore del TUF sia nel senso di un'obbligazione informativa di carattere continuativo, il vigente quadro regolamentare non consente di stabilire un obbligo a carico dell'intermediario di informare i propri clienti circa le modifiche o le

<sup>(21)</sup> Cfr. comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000 cit.

<sup>(22)</sup> Ma vedi M. CIAN, (nt. 16), 232 s., che appare propenso a far rientrare tra le informazioni di cui all'art. 34, co. 6°, non solo quelle *ex art. 31*, ma anche "tutte quelle concretamente [ed eventualmente] fornite dall'intermediario (...) e riguardanti lo specifico prodotto interessato", con la conseguenza che ogni loro modifica rilevante dovrà essere segnalata all'investitore.

vicende rilevanti che gli strumenti finanziari oggetto dei servizi d'investimento prestati possono subire, incidendo sulle scelte d'investimento/disinvestimento; il dettato attuativo regolamentare è essenzialmente legato, come detto, ad una informativa riepilogativa di natura rendicontazionale, volta, tra l'altro, a fornire all'investitore un potere di controllo *a posteriori* sull'operato dell'intermediario.

Non sembra quindi che gli investitori possano nel continuo rivendicare *ex lege* diritti informativi atipici, ossia ulteriori rispetto a quelli tipizzati dalla normativa di dettaglio<sup>(23)</sup>; mentre questa stessa lettura non esclude la disponibilità in capo alle parti del potere di stabilire *convenzionalmente* il contenuto delle prestazioni dovute dall'intermediario al cliente sul piano dell'informativa *in executivis* (art. 37, co. 1°, lett. a e d, RI).

La vigente normativa è, dunque, tutta incentrata sull'informativa preventiva e contestuale alla conclusione del contratto e allo stato non si cura, salvo che per quanto si è detto a proposito dei rendiconti informativi, di disciplinare i contenuti dell'informativa successiva all'acquisto.

Tuttavia — tenuto conto del modularsi dei rinnovati contenuti dei servizi d'investimento in ambito MiFID, dei quali subito si dirà — vale la pena di chiedersi se, almeno in una prospettiva *de iure condendo*, si possa legittimare l'idea di articolare l'informativa successiva all'acquisto degli strumenti finanziari anche nei termini sin qui delineati.

2.1. (Segue): *l'approccio giurisprudenziale*. — Prima di fermarsi su questo delicato e centrale aspetto, conviene ricordare come la giurisprudenza pratica non abbia, dal canto suo, assunto un atteggiamento uniforme e puntuale sull'argomento in discussione, focalizzando prevalentemente la propria attenzione sulla configurabilità o meno dell'obbligo dell'intermediario di controllare l'andamento economico dei titoli. Se è vero che l'orientamento prevalente è stato sinora quello di escludere, salvo che per i contratti di gestione di portafogli e di consulenza, l'obbligo dell'intermediario di informare il cliente nel corso del rapporto e in particolare l'obbligo di monitorare l'andamento del titolo oggetto di negoziazione (e quindi la stessa situazione finanziaria dell'emittente), al fine di suggerire all'investitore di intervenire sul mercato per ridurre eventuali conseguenze negative collegabili a probabili oscillazioni del titolo o al possibile *default*

<sup>(23)</sup> Salvo che — almeno ad avviso di taluni [così, se non si intende male, sembra orientato PERRONE, *Gli obblighi d'informazione*, (nt. 16), 12 s., ancorché con riferimento alla disciplina pre MiFID] — per estensioni analogiche delle disposizioni secondarie che espressamente li prevedono, fermo il rispetto delle scelte fondamentali del sistema; ma il medesimo A. si esprime altrove (*Gli obblighi di informazione*, in D'ARICE, a cura di, *L'attuazione della MiFID*, Bologna, Il Mulino, 2010, 504 s.) nel senso che, ferma la necessità del coordinamento con la clausola generale, si deve constatare "l'impossibilità di ricostruire un generalizzato obbligo di informazione sull'andamento dello strumento finanziario anche successivamente al suo acquisto".

dell'emittente <sup>(24)</sup>, va anche registrato un indirizzo che, per quanto minoritario, facendo leva proprio sull'art. 21, lett. b), del TUF, ha affermato l'idea che l'obbligo dell'intermediario (senza alcuna distinzione tra le diverse tipologie di servizi prestati) è di contenuto dinamico e non ha ad oggetto solamente il comportamento da tenere al momento dell'investimento, ma, trattandosi di rapporto di durata, verte anche sull'eventuale disinvestimento o modifica delle posizioni assunte <sup>(25)</sup>.

Vi è poi da segnalare un'ulteriore e significativa posizione della giurisprudenza più recente, secondo la quale l'obbligo di informativa continuativa — che si raccorderebbe, tra l'altro, al principio di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto — sussisterebbe ove tra le parti esista in tal senso un vincolo contrattuale destinato a regolare nel tempo l'attività d'investimento <sup>(26)</sup>.

3. *Contratti d'investimento di "durata" e obblighi informativi post contrattuali.* — Le considerazioni sin qui svolte circa l'attuale difficoltà di configurare, almeno sotto il profilo della regolamentazione positiva di settore, un'obbligazione a carico degli intermediari relativa a quella che si è definita *informativa post contrattuale*, non esauriscono, come già si diceva, il tema in discussione. Infatti, la sussistenza o meno dell'obbligo, in capo all'intermediario, di comunicare alla propria clientela notizie o circostanze che siano tali da incidere sulle scelte d'investimento/disinvestimento (con il conseguente obbligo per l'intermediario di monitorare le vicende attinenti gli strumenti finanziari del cliente) non sembra poter essere affermata prescindendo dalla specifica relazione contrattuale in cui detta obbligazione dovrebbe innestarsi.

In termini generali, o meglio in una prospettiva che guarda ancora alla figura dell'intermediario e al rapporto d'investimento senza ulteriori specificazioni, si potrebbe opinare, secondo il noto modello teorico dell'*efficienza informativa dei mercati dei capitali* <sup>(27)</sup>, che, poiché in un mercato connotato da un sufficiente grado di liquidità e di trasparenza i prezzi e i rendimenti tendono a riflettere le informazioni pubblicamente disponibili sui singoli strumenti finanziari negoziati, non competerebbe all'intermediario il compito di ri-trasmettere all'investitore queste informazioni già

<sup>(24)</sup> Così Trib. Mantova, 14 aprile 2005; Trib. Catania, 21 ottobre 2005; Trib. Venezia, 4 maggio 2006; Trib. Milano, 26 aprile 2006; Trib. Milano 18 ottobre 2006; Trib. Lucera, 21 dicembre 2006; Trib. Parma, 9 gennaio 2008; tutte leggibili in *Il Caso.it.*; Trib. Verona, 22 luglio 2011, in *Società*, 2011, 675 ss.

<sup>(25)</sup> Trib. Cosenza, 1° marzo 2006; Trib. Pisa-Pontedera, 13 ottobre 2008; Trib. Forlì 18 novembre 2008; tutte leggibili in *Il Caso.it.*

<sup>(26)</sup> App. Milano, 16 febbraio 2009; Trib. Torino, 22 dicembre 2010, leggibili in *Il Caso.it.*

<sup>(27)</sup> Sul quale v. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003, 4 ss.

riflesse nei prezzi degli strumenti finanziari, potendo l'investitore effettuare da solo scelte consapevoli; tale assunto, tuttavia, se può forse trovare conferma con riguardo agli investitori professionali in grado di elaborare e decodificare il rapporto prezzi-informazioni, più difficilmente può trovare applicazione nei riguardi degli investitori c.d. "al dettaglio", per i quali è proprio la mancanza di consapevolezza e competenza in materia finanziaria che giustifica la presenza e la funzione di *guida* riconosciuta dalla disciplina MiFID all'intermediario (28).

Parimenti, si potrebbe sostenere che all'intermediario, nella sua veste tipica di prestatore di servizi d'investimento, non compete il ruolo proprio dell'analista finanziario, per cui esula dalle sue prerogative il ricercare notizie non conosciute o effettuare analisi o previsioni ed informare il cliente sugli esiti di quelle che possono avere un'influenza sugli strumenti finanziari da lui acquistati; anche se va ribadito che il perimetro dell'informativa *post* contrattuale non è illimitato, e, anzi, va tenuto circoscritto (anche per non incidere eccessivamente sui costi del servizio) a fatti certi attinenti agli strumenti finanziari trattati o agli emittenti quegli strumenti e non a dati previsionali o ad indagini finanziarie prognostiche, che, come tali, sono poi, in concreto, suscettibili di non trovare riscontri effettivi.

Al contrario (e sempre però muovendosi su una linea di ragionamento che non si focalizza ancora sullo specifico contratto d'investimento) potrebbe sostenersi che l'obbligo in discussione è desumibile, analogicamente, dall'obbligo del mediatore di "*comunicare alle parti le circostanze a lui note, relative alla valutazione e alla sicurezza dell'affare, che possano incidere sulla conclusione di esso* (art. 1759, co. 1°, c.c.)" ovvero — prendendo spunto dalla disciplina del mandato e considerato che "*il mandatario è tenuto a rivelare al mandante tutte le circostanze a lui ignote capaci di determinare la revoca o la modifica dell'incarico* (artt. 1710, co. 2° e 1711, co. 2°, c.c.)" — potrebbe dirsi che l'intermediario deve comunicare al cliente le circostanze relative all'esecuzione dell'incarico che il cliente(-titolare) può avere interesse a conoscere (29).

Seguendo la disciplina generale dei contratti, potrebbe ancora reputarsi che l'informativa *post* contrattuale integri una prestazione ulteriore

(28) Anche nell'ipotesi di *execution only* (artt. 43-44 RI) — in cui l'intermediario può procedere alla prestazione dei servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini, *senza che sia necessario ottenere dal cliente le informazioni o procedere alla valutazione di appropriatezza con riferimento a strumenti finanziari non complessi* (ossia a strumenti in relazione ai quali, tra l'altro, sono pubblicamente disponibili informazioni sufficientemente complete e di agevole comprensione sulle loro caratteristiche in modo tale che il cliente al dettaglio medio possa prendere una decisione informata in merito alla realizzazione o meno di un'operazione su tali strumenti) (art. 44, lett. d) — anche in questo caso, si diceva, l'intermediario non è esonerato dal *fornire informazioni al cliente*.

(29) In questo senso (anche se in un contesto normativo che ancora non conosceva la specializzazione e l'attuale articolazione dei modelli contrattuali di svolgimento dei servizi e delle attività d'investimento), v. ABBADESSA, (nt. 12), 306 ss.

per l'intermediario, da identificarsi, sulla base del principio di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto di cui all'art. 1375 c.c., nel dovere di realizzare l'interesse contrattuale dell'investitore, ancorché ciò non sia espressamente previsto da disposizioni regolamentari o da obblighi contrattuali predisposti *ad hoc* dalle parti<sup>(30)</sup>. E ciò in coerenza non tanto e non solo con il canone di buona fede *in executivis*, ma con il citato criterio generale (proprio di questo settore) di "*servire al meglio l'interesse dell'investitore*" (art. 21, co. 1°, lett. a, TUF) che deve guidare i comportamenti degli intermediari<sup>(31)</sup>.

Certo in questo ambito, dove gli obblighi informativi sono prestabiliti, dettagliati e sostanzialmente standardizzati (non solo nel senso della loro uniformità a prescindere dal singolo investitore, ma anche nel senso che i dati informativi possono essere forniti in formato standardizzato: art. 27, co. 2°, RI) non sembra esservi molto spazio, come già accennato, per l'applicazione della clausola di buona fede che andrebbe poi tipizzata, non senza difficoltà, in funzione delle concrete circostanze di attuazione del rapporto<sup>(32)</sup> e della discrezionalità del singolo intermediario che potrebbe arbitrariamente considerare *material* talune circostanze anziché altre; e poi è da tenere presente che il già ricordato divieto normativo per le Autorità di vigilanza di imporre in questa materia obblighi aggiuntivi (salvo che in casi eccezionali e se sussistono rischi specifici) rispetto a quelli già previsti dalla disciplina MiFID (c.d. divieto di *gold plating*, consacrato nell'art. 6, co. 02, TUF) implica che gli obblighi informativi (di natura regolamentare) sono da considerarsi tassativi e, conseguentemente, risulta a maggior ragione problematica l'integrazione del contratto *ex art. 1375 c.c.*<sup>(33)</sup>. Peraltro, anche il "*curare l'interesse del cliente*", nel senso che la prestazione dell'intermediario deve rispondere interamente all'interesse dell'investitore, non vuol dire dover assumere impegni ridondanti rispetto al contenuto obbligatorio del rapporto d'investimento.

<sup>(30)</sup> Cfr. in generale Cass., Sez. Un., 18 settembre 2009, n. 21606, in *www.dirittoe-processo.com*, secondo cui "il principio della buona fede oggettiva, cioè della reciproca lealtà di condotta, deve accompagnare il contratto nel suo svolgimento, dalla formazione all'esecuzione, ed, essendo espressione del dovere di solidarietà fondato sull'art. 2 della Costituzione, impone a ciascuna delle parti del rapporto obbligatorio di agire nell'ottica di un bilanciamento degli interessi vicendevoli, a prescindere dall'esistenza di specifici obblighi contrattuali o di norme specifiche".

<sup>(31)</sup> Secondo MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti d'investimento*, in *Il Caso.it*, 2009, doc. n. 158/2009, 17-22, la "*cura dell'interesse del cliente*" non si arresta (come nei contratti con causa di scambio) al limite del sacrificio apprezzabile dell'interesse proprio dell'intermediario, ma nei servizi d'investimento (riconducibili, secondo l'A., ai *contratti con causa gestoria*) implica il sacrificio totale di tale interesse da parte dell'intermediario medesimo, nel senso che la prestazione di quest'ultimo deve rispondere interamente all'interesse dell'investitore.

<sup>(32)</sup> Per un ragionamento analogo anche se riferito all'informativa pre-contrattuale, v. GRECO, (nt. 9), 62 s.

<sup>(33)</sup> Per analoghe considerazioni cfr. M. CIAN, (nt. 16), 220 e 232.



Se quindi si ragiona in termini di contratto d'investimento come categoria generale, le argomentazioni che possono offrirsi per giustificare o per negare l'esistenza dell'informativa *post* contrattuale non mancano, ma si resta pur sempre su un piano generico e di scarsa utilità applicativa.

Sembra, invece, che, come si diceva, il discorso possa essere condotto distaccandosi dalla figura dell'intermediario genericamente intesa e concentrando l'attenzione sulle specifiche tipologie contrattuali, sulla loro funzione, sui loro contenuti e caratteristiche, tenuto anche conto che la stessa filosofia MiFID è nel senso della modulazione delle regole di comportamento in funzione del servizio prestato<sup>(34)</sup>; per cui non pare azzardato pensare al contenuto degli obblighi informativi *post* contrattuali in ragione dello specifico contratto d'investimento cui gli stessi ineriscono.

È difficile identificare in concreto un siffatto obbligo collegandolo al contratto d'investimento come categoria generale; esistono infatti diverse tipologie di contratti d'investimento, che, come è noto, possono avere ad oggetto (a seconda del servizio prestato) la ricezione e la trasmissione d'ordini, la negoziazione in conto proprio o l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, il collocamento (secondo diverse modalità), la consulenza su strumenti finanziari o la gestione di portafogli o anche la prestazione combinata di più servizi. Rapporti nei quali la funzione dell'intermediario e i contenuti della sua prestazione nei confronti del cliente e, quindi, la stessa natura giuridica del rapporto contrattuale esistente non sono uniformi: ora il ruolo si caratterizza per essere esecutivo (ricezione e trasmissione ordini; esecuzione di ordine per conto dei clienti) o meramente esecutivo (si pensi alla c.d. *execution only* dei predetti servizi: art. 43 RI), ora per essere maggiormente discrezionale (consulenza e gestione), ora misto (nella fattispecie di collocamento con la c.d. "assistenza *post* vendita").

Si deve, in altri termini, ragionare sugli specifici contenuti e sulle obbligazioni che la stipulazione dei singoli contratti implica per gli intermediari e, anzitutto, sul "ruolo attivo" e "discrezionale" che in alcuni di essi (consulenza e gestione) compete all'intermediario, il quale suggerisce, consiglia e, nella gestione, compie anche le scelte d'investimento per il cliente, senza limitarsi a ricevere, trasmettere o negoziare un ordine; un ruolo, in altri termini, tutt'altro che passivo rispetto alla volontà dell'investitore, dove i presidi informativi sono strettamente funzionali alle decisioni d'investimento.

Si deve ancora (e soprattutto) riflettere sul carattere di "durata" che può connotare, nell'ambiente normativo *post* MiFID, i contratti d'investi-

(34) È appena il caso di rammentare che la normativa di recepimento MiFID è improntata a questo principio e tutto il RI è articolato in questo senso (solo esemplificativamente si vedano gli artt. 39-42 che applicano le regole di appropriatezza e adeguatezza, graduandole in funzione del servizio prestato e del destinatario del servizio).

mento, nei quali le esigenze informative del cliente non si esauriscono senz'altro con l'esecuzione della singola prestazione.

Esula dagli obiettivi e dalle dimensioni del presente scritto fermare l'attenzione su ciascuno di detti contratti; appare, tuttavia, importante verificare la tenuta del ragionamento almeno con riferimento a quello di collocamento e a quello di consulenza che appaiono come i più significativi sotto il profilo in esame, dal momento che, con il recepimento della MiFID, anche questi due contratti — come già gli altri contratti d'investimento nella vigenza della disciplina pre-MiFID<sup>(35)</sup> — vengono a connotarsi per la relazione di durata che di norma si stabilisce tra intermediario e cliente al dettaglio.

Vi sono infatti più indicatori, oltre a quanto già accennato in premessa, che vanno nel senso del *"significativo cambiamento del modello relazionale intermediario-cliente, con il passaggio da una logica incentrata sullo specifico 'prodotto' commercializzato ad una logica incentrata sul 'servizio' reso al cliente"*<sup>(36)</sup>. L'obbligatoria contrattualizzazione in forma scritta del contratto di collocamento tra intermediario e investitore (artt. 23 TUF e 37 RI); la regola secondo cui la remunerazione dell'intermediario solo eccezionalmente può essere corrisposta da parte di soggetti diversi dai clienti (art. 52 RI); la stessa prassi interpretativa della Consob, secondo la quale *"il servizio di collocamento nella generalità delle ipotesi si inquadra, di fatto, in un rapporto di durata tra il prestatore di servizio e il cliente"*<sup>(37)</sup>: sono tutti elementi che — pur non escludendo che la presta-

<sup>(35)</sup> Giova osservare che i contratti di *ricezione e trasmissione ordini* e quello di *negoziante per conto terzi* (oggi denominato di *esecuzione di ordini per conto dei clienti*) già nel previgente ambiente normativo venivano considerati come "rapporti di durata". Al di là infatti della nota *querelle* circa la qualificazione delle "operazioni a valle" (i.e.: i singoli ordini) come "atti meramente esecutivi" piuttosto che come "atti negoziali" autonomi rispetto al contratto-quadro "a monte", con le conseguenze che detta distinzione implicava sul piano della disciplina applicabile in materia di forma degli ordini (sulla quale v. ora però l'art. 37, co. 2°, lett. c, RI, secondo cui "il contratto indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni": per una sintesi della questione cfr. GRECO, (nt. 9), 25 ss.), non vi era (e non vi è) dubbio che detti contratti non si esaurivano in una unica ed isolata prestazione ma postulavano una esecuzione continuata nel tempo su iniziativa del cliente che trovava, appunto, conferma nello schema "contratto-quadro" / "operazioni attuative".

<sup>(36)</sup> Cfr. comunicazione Consob n. 9019104/2009 citata; approccio questo ("*dal prodotto alla relazione di servizio*") che, già prima della MiFID, connotava il servizio di gestione di portafogli e che ora può essere certamente riferito al collocamento/distribuzione e alla consulenza; L. SPADA *Il collocamento*, in D'APICE, a cura di, *L'attuazione della MiFID*, Bologna, Il Mulino, 2010, 166 s., parla di "ulteriore passo verso la 'liberazione' del collocatore dalla disciplina del prodotto da distribuire"; sui diversi modelli distributivi cfr. PARRELLA, *La relazione di servizio con il cliente nell'attività distributiva: collocamento e consulenza*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, 731.

<sup>(37)</sup> Cfr. CONSOB, *Esiti alla consultazione*, Regolamento intermediari n. 16190/2007, 59-60; in senso critico cfr. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 504 ss., il quale non condivide la dilatata accezione che del collocamento offre la Consob che non terrebbe conto, ad avviso dell'A., delle due distinte dimensioni del collocamento, ossia del "contratto di collocamento" di cui sono parti l'intermediario e il cliente finale e del "contratto per il servizio di collocamento" concluso tra il

zione richiesta al collocatore possa esaurirsi nella vendita *una tantum* dello strumento finanziario — consentono di inquadrare il collocamento in una cornice negoziale che lega l'intermediario al cliente in un rapporto di *assistenza professionale continuativa* (c.d. *assistenza post vendita*) e di salvaguardia dell'interesse del cliente medesimo che va oltre il momento della conclusione del contratto<sup>(38)</sup>. Assistenza continuativa che, per la verità, pur non presentando sempre contorni ben delineati sul piano della sua fattispecie, come subito si dirà, consente, volendo utilizzare degli schemi contrattuali già collaudati, di ipotizzare, anche con riferimento al contratto di collocamento di durata, di parlare di *contratto-quadro*, alludendosi ad un contratto a monte tra l'intermediario e il cliente e ad atti a valle tra le stesse parti, attraverso i quali si estrinseca appunto il rapporto di assistenza continuativa.

Anche per la consulenza in materia di strumenti finanziari valgono considerazioni non dissimili. Se è vero che alla fattispecie consulenza può ricondursi anche la c.d. "*consulenza spot*"<sup>(39)</sup>, ossia quella occasionale sul singolo strumento finanziario, non può sfuggire che l'intento normativo prevalente è stato quello di prevedere un servizio d'investimento nel quale l'intermediario/consulente (anche se con modalità e intensità che possono essere diverse) assista in via continuativa il proprio cliente, suggerendogli nel continuo, non solo l'acquisto/vendita di determinati strumenti finanziari ("*consulenza base*"), ma l'investimento/disinvestimento di un intero portafoglio secondo predeterminate classi di portafogli-modello compatibili con il suo profilo finanziario ("*consulenza avanzata*").

In una prospettiva in cui l'intermediario non è più (o meglio, non è più solo) un mero distributore di strumenti finanziari da altri emessi e assume la cura stabile e continuativa degli interessi dei propri clienti, è allora possibile pensare, nei limiti e secondo il perimetro sopra evidenziato, al dovere dell'intermediario di informare il proprio cliente nel continuo del rapporto come ad una prestazione *co-essenziale* a quel rapporto e non come ad un obbligo integrativo del contratto giustificabile sul piano della protezione dell'investitore, che, per quanto sopra detto, risulterebbe, oltretutto, di dubbia applicabilità e legittimità.

I contenuti e i limiti di questa prestazione dovranno essere, per le

---

produttore e l'intermediario-distributore, con la conseguente applicabilità dell'unico e indistinto regime contrattuale previsto dall'art. 37 del RI.

<sup>(38)</sup> Cfr. L. SPADA, (nt. 36), 173 s.; per analoghe considerazioni, più di recente, v. TUCCI, "*Servizio*" e "*contratto*" nel rapporto tra intermediario e cliente, in GABRIELLI-R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, 1<sup>o</sup>, Torino, UTET, 2011, 203 ss. In questo rinnovato contesto normativo assumono particolare significato (di carattere ormai quasi storico) le parole di K.J. HORN *Le banche nel mercato dei capitali*, Milano, Giuffrè, 1996, 124, secondo cui "il collocamento di durata sarebbe errato dal punto di vista teorico e soprattutto intollerabile in pratica".

<sup>(39)</sup> Cfr. CONSOB, *Nuovo regolamento Intermediari*, (nt. 5), 5.

ragioni sopra indicate, stabiliti da specifiche prescrizioni regolamentari nell'ambito del singolo servizio d'investimento prestato e dovranno variare in proporzione al tipo e ai contenuti specifici del servizio offerto.

E così allora se nel contratto di collocamento di durata è insita la c.d. *assistenza post vendita*, consistente (nella sua versione originaria) nell'obbligo per l'intermediario di seguire il cliente, successivamente alla vendita, in operazioni di *switch* del prodotto distribuito, di versamenti ulteriori, di rimborsi, di disinvestimento, ecc. <sup>(40)</sup> — ormai però intesa e declinata dalla prassi contrattuale più diffusa delle banche d'investimento (per ragioni essenzialmente riconducibili alla nota posizione della Consob in materia di *inducements*) "*come impegno di queste ultime a fornire al cliente un'assistenza continuativa nella fase successiva alla sottoscrizione/acquisto degli strumenti finanziari che si concretizza nell'analisi della composizione e delle performances del portafoglio del cliente al fine di identificare e raccomandare potenziali proposte personalizzate d'investimento volte a ridefinire la composizione del portafoglio del cliente*" <sup>(41)</sup> — non sembra dubbio che a tali impegni possa correlarsi un costante dovere di informazione in capo all'intermediario al fine di consentire all'investitore di effettuare le corrette scelte allocative.

Analogo discorso vale per la consulenza, nelle sue diverse tipologie, la quale, sin che il rapporto consulenziale permane, presuppone l'assunzione da parte dell'intermediario di ogni iniziativa volta ad indirizzare le scelte d'investimento/disinvestimento del cliente <sup>(42)</sup> e, prime fra tutte, l'analisi e l'informativa relativa agli strumenti o ai portafogli di strumenti consigliati. Anche se, con riguardo alla consulenza continuativa, in particolare a quella c.d. "avanzata", potrebbe fondatamente sostenersi che l'informativa *post* contrattuale da darsi al cliente dovrebbe in realtà considerarsi già riflessa nelle continue raccomandazioni consulenziali che vengono proposte nel corso del servizio al potenziale investitore, le quali, se il servizio di consulenza è prestato con la dovuta diligenza, dovrebbero già tener conto delle vicende rilevanti incidenti sugli strumenti finanziari che compongono il portafoglio d'investimento del cliente. Con ciò non si vuole alleggerire l'onere informativo gravante sull'intermediario/consulente, ma semplice-

<sup>(40)</sup> In ciò consisterebbe il contenuto primigenio della c.d. *assistenza post vendita*, cfr. L. SPADA, (nt. 36), 173 s.

<sup>(41)</sup> Questa è pressappoco la formulazione-tipo di "*assistenza continuativa post vendita*" che si trova inserita nella maggior parte dei contratti di collocamento in circolazione; la formula, come si accennava, denota una chiara adesione (o meglio, un forte condizionamento) degli intermediari rispetto alla posizione Consob in tema di *inducements*. Secondo l'Autorità, infatti, la retrocessione di "commissioni di mantenimento" dal produttore al distributore è ammessa (ex art. 52, co. 1°, lett. b2, RI) quando vi sia una *assistenza post vendita* posta in essere dal secondo nei confronti del cliente/investitore (cfr. CONSOB, *Nuovo regolamento Intermediari*, (nt. 5), 4) e questa *assistenza post vendita* si concreta, come risulta evidente dal testo, essenzialmente in una prestazione consulenziale.

<sup>(42)</sup> In termini M. CIAN, (nt. 16), 233.

mente osservare che detta informativa potrebbe finire per essere un dato insito nei consigli che l'intermediario fornisce su base continuativa al cliente consigliato; raccomandazioni che possono tradursi, per così dire, in *consigli-informazioni*.

Un problema in realtà si può porre quando si verifica una dissociazione tra l'intermediario che presta o ha prestato il servizio d'investimento principale e l'intermediario depositario degli strumenti oggetto d'investimento, il quale, a sua volta, può trovarsi a fornire, appunto, soltanto il servizio accessorio di custodia e amministrazione titoli. Scissione che oggi è possibile e meno infrequente di quanto si possa pensare e che può verificarsi quale effetto della c.d. "*portabilità del dossier titoli*", in virtù della quale l'investitore può decidere di trasferire il proprio deposito titoli dall'intermediario con il quale ha effettuato le operazioni d'investimento ad altro intermediario<sup>(43)</sup> e che, dunque, può determinare in concreto la situazione per cui l'intermediario depositario si limita a prestare tale servizio senza fornire al cliente altri servizi d'investimento<sup>(44)</sup>.

Ma pur prescindendo da questa peculiare situazione in cui l'intermediario offre esclusivamente il servizio di custodia e amministrazione, è

(43) La c.d. "portabilità del dossier titoli" o, più precisamente, il servizio di trasferimento dossier titoli (TDT) non è disciplinato in via normativa ma trova la sua previsione nel sistema di autoregolamentazione bancaria e, segnatamente, negli "*Impegni per la mobilità della clientela*", predisposti dal Consorzio "Patti Chiari". Il TDT, secondo quanto prescritto nei suindicati Impegni, "consente al cliente di rivolgersi ad una banca ("nuova banca") affinché la stessa si faccia carico degli adempimenti necessari a trasferire in modo automatico, sul dossier aperto dal cliente presso la banca medesima ("nuovo dossier"), gli strumenti finanziari detenuti nel dossier presso altra banca ("banca originaria" e "dossier originario"), nonché di gestire la richiesta di cambiare la banca collocatrice relativamente alle quote o azioni di ICR non dematerializzate. La procedura prevede che: 1) il cliente possa richiedere il servizio alla "nuova banca" utilizzando una modulistica *standard*, disponibile presso gli sportelli; 2) la nuova banca entro un termine predefinito inoltra alla vecchia banca la richiesta di trasferimento delle informazioni relative alle posizioni in strumenti finanziari ed evidenze di OICR del cliente; 3) la vecchia banca comunica: a) alla nuova banca la conferma relativa all'anagrafica del dossier titoli, la rubrica fondi del cliente e le posizioni in strumenti finanziari ed evidenze di OICR dello stesso cliente; b) al cliente la segnalazione di avvio della procedura di trasferimento; 4) la nuova banca comunica: a) alla banca vecchia le informazioni relative alle posizioni in strumenti finanziari ed evidenze di OICR del cliente e le istruzioni sulle loro modalità di trasferimento; b) al cliente gli eventuali strumenti finanziari ed evidenze di OICR non trasferibili; 5) la vecchia banca invia: a) alla nuova banca il messaggio contenente le informazioni fiscali per gli strumenti finanziari accentrati esteri; b) ai soggetti "terzi" la disposizione di trasferimento a depositari centrali/SGR/SIP; c) al cliente la conferma dell'avvenuta disposizione del trasferimento; 6) la nuova banca invia ai soggetti "terzi" la disposizione di ritiro a depositari centrali esteri; 7) i soggetti "terzi" inviano alla banca vecchia e alla banca nuova la conferma dell'avvenuto trasferimento; 8) la banca nuova trasmette al cliente l'informativa relativa alla registrazione degli strumenti finanziari ed evidenze di OICR presso la stessa".

(44) Giova peraltro segnalare l'*upgrading* di tale servizio operato dalla proposta di modifica della direttiva MiFID del 20 ottobre 2011 (leggibile in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/isd/mifid\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm)), seguita alla prima citata proposta di modifica dell'8 dicembre 2010, che inserisce la *custodia e amministrazione di strumenti finanziari* tra i servizi principali e non più tra quelli accessori (Annex I, Section A n. 9).

proprio alla prestazione di detto servizio che — come subito si dirà — tanto la *MiFID review* quanto i primi orientamenti dell'Arbitro Bancario Finanziario e della Consob tendono a ricondurre talune specifiche ipotesi di informativa successiva all'acquisto di strumenti finanziari.

4. *L'informativa post contrattuale nella MiFID review e nei primi orientamenti dell'Arbitro Bancario Finanziario e della Consob.* — Il tema dell'informativa *post* contrattuale è ora affrontato — anche a riprova della sua attuale incertezza nel vigente contesto normativo e della necessità di un intervento regolamentare *ad hoc* — nella citata proposta di modifica alla direttiva MiFID n. 2004/39 dell'8 dicembre 2010 (c.d. *MiFID review*).

La proposta di modifica affronta l'argomento in due passaggi che appaiono indubbiamente rilevanti <sup>(45)</sup>.

Al punto 7.2.3. relativo all'informativa alla clientela circa i cc.dd. prodotti complessi — "*Informing clients on complex products*" (ma è da valutare se la previsione sia da reputarsi applicabile in generale, in quanto la stessa, nonostante la sua collocazione nell'ambito dell'informativa sui *complex products*, sembra, per la parte che qui interessa, riferirsi a tutte le imprese d'investimento che detengono indistintamente strumenti finanziari) <sup>(46)</sup> <sup>(47)</sup> — e al punto 7.2.2. in tema di consulenza ("*Investment advise*").

Esaminando per prima quest'ultima disposizione relativa alla consu-

<sup>(45)</sup> È da dire che si tratta di due passaggi che non sono stati ripresi nella citata bozza di articolato di direttiva del 20 ottobre 2011; c'è da attendersi, tuttavia, che all'argomento, come è consuetudine, sia data attuazione nella disciplina di dettaglio di 2° livello, non ancora disponibile neppure a livello di pre-bozza.

<sup>(46)</sup> Il terzo comma della citata disposizione stabilisce infatti che: "A further improvement could consist in introducing a general obligation for firms holding client financial instruments to inform the clients in a timely manner when material modifications in the situation of the financial instruments occur. This would complement the current obligation in the implementing directive to send to clients, at least once a year, a statement of their assets. (...)"

<sup>(47)</sup> Anche se è da osservare che si tende sempre più (anche a livello internazionale) a distinguere i prodotti *complessi* da quelli cc.dd. "*semplici*" distribuiti alla clientela *retail*, con il conseguente alleggerimento dell'applicazione della disciplina sui servizi d'investimento nei riguardi dei prodotti appartenenti a questa seconda tipologia. In questo senso cfr. Consob, *Documento di consultazione sulla "raccolta bancaria a mezzo di obbligazioni e regole di condotta"*, 13 luglio 2011, in [www.consob.it](http://www.consob.it), dove si prospetta il "*superamento del filtro di appropriatezza/adequatezza*" con riferimento alle "*obbligazioni bancarie semplici*", in quanto dette obbligazioni "*sono rese, per costruzione, di fatto più facilmente adatte ad un'ampia schiera di clienti in ragione delle individuate connotazioni di assoluta semplicità*". Per i riferimenti internazionali alla prassi in materia delle altre Autorità di vigilanza cfr.: il *Discussion Paper* dell'Autorità britannica FSA 11/1 "*Product Intervention*"; la posizione dell'Autorità francese AMF del 15 ottobre 2010 sulla commercializzazione degli strumenti finanziari complessi; l'"*Investor alert*" dell'Autorità statunitense SEC del 2 giugno 2011 su prodotti strutturati con protezione del capitale; l'*Executive order* n. 345 dell'aprile 2011 dell'Autorità danese sul "*risk labelling*" dei prodotti di investimento, tutti citati nella nt. 1, p. 2 del predetto *Documento di consultazione* Consob). Sul punto cfr. altresì la comunicazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio relativa ai *prodotti di investimento al dettaglio preassemblati* del 30 aprile 2009, COM (2009) 204, e il collegato *Report of the 3L3 Task Force on Packaged Retail Investment Products (PRIPs)* del 6 ottobre 2010.

lenza, la Commissione, sul presupposto della natura continuativa del servizio, suggerisce l'introduzione di obblighi di informativa periodici (almeno ogni sei mesi) con riguardo al *valore di mercato* e alle *performances* degli strumenti finanziari raccomandati. Si propone altresì di abbinare a detta informativa — e questo è il punto che qui maggiormente rileva — il dovere di informare il cliente in ordine alle *modifiche rilevanti* ("*material modifications*") che possono occorrere ai suindicati strumenti finanziari (7.2.2.3, lett. a). Si noti che l'informativa attiene agli strumenti finanziari oggetto di consiglio, non agli strumenti finanziari raccomandati in ordine ai quali il cliente consigliato ha poi deciso di investire; l'informativa successiva all'acquisto di strumenti finanziari dovrebbe, infatti, ricadere, come subito si dirà, tra gli obblighi dell'intermediario depositario e non più tra quelli del consulente.

Si prevede poi (punto 7.2.3, 3° cpv. cit.), come si diceva, un obbligo per le *imprese d'investimento che detengono strumenti finanziari di pertinenza della clientela* di informare tempestivamente i clienti circa le *material modifications* che possono verificarsi con riguardo alla situazione degli strumenti finanziari.

Sono pertanto ravvisabili, nella proposta della Commissione, due profili di particolare interesse e significato.

Anzitutto ci si riferisce alle cc.dd. *material modifications*, quindi non a qualsiasi vicenda che può interessare lo strumento finanziario, ma (riprendendo quanto sin qui detto a proposito dell'informativa *post contrattuale*) a quelle che sono in grado di influenzare la situazione dello strumento finanziario e quindi tali da determinare in capo al titolare di quegli strumenti finanziari delle conseguenti scelte d'investimento/disinvestimento.

Come sopra si è avuto modo di notare, questa qualificazione di *material modifications*, pur nella sua ampiezza, dovrebbe consentire quanto meno di escludere dal perimetro delle stesse tutto ciò che è incerto e che costituisce oggetto di una semplice previsione finanziaria ovvero ogni circostanza, che, pur riguardando lo strumento finanziario (senza incidere, tuttavia, sulle caratteristiche fondamentali dello stesso), non sia tale da influenzare l'investitore nelle sue scelte, avuto riguardo naturalmente all'investitore medio.

Onde evitare di estendere ingiustificatamente il perimetro delle modifiche rilevanti, deve trattarsi, come già osservato, di notizie o informazioni che l'intermediario possa acquisire con l'ordinaria diligenza che la natura del suo incarico comporta, senza imporre oneri sproporzionati ed eccessivamente gravosi rispetto al suo ruolo; costi che, inevitabilmente, si andrebbero a ripercuotere sull'investitore sotto forma di costi del servizio prestato.

Il secondo aspetto che merita attenzione è quello che ascrive all'*intermediario detentore degli strumenti finanziari* (oltre che all'intermediario-



consulente) l'obbligo di informare il cliente sulle *material modifications* degli strumenti finanziari (sia che la previsione s'intenda riferita ai cc.dd. prodotti complessi sia che riguardi, come pure sembrerebbe possibile, tutti gli strumenti finanziari, anche, cioè, quelli "semplici").

Ora, questa scelta (la cui attuazione, come si diceva, è ancora peraltro *in itinere*), da un lato, suscita qualche perplessità, dall'altro, può apparire coerente, ma soltanto se s'interpreta il rapporto di deposito titoli in amministrazione in chiave evolutiva e di stretta correlazione con la prestazione degli altri servizi d'investimento.

I dubbi sono infatti riconducibili alla scelta di ascrivere, senza alcuna gradualità o proporzionalità, oneri informativi ad ogni intermediario (anche solo) mero depositario dei titoli<sup>(48)</sup>; scelta che appare in realtà sproporzionata e può risultare eccessivamente onerosa se si riflette sul fatto che alcuni titoli in deposito possono anche non essere trattati e negoziati dall'intermediario detentore, nonché sull'ulteriore circostanza (possibile anche se non fisiologica) che al depositario può non essere conferito, dal cliente-depositante, alcun mandato per la prestazione di altri servizi d'investimento.

La scelta — se ricondotta nell'ambito di un perimetro più circoscritto (che, dunque, non può che essere quello degli strumenti *trattati* dallo stesso intermediario e dell'informativa *certa e disponibile, in capo all'intermediario, secondo l'ordinaria diligenza e concernente le modifiche material incidenti sulle caratteristiche fondamentali dello strumento finanziario*) — non appare incoerente, a condizione, come si diceva, che la nozione di *amministrazione titoli* sia ricostruita in modo evolutivo e sia funzionalmente collegata all'esercizio di altri servizi d'investimento da parte dello stesso intermediario.

Il servizio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari (di cui all'art. 1, co. 6°, TUF) — riconducibile, secondo la più attenta dottrina, alla figura del *deposito titoli in amministrazione* di cui all'art. 1838 c.c.<sup>(49)</sup> —

<sup>(48)</sup> Ascrivendo all'intermediario titolare del *dossier* titoli questo compito, si grava quest'ultimo di un obbligo anche per il caso (pure possibile, come sopra evidenziato) in cui a questo non faccia capo, con riferimento al medesimo investitore, alcun rapporto d'investimento principale.

<sup>(49)</sup> PERASSI, *Il deposito titoli in amministrazione*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, VI, Padova, Cedam, 2001, 581 ss., il quale mette correttamente in risalto che l'evoluzione dell'intermediazione finanziaria ha notevolmente modificato il ruolo e l'importanza di questo rapporto negoziale che viene ormai considerato non solo nel ristretto ambito dell'attività bancaria ma nel più esteso contesto del risparmio in strumenti finanziari. Al riguardo, giova altresì rammentare che, secondo la dottrina prevalente, nel deposito di titoli l'intermediario, oltre all'obbligazione di custodia, assume anche quella di amministrazione dei titoli consegnati, e che, conseguentemente, con la prestazione di custodia, che si inquadra nella figura del deposito regolare, concorre un'attività gestoria, inquadrabile nella figura del mandato. Considerato che il contratto adempie unitariamente alle due funzioni, entrambe le prestazioni assumono rilievo causale, dando luogo ad un concorso di due negozi con cause tipiche, di deposito e mandato, insieme collegati dallo scopo voluto dalle parti, con la

può essere infatti, in questo contesto, funzionalmente collegato all'esercizio dei servizi d'investimento, nel senso che gli strumenti depositati in un *dossier* titoli sono, di norma, oggetto di compravendita/negoziazione e/o di consulenza, salvo il caso di liquidazione alla loro naturale scadenza.

Nell'ambito dell'investimento del risparmio in strumenti finanziari "la tutela dei diritti inerenti ai titoli", come recita l'art. 1838, co. 1°, c.c., ossia l'attività di *amministrazione* degli strumenti finanziari, potrebbe allora concretizzarsi non solo con riferimento alle tradizionali ipotesi di incasso dei dividendi e delle cedole o in relazione alle disposizioni impartite dai clienti (esercizio del diritto di opzione, conversione degli strumenti, ecc.), ma essere intesa, accentuando il carattere gestorio dell'attività, in termini ulteriori e più evoluti, e cioè anche come dovere, co-essenziale a quel rapporto, dell'intermediario detentore degli strumenti finanziari di dare al cliente tutte quelle informazioni che consentono all'investitore di "attivare" uno dei servizi d'investimento ad esso collegati; tra queste informazioni vi potrebbero essere, nei limiti sopra tratteggiati, quelle concernenti le modifiche rilevanti suscettibili di incidere sulle scelte d'investimento/disinvestimento. Questa prospettiva si salderebbe, peraltro, con quella propria della regolazione di settore (art. 56 RI), che, come detto, grava gli intermediari che detengono strumenti finanziari (e che di norma prestano contestualmente a favore del medesimo cliente anche altri servizi d'investimento) degli obblighi d'informativa *post* contrattuali di natura rendicontazionale.

Una prima puntualizzazione in questo senso si può rintracciare nella Decisione n. 59 del 17 febbraio 2010 dell'Arbitro Bancario Finanziario (ABF)<sup>(50)</sup>, dove si afferma il dovere dell'intermediario depositario di informare il cliente circa tutte le possibili circostanze utili alla scelta d'investimento/disinvestimento. Più precisamente, nel caso di specie si controverteva sulla mancata informativa relativa ad una ristrutturazione del debito della società emittente, accompagnata da un'offerta di scambio, e sulla conseguente lesione (derivante appunto dalla mancata informativa), in capo all'investitore, della sua facoltà di scegliere se dismettere o meno i titoli immessi nel deposito amministrato.

Anche la Consob, con la comunicazione n. DIN/DCG/DSR/11085708 del 20 ottobre 2011<sup>(51)</sup>, ha chiarito che "pur in presenza di un'operazione di scambio per la quale non sia stato pubblicato un prospetto/documento d'offerta (...), sussiste, in ogni caso il dovere dell'intermediario, che svolge

---

conseguenza che l'operazione viene ad essere assoggettata ad una duplice normativa: del deposito, in relazione alla prestazione di custodia; del mandato, in relazione alla prestazione gestoria (Cfr. per tutti COTTINO, *Diritto commerciale*<sup>2</sup>, II, 1, Padova, Cedam, 1992, 134).

<sup>(50)</sup> Cfr. [www.arbitrobancariofinanziario.it/decisioni/categorie/Deposito/Banca/Dec-20100217\\_59.pdf](http://www.arbitrobancariofinanziario.it/decisioni/categorie/Deposito/Banca/Dec-20100217_59.pdf).

<sup>(51)</sup> Leggibile in [www.consob.it](http://www.consob.it).

per il proprio cliente, specie al dettaglio, il servizio accessorio di 'custodia e amministrazione titoli', di operare in modo che i [clienti] siano sempre adeguatamente informati. Deve infatti ritenersi che informare il portatore di un titolo oggetto di un'operazione di scambio dell'esistenza dell'iniziativa stessa, delle sue caratteristiche e delle conseguenze che può comportare per l'investimento interessato, rientri fra i doveri dell'intermediario di protezione dell'interesse del cliente e non determini di per sé alcuna ipotesi di offerta al pubblico".

Si tratta indubbiamente di orientamenti significativi che tracciano un percorso importante e una prima linea di tendenza, intervenendo sulla interpretazione evolutiva del concetto di amministrazione titoli e (in particolare la comunicazione Consob) sulla riconducibilità alla regola di condotta generale di cui all'art. 21, co. 1°, lett. b), del TUF del dovere dell'intermediario, che presta il servizio di custodia e amministrazione titoli, di informare gli investitori, nel corso del rapporto, circa l'esistenza, le caratteristiche e le conseguenze delle operazioni di ristrutturazione e di scambio di strumenti finanziari da loro acquisiti.

Ma si tratta ancora soltanto di precedenti che attengono a fattispecie particolari (entrambi si riferiscono, come detto, ad operazioni di ristrutturazione del debito e al servizio di custodia e amministrazione) e che, proprio per questa ragione, non definiscono (né avrebbero potuto definire) il perimetro delle *material modifications* in termini generali. Sono indicazioni che non possono, in mancanza di un'apposita previsione regolamentare, non rimanere sul piano della *moral suasion* e trovare applicazione se non con riferimento alle ipotesi specifiche da esse stesse considerate. Non possono assurgere a regola generale ed organica sull'informativa alla clientela in materia di modifiche rilevanti degli strumenti finanziari, i cui contenuti e limiti vanno stabiliti, come detto, dalla regolazione di settore avuto riguardo ai diversi servizi d'investimento interessati.

MICHELE DE MARI