

CONSUMATORI, MERCATO FINANZIARIO E IMPRESA: PRATICHE SCORRETTE E ORDINE GIURIDICO DEL MERCATO

SOMMARIO: 1. “Consumatore - professionista” e “cliente – intermediario”. – 2. Mercato e investitore: rischio e tutela. – 3. Il cliente finanziario come investitore: essenzialità del rischio dell’investimento. – 4. Mercato e allocazione del rischio. – 5. Il presidio della distribuzione “non inquinata” del rischio. – 6. L’area rilevante delle “pratiche scorrette” in relazione all’investimento finanziario. – 7. Insostenibilità dell’assorbimento della tutela dei consumatori “finanziari” nel diritto del mercato finanziario. – 8. “Consumatori” e “clienti al dettaglio”: fondamento normativo della distinzione. – 9. Doveri dell’intermediario e “pratiche scorrette”: non piena sovrapposizione. – 10. Norma e comportamento: l’“atipicità” dell’azione scorretta. – 11. La correttezza rilevante dell’attività dell’impresa finanziaria. – 12. Norme di correttezza come contenuto del divieto di pratiche scorrette nei confronti dei consumatori? – 13. Ordine giuridico del mercato e tutela dei consumatori. – 14. Le specificità: la tutela dei consumatori di servizi finanziari come investitori.

1. La dicotomia “consumatore” – “professionista” (art. 18, lettere *a* e *b*, Codice del Consumo) mal si attaglia a quella, su cui poggia l’intero sistema del diritto del mercato finanziario, tra “cliente” e “intermediario” (art. 26, comma 1, Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, d’ora in avanti “Regolamento Intermediari”).

La figura del consumatore è ritagliata in negativo dal Codice del Consumo: è tale, sempre e per forza, una persona fisica, la quale agisce per fini non rientranti nel quadro di un’attività d’impresa o professionale (così anche nella definizione generale dell’art. 3, 1° co., lettera *a*, Codice del Consumo). E gli si contrappone il “professionista”, cioè un soggetto – persona fisica o giuridica – che agisce nel quadro della propria attività imprenditoriale o professionale o in nome o per conto di altro professionista.

Il cliente destinatario di prestazione di servizi e attività di investimento è descritto invece – già nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004, cd. “Mifid”, sia nell’attuazione datane dalla Consob, ai sensi dell’art. 6, comma 2, TUF, con il Regolamento Intermediari - in positivo: è la persona non solo fisica ma anche giuridica cui vengono prestati servizi di investimento o accessori (lettera *c* dell’art. 26, comma 1, Regolamento Intermediari). Può distinguersi in “cliente professionale”, che soddisfa taluni requisiti indicati nell’allegato 3 al Regolamento Intermediari (sinteticamente altri intermediari finanziari, grandi imprese e investitori istituzionali: lettera *d* dell’art. 26, comma 1, cit.) e in “cliente al dettaglio”, questo sì ritagliato in negativo, dovendosi per tale intendere un cliente diverso dal “cliente professionale” e dalla “controparte qualificata” (definita dall’art. 6, comma 2 *bis*, lettera *d*, TUF: in sintesi, operatori professionali nel settore finanziario, in quello della negoziazione di merci e di derivati su merci ovvero altri operatori qualificati da particolare esperienza).

Anche ristretta al “cliente al dettaglio”, però, la nozione non è assimilabile a quella di “consumatore”. Sono clienti al dettaglio di intermediari finanziari anche le persone giuridiche, e non solo le fisiche. E sono tali indipendentemente da qualunque rilievo del fatto che ricevano la prestazione di servizi di investimento o accessori per fini rientranti nel quadro della propria attività commerciale, industriale, artigianale o professionale.

## 2. Non è un caso.

Il diritto del mercato finanziario non è primariamente il sistema delle regole di comportamento contrattuale delle imprese finanziarie nei confronti dei propri clienti. Suo dichiarato fondamento, con pari rango rispetto alla tutela degli investitori, consiste nella salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, nella stabilità, nel buon funzionamento e nella competitività del sistema stesso (art. 5, TUF).

Il mercato è il luogo della tutela degli investitori, non soltanto in quanto luogo in cui avviene o può avvenire la manifestazione contrattuale che rende impresa finanziaria e cliente “controparti”, ma anche in quanto luogo in cui converge l’azione professionale di più intermediari e controparti qualificate nello scambio e quindi nell’allocazione finale del rischio dell’investimento tra gli investitori.

Il mercato è l’oggetto stesso della tutela. Insufficienza, instabilità e cattivo funzionamento del mercato costituiscono ragioni di anormale sviluppo delle dinamiche contrattuali attraverso le quali vengono scambiate le posizioni di rischio, e quindi della distribuzione di esso tra i diversi attori.

La potenziale illimitatezza delle attitudini distributive del mercato, riflesso dell’incremento della tecnologia applicata agli scambi, della moltiplicazione e della globalizzazione dei mercati, spersonalizza il rapporto intermediario-cliente, nel senso di rendere remote, rispetto all’istante contrattuale e in molti casi rispetto allo stesso soggetto venditore, le cause potenzialmente incidenti sulla posizione di rischio acquistata dall’investitore.

3. Il cliente in cui favore l’intermediario finanziario rende un servizio o un’attività di investimento è acquirente prima, e portatore poi, di una posizione di rischio. Rispetto a questo profilo i fondamenti della tutela del cliente finanziario non coincidono con quelli propri della tutela del consumatore.

Il problema tipico del rapporto di consumo è quello della tutela “iniziale”, richiesta cioè al momento dell’accensione del contratto (o a quello immediatamente anteriore, precontrattuale, in funzione della possibile accensione del contratto), e della tutela alla conservazione

dell'integrità fisica o funzionale della "res" o del servizio fornito, manutentiva rispetto al "controvalore" scambiato in funzione del bisogno perseguito dal consumatore, su cui può incidere il rischio generico di un evento pregiudizievole casuale e avulso.

Il cliente di un servizio finanziario si rende invece acquirente, in senso proprio, di un rischio scambiato sul mercato, e ne diviene titolare per tutto il tempo in cui perdura il suo coinvolgimento nell'investimento. Il rischio non è quindi, sul piano giuridico, un elemento accidentale, bensì essenziale: se non vi fosse almeno una misura minima di rischio, che giustifica il corrispettivo o il premio atteso dal cliente, non vi sarebbe servizio finanziario.

4. Il mercato è il luogo in cui transita il rischio. Luogo dove domanda e offerta si incontrano, e formano il prezzo. Luogo in cui gli emittenti collocano i propri strumenti finanziari, e quindi allocano il proprio rischio, e i compratori, variamente intermediati, lo acquisiscono per poi offrirlo e rivenderlo, e di nuovo acquistare e rivendere, formando in tal modo istante per istante i prezzi di scambio. I prezzi sono formati secondo la percezione del rischio che si dà la controparte con valutazione solo in parte relativa al contenuto oggettivo del bene scambiato, in gran misura invece, e spesso esclusivamente, dipendente dalle aspettative sul prezzo della futura rivendita, a loro volta condizionata da fattori interni all'emittente o esterni del mercato considerato nel suo complesso.

Il cliente di servizi e prodotti finanziari è al centro di questo fascio continuo di negoziazioni, che costituisce il luogo ove si forma ed evolve continuativamente la sua posizione di rischio. Egli è compratore e venditore e il suo rischio si misura necessariamente nella forbice tra prezzo di ingresso e prezzo di uscita attuale, al momento del disinvestimento, e potenziale, quando il cliente forma le proprie determinazioni circa il disinvestimento o quando deve rilevare il valore istantaneo del suo investimento dal quale non può o non intende ancora uscire.

Il mercato sviluppa queste sue dinamiche continuativamente e non selettivamente. E' un luogo aperto, cioè, ove accede il cliente professionista, la controparte qualificata e il cliente al dettaglio, quest'ultimo sia che lo faccia nel contesto dell'esercizio di un'impresa sia non. Il rischio, della cui allocazione il mercato è strumento e luogo, non assume connotati diversi a seconda del partecipante. Qualunque disciplina di governo del rischio, che è per definizione la disciplina del mercato finanziario, non può che prescindere dalla natura del soggetto cui il rischio va ad allocarsi per effetto dell'azione incessante degli intermediari sul mercato.

5. Il rischio da presidiare, evidentemente, non è il rischio “proprio” dell’investimento, cioè che le prognosi economiche sulla cui base esso è avvenuto risultino errate, imprudenti o incomplete, comunque tali da non prefigurare dinamiche del prezzo rivelatesi poi peggiori. Quel rischio è l’oggetto stesso dell’operazione di investimento e non può né deve essere neutralizzato, pena lo snaturamento della struttura giuridica dell’operazione finanziaria, che è e deve rimanere “aleatoria” sotto il profilo del prezzo.

Compito della disciplina del mercato è, piuttosto, il governo del rischio, il presidio, cioè, alla formazione di processi modificativi del rischio “proprio” dipendenti da fattori anomali, tali da alterarne la percezione e, quindi, il corretto riflesso in termini di formazione dei prezzi istantanei.

Di ciò costituisce senz’altro parte integrante la disciplina del comportamento dell’intermediario, il quale è tenuto ad assicurare che il cliente al dettaglio, sfornito di strumenti idonei a valutare in modo adeguato il rischio “proprio” dell’investimento, sia messo in condizione di farlo, onde assumere le proprie determinazioni in modo informato e consapevole.

Non solo questo, però.

Il governo del rischio riguarda tutte le aree della sua possibile formazione (area dell’emittente; area degli intermediari; area del prodotto; area del funzionamento del mercato), che sono pertanto esse stesse, e tutte, parte essenziale dello statuto della tutela dell’investitore.

6. Quanto esposto conduce a una prima conclusione: le “pratiche scorrette” rilevanti ai fini della tutela del cliente possono riguardare tutte le aree sopra indicate e non soltanto quella, propriamente contrattuale, del rapporto tra cliente e intermediario. E non necessariamente attengono al momento istantaneo dell’accesso, lo si intenda come quello del conferimento del mandato all’intermediario o quello dell’acquisto del prodotto finanziario. Esse possono annidarsi in un qualunque stadio della durevole permanenza dell’investitore sul mercato, segmento nel quale si svolge la sua posizione di rischio, chiuso da due estremi, identicamente rilevanti sul piano giuridico, dell’acquisto e della rivendita. L’investitore “compratore-venditore” è soggetto a un rischio durevole per tutta la durata dell’investimento.

In secondo luogo, le “pratiche scorrette” idonee a riverberarsi sulla posizione di rischio del cliente non appartengono soltanto alla sfera della sua controparte contrattuale diretta, l’intermediario finanziario. Esse possono riguardare l’emittente, i negozianti della catena distributiva, l’area del “sottostante” al prodotto acquistato o gli altri attori del mercato. Delle aree che non lo riguardano direttamente l’intermediario finanziario può essere tenuto a rispondere solo se ed in quanto la norma positiva (sia essa puntuale o espressione di un principio generale, quali correttezza e trasparenza) gliene attribuisca responsabilità di fronte al cliente. Questo può

avvenire per le “zone” del rischio prossime, quelle, cioè, che l’intermediario può e deve conoscere, riguardanti l’emittente (è la regola del “conosci chi proponi all’investimento del cliente”), il prodotto (regola del “conosci cosa offri”) o il mercato. Non riguarda però per definizione ciò che l’intermediario non è tenuto a gestire, a conoscere né a prevedere, in cui si articola gran parte del rischio da scorrettezza incombente sul cliente lungo la vita del suo investimento.

Inoltre: data la natura oggettiva e intrinseca del rischio dello strumento finanziario, e limitata l’area di rilevanza del rischio da scorrettezza ai comportamenti anomali suscettibili di pregiudicare le dinamiche “naturali” del rischio, è evidente che il rischio dell’anomalia viene sofferto identicamente da chiunque abbia, nel momento dato, posizioni di rischio “aperte” sul mercato, indipendentemente dalla sua natura professionale o meno, “forte” o “debole”. Quel che contraddistingue, sotto questo profilo, i diversi attori della scena è il modo in cui essi sono grado di avvertire il rischio “anomalo” e di intervenire, dismettendo la propria posizione e allocandolo ad altri attori meno edotti e pronti. Si apre, quindi, lo scenario peculiare delle asimmetrie nell’elaborazione del segnale di allarme e nella traslazione del rischio contaminato da elementi di anomalia, reso particolarmente grave nei casi in cui il cliente non sia legato all’intermediario da un rapporto di durata che implichi l’obbligo, per il secondo, di avvertirlo, consigliarlo e mettere in pratica manovre di neutralizzazione o cessione della posizione inquinata.

A questo riguardo, il tema non va enfatizzato ideologicamente: costituisce infatti una dinamica lecita di mercato che l’operatore più abile nel ricevere i segnali e nell’intervenire scarichi il rischio su quello meno abile. Il punto di tenuta del sistema, che il diritto del mercato finanziario deve assicurare, è che questa dinamica avvenga in un contesto non anomalo, nel quale cioè lo “scarico” del rischio non sia reso possibile dall’acquisizione privilegiata di dati e informazioni o dall’alterazione della percezione del potenziale destinatario circa elementi essenziali che ne impediscano la decisione consapevole su basi di parità rispetto alla controparte.

Il rischio corre e può moltiplicarsi lungo le architetture del mercato – tanto più se dematerializzate e globalizzate – con la velocità del contagio. Il problema del diritto dei mercati finanziari sta perciò nella posizione dei vincoli di accesso, delle regole e dei controlli affinché il rischio mantenga la sua fisionomia di origine, non sia condizionato da patologie del sistema e sia oggetto di traslazione in base a comportamenti leali e trasparenti dei venditori, consapevoli e informati dei compratori.

7. Ulteriore implicazione è che la tutela del cliente non può ridursi, nel settore dei servizi e delle attività finanziarie, all’area delle pratiche

scorrette, intese quali comportamenti soggettivi imputabili a controparti individuate o individuabili, e deve invece “arretrare” al momento stesso dell’accesso al mercato dell’emittente e al rispetto dei presupposti e degli obblighi perché questo vi rimanga, a quello dell’autorizzazione degli intermediari e alla vigilanza continua sul loro operato, a quello della disciplina delle strutture di mercato e del loro funzionamento.

Si rivela perciò più che dubbia la fondatezza dell’assunto – sulla cui base con il parere del 3 dicembre 2008 (Sezione Prima, n. sez. 3999/2008) il Consiglio di Stato ha stabilito l’assorbimento della disciplina della tutela del consumatore nella disciplina del mercato finanziario – che il diritto dei consumatori e il diritto del mercato finanziario servano interessi identici, con la conseguenza di attribuire al secondo carattere di specialità e quindi di prevalenza “sostitutiva” rispetto al primo, con l’ulteriore corollario di attrarre indiscriminatamente all’Autorità di governo del mercato le competenze in materia di tutela dei consumatori altrimenti proprie dell’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

Né gli interessi sottostanti sono identici, dovendosi ammettere che la disciplina del mercato finanziario, pur ove servente anche interessi dei clienti finanziari, non ha quale finalità soltanto questi, e soprattutto che li realizza con strumenti e metodi più ampi, quale risultante della tutela complessiva dell’assetto di mercato ordinato, trasparente e corretto.

Né, pur quando la disciplina finanziaria ha ad oggetto in via diretta posizioni soggettive di clienti, essa riguarda necessariamente la sfera di tutela dei soli clienti al dettaglio e, tra questi, dei soli clienti rispondenti alla nozione tecnica di “consumatori”, cioè persone fisiche operanti al di fuori di finalità imprenditoriali e professionali.

8. Può forse obiettarsi che, secondo cerchi di raggio diverso, la tutela del mercato finanziario e quella del diritto dei consumatori incidano comunque su un’area parzialmente sovrapponibile, sì che la prima, più ampia della seconda per oggetto e soggetti, contenga comunque la seconda e ne giustifichi perciò l’assorbimento.

Basta tuttavia confrontare l’area della tutela del consumatore e dei poteri dell’Autorità che ad essa presiede con quella propria della tutela del cliente al dettaglio di servizi e attività finanziarie e dei poteri della Consob per rendersi conto che così non è.

Al riguardo occorre preliminarmente riconoscere l’esistenza di un’area di disciplina propria del “consumatore” di servizi finanziari. E’ l’area, introdotta nel Codice del Consumo dall’art. 9, comma 1, d.lgs. 23 ottobre 2007, n. 221, della “commercializzazione a distanza di servizi finanziari a consumatori”, oggi coperta dagli artt. 67 *bis* – 67 *vicies bis* del Codice, dedicata a pratiche dirette a “consumatori” in senso proprio ai sensi dell’art. 3, comma 1, lett. *a*, Cod. Cons., che si aggiunge alla pur rimasta in

vigore disciplina della “promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e strumenti finanziari” nei confronti di “clienti”, affidata alla Consob, sentita la Banca d’Italia, dall’art. 32, TUF.

La disposizione pone il problema generale se debba sulla sua base affermarsi il riconoscimento, nell’area propria del diritto del consumo, di un rilievo giuridico di pratiche aventi ad oggetto servizi finanziari dirette a soggetti che presentano requisiti più ristretti di quelli del “cliente” e perfino del “cliente al dettaglio” descritto dalla disciplina del mercato finanziario, vale a dire le persone fisiche che operano al di fuori di finalità imprenditoriali o professionali, che giustifichi piuttosto la concorrenza dell’ordinamento consumeristico con quello finanziario che non l’assorbimento del primo nel secondo.

Il problema è giustificato anche dal fatto che, proprio con riferimento alla commercializzazione a distanza nei confronti di consumatori, la disciplina introdotta nel 2007 nel Codice del Consumo estende espressamente la propria portata, qualificandole ai propri fini “servizi finanziari”, a fattispecie non qualificate allo stesso modo dal TUF, vale a dire i servizi di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di assicurazione e di previdenza individuale (art. 67 *ter*, comma 1, lett. *b*, Cod. Cons.). La specifica definizione riguarda la materia dell’attività a distanza, ai fini della quale essa viene posta (cfr. *incipit* del comma 1, dell’art. 67 *ter*), e circoscrive perciò la più ampia nozione, altrimenti da applicare, di “prodotto” diretto al consumatore, posta in via generale dall’art. 3, lett. *e*, e di “prodotto” oggetto di pratiche commerciali scorrette, posta dall’art. 18, lett. *c*, Cod. Cons. Il che postula quindi che, ai fini della tutela del consumatore, l’area dei servizi finanziari sia più ampia di quella propria della disciplina del TUF rivolta alla tutela degli investitori-clienti.

9. Il TUF e il Regolamento Intermediari contengono bensì un corposo *set* di norme diversamente articolate a seconda che l’azione dell’intermediario sia diretta nei confronti di un cliente al dettaglio piuttosto che di uno professionale o di una controparte qualificata.

Tra queste, coincide nella *ratio*, e significativamente dettaglia quelle generali del Codice del Consumo, la disciplina dei requisiti generali delle informazioni, che devono essere fornite in tempo utile per l’assunzione di scelte di investimento consapevoli (art. 35) e devono essere corrette, chiare e non fuorvianti (art. 27), con specificazione delle condizioni necessarie a soddisfare detti requisiti quando dirette a clienti al dettaglio, avuto riguardo (art. 28): ai vantaggi e ai rischi dell’investimento, da offrire secondo un contenuto e con modalità comprensibili per l’investitore medio, senza celare, minimizzare od occultare elementi o avvertenze importanti; a contenuti e modalità di eventuali raffronti tra servizi; a indicazioni di *performance*; a indicazioni basate su dati storici; a stime sui risultati futuri;

ai trattamenti fiscali. Ampio dettaglio è richiesto alle informazioni: sull'intermediario e sui suoi servizi (art. 29); sulla salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di danaro della clientela (art. 30); sugli strumenti finanziari, con estensione più ampia se il cliente è al dettaglio (art. 31: in particolare: rischi propri del tipo di strumento, compresa la spiegazione sull'effetto leva; volatilità del prezzo ed eventuali limiti di liquidabilità; rischi di impegni od obbligazioni aggiuntive; requisiti di marginatura), specificamente quando i rischi connessi con uno strumento finanziario strutturato siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti; infine, per i clienti al dettaglio, sui costi e sugli oneri connessi alla prestazione dei servizi e alle modalità per il relativo pagamento (art. 32).

Si tratta, tuttavia, di una disciplina che ha la sua base minima nelle esigenze informative, parametrata sull'investitore medio, di "clienti al dettaglio" e non di "consumatori": essa sbilancia pertanto in favore dell'intermediario, rispetto al Codice di Consumo, il punto di equilibrio concernente l'assolvimento degli obblighi informativi, concorrendo alla fissazione dei parametri del "membro medio" del gruppo dei clienti al dettaglio anche soggetti più evoluti rispetto alla persona fisica non imprenditoriale né professionale. Al riguardo, la Consob non ha la possibilità di arretrare in concreto detto punto di equilibrio se non forse quando i prodotti e servizi finanziari fossero offerti esclusivamente a un gruppo di consumatori in senso proprio, in quanto essa stessa ha fissato come gruppo standard un gruppo più ampio, che non può poi rivedere al ribasso in sede regolamentare generale.

Le conseguenze di ciò sono state ben colte da coloro che hanno sollevato il dubbio che una disciplina dell'informazione pur ricca e completa, come quella imposta dal Regolamento Intermediari in favore dei clienti al dettaglio, sia in grado effettivamente di assicurare un'azione non scorretta e non ingannevole nei confronti dei consumatori, o se piuttosto sia essa stessa fonte di possibile confusione del consumatore e quindi di violazione del canone fondamentale del consentire l'assunzione delle decisioni di investimento in modo consapevole e informato.

L'asimmetria rispetto al Codice del Consumo è ancor più netta in quanto manca, nell'impostazione sopra indicata, qualunque possibilità per una valutazione, in concreto, della scorrettezza della pratica diretta nei confronti di gruppi di destinatari particolarmente vulnerabili ai sensi dell'art. 20, comma 3, Cod. Cons., laddove la "particolare vulnerabilità" dal punto di vista dei servizi finanziari è forse nozione dalle potenzialità ben più ampie che non nella disciplina generale, in ragione dell'intrinseco rapporto di forza che si instaura tra soggetto tecnico-intermediario e soggetto privo di competenze specifiche, tanto più in contesti in cui la soggezione del secondo al primo si aggrava per ragioni concomitanti (ad esempio, il collocamento di prodotti finanziari del gruppo di appartenenza presso i



dipendenti, in cui il destinatario è contaminato nella sua scelta dall'ossequio alle politiche aziendali sollecitate dai vertici, magari sotto il profilo del contributo allo sviluppo aziendale e della stabilità dello stesso rapporto di lavoro; l'offerta di conversione dei titoli di credito in titoli di capitale nel contesto di piani di risanamento, in cui l'investitore è tenuto a comparazioni tecniche di perdita attuale e di aspettative dell'investimento convertito).

10. Si aggiunga che un *corpus* disciplinare, per quanto ricco, non assicura che in concreto, nel formale rispetto del contenuto informativo, l'azione ingannevole possa nondimeno avvenire, quando l'intermediario opera nei confronti di consumatori in senso proprio, attraverso la sottile influenza che il semplice modo di presentare oralmente l'investimento, giocando sui pedali del dire e del tacere sull'uno o sull'altro aspetto rilevante, può esercitare sulla comprensione della messe di informazioni in sé correttamente predisposte.

L'“atipicità” dell'azione scorretta è una tecnica di individuazione dell'illecito consumeristico in certo senso opposta a quella della tipizzazione dei comportamenti propria della vigilanza regolamentare, e non v'è ragione di espungerla per il solo fatto che, nel settore finanziario, sussiste una disciplina conformativa dell'azione degli intermediari.

Tanto vale in modo forse ancor più nitido con riferimento alle pratiche aggressive, le quali traggono il proprio carattere da modalità comportamentali non riducibili ai contenuti dell'informazione dovuta e consistenti in una coazione in concreto sul soggetto non professionale. In questo settore l'aggressività può anzi manifestarsi in modo ancor più subdolo proprio in ragione dell'elevato grado tecnico delle valutazioni sottostanti.

La prova forse più evidente di ciò è offerta dalla promozione aggressiva con mezzi di telecomunicazione e posta elettronica, che può peggiorare il rapporto qualità-entità delle informazioni e frastornare il cliente nella sua decisione. Ma ne sono concretizzazioni anche talune pratiche proprie delle fasi di disinvestimento, caratterizzate dall'imposizione di procedure ingiustificatamente complesse ed onerose per l'uscita dall'investimento (preavvisi, costi eccessivi in termini di penale, richiesta di documentazione non necessaria), dalla inveritiera rappresentazione di costi del disinvestimento ovvero di valori di liquidazione inferiori a quelli effettivi onde indurre il consumatore a restare nell'investimento, dalla distorta informazione sull'onere fiscale dell'operazione di disinvestimento, e simili. L'aggressività può annidarsi anche nei segmenti del recupero dell'investimento fallito, come hanno dimostrato i casi – purtroppo frequenti – di intermediari che di fronte ai *default* degli emittenti si sono offerti di coordinare la difesa delle ragioni degli investitori rappresentando loro i relativi rischi in modo tale da indurli ad aderire a programmi di difesa

fondati sul conferimento all'intermediario di mandato con rappresentanza, con clausola di "pro rato e valido" e sotto la condizione di previa rinuncia ad azioni risarcitorie promuovibili contro lo stesso intermediario.

11. Per altro verso, l'area della correttezza richiesta agli intermediari va assai oltre quella della correttezza "delle pratiche" commerciali e si estende, come già detto, all'intera disciplina dell'attività dell'impresa finanziaria sul mercato.

Il corretto operare dell'intermediario è misurato sulla predisposizione di un'adeguata organizzazione interna, sulla configurazione di procedure anche di controllo, sulla gestione dei conflitti di interesse e sulla loro esternazione al cliente e, in sede di esecuzione, sul dovere di adottare comportamenti corretti nell'allocazione del rischio, declinato dal Regolamento Intermediari, in ottemperanza alle direttive comunitarie, nei doveri propri della consulenza finanziaria e di gestione di portafogli (principio di adeguatezza con dovere di astensione, in difetto), in quelli propri di tutti gli altri servizi (principio di appropriatezza e avvertimento del cliente circa la non appropriatezza o l'impossibilità di valutare l'appropriatezza, senza obbligo di astensione), in quelli della mera esecuzione o ricezione di ordini (binomio principio di informazione – rispetto degli obblighi in materia di conflitti di interesse da parte dell'intermediario) e in quelli propri dell'esecuzione degli ordini impartiti dal cliente (principio della *best execution*), specificamente modulati in caso di ordini impartiti da clienti al dettaglio.

Questa considerazione introduce i due interrogativi conclusivi, con cui si vuole misurare il grado di connessione tra l'ordinamento consumeristico e quello del mercato finanziario.

12. Occorre domandarsi, in primo luogo, se gli obblighi dell'intermediario posti dalla legislazione di settore per le finalità proprie di questa (cfr. art. 5, TUF: salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; tutela degli investitori, indipendentemente dalla loro natura di consumatori o di clienti al dettaglio; stabilità e buon funzionamento del sistema finanziario, competitività del sistema finanziario) possano essere assunti a contenuto della fattispecie della correttezza ai diversi fini della legislazione di tutela del consumatore, quando oggetto delle pratiche condotte dal professionista nei confronti dei consumatori sia un servizio finanziario.

La risposta affermativa al quesito avrebbe come effetto di ricondurre le violazioni degli obblighi propri della disciplina di settore all'area del divieto generale di pratiche scorrette ai sensi dell'art. 20, comma 1, Cod. Cons., e a quella del diritto fondamentale del consumatore al loro rispetto, diritto riconosciuto e garantito ai sensi dell'art. 2, comma 2, Cod. Cons.

Essa aprirebbe la strada a diverse conseguenze, tra cui le più rilevanti appaiono la “ripresa” della competenza dell’Autorità Garante sull’inibitoria e sulla rimozione delle scorrettezze, il ruolo delle associazioni dei consumatori, l’esercitabilità di azioni di classe a tutela dei consumatori. Ciò consentirebbe di affrontare anche il problema della valutazione dell’impatto della violazione sul contratto, contribuendo probabilmente a porre su basi più sicure, e attente al caso concreto, la sua graduazione in termini di validità e di adempimento e a superare la secca alternativa tra nullità e inadempimento a cui appaiono ancora legate le Sezioni Unite della Cassazione nelle sentenze del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725.

Alla luce di quanto esposto la risposta non può che essere affermativa. Essa scaturisce direttamente dalla considerazione che, a differenza di un consumatore “generico”, il consumatore di servizi finanziari, attraverso l’intermediazione del professionista, acquisisce sul mercato un rischio durevole su cui possono distorsivamente incidere azioni abusive o negligenti dell’intermediario. Il divieto di pratiche scorrette, quindi, è necessariamente esteso al rispetto dei doveri posti a tutela del corretto accedere e operare dell’intermediario sul mercato, dai quali il rischio dell’investitore-consumatore può essere inquinato.

Si pone qui in modo peculiare la relazione di scorrettezza tra azione del professionista e alterazione del comportamento economico dei consumatori, che è il fondamento del divieto. Quest’ultimo, infatti, non è un comportamento istantaneo, rilevante al solo momento dell’accesso all’operazione di acquisto di servizi e strumenti finanziari, bensì un comportamento di durata, da riguardare unitariamente, sul piano giuridico, per tutto il periodo in cui i consumatori-investitori permangono nell’investimento e quindi soggetti al rischio.

Il professionista ha perciò il dovere di assicurare che la relazione di correttezza sussista non soltanto all’inizio, ma per tutta la durata del rapporto di investimento fino al momento in cui il cliente si determina al disinvestimento.

Se si tratta di servizi finanziari di durata, ciò vuol dire che la valutazione dell’operare corretto deve condursi istante per istante e che i presidi organizzativi, procedurali e di gestione dei conflitti di interessi ne costituiscono specifici momenti di svolgimento, i cui difetti possono integrare scorrettezza della pratica diretta agli investitori-consumatori.

Ciò vale però anche per i servizi che si esauriscono con la vendita di strumenti finanziari, nei quali il dovere di correttezza incombente sull’intermediario è nondimeno “dinamico”, non dev’essere valutato, cioè, in relazione alla sola esecuzione dell’operazione ma anche alle fasi a valle in tutti i casi in cui il comportamento dell’intermediario possa, anche eventualmente combinato con quello altrui, dar luogo a modificazioni del rischio rappresentato ai consumatori all’atto dell’investimento.

La corrispondenza dell'operato dell'intermediario a correttezza riguarda anche in questo caso il rispetto di tutti i doveri propri del suo statuto, inclusi quelli organizzativi, la cui conformità al precetto dell'art. 20, comma 1, Cod. Cons. deve essere valutata tenendo presente le possibili evoluzioni del rischio dipendenti da carenze, violazioni o anomalie dei comportamenti dello stesso intermediario (che dovrà evitarli: ad esempio, favorire futuri clienti a scapito degli attuali; tenere condotte che pregiudicano il prezzo degli strumenti venduti ai consumatori favorendo interessi di terzi, incluse imprese del gruppo di appartenenza) o dei soggetti che ne vincolino l'operato o il cui operato possa esserne vincolato (ad es. emittenti appartenenti allo stesso gruppo dell'intermediario).

Sotto questo profilo, eventuali crepe nel sistema della corretta organizzazione gestionale e di controllo, nonché nelle procedure e nei meccanismi di gestione dei conflitti di interessi possono essere tali che il rischio "ceduto" ai consumatori risulti esposto a future manifestazioni di inquinamento, non rappresentate in modo tale che i consumatori ne fossero consapevoli al momento dell'investimento. Esse possono, in altri termini, pur dopo che si è esaurito il momento contrattuale tra consumatori e intermediario, ridondare *ex post* su rischi precedentemente allocati ai consumatori e "vivi" fino all'uscita dei consumatori dell'investimento, in relazione ai quali torna in gioco la valutazione iniziale di correttezza nella condotta allora tenuta dall'intermediario.

Una manifestazione di ciò sembra aversi nell'art. 100 *bis*, TUF, dove non a caso la disciplina è posta in favore dell'"acquirente che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale" – uno dei caratteri qualificativi della categoria dei consumatori – e si prevede, oltre alla nullità dei contratti, il risarcimento dei danni a carico dei soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita sistematica al *retail* di prodotti finanziari nei dodici mesi successivi al collocamento riservato a investitori professionali. Emerge dalla disposizione una valutazione di disfavore *ex post* riferita ad atti di rivendita non rilevanti nella loro individualità bensì per effetto del rapporto di sistematicità, e cioè indotti da un carattere dell'attività posta in essere in un arco temporale anche successivo all'istante della conclusione del singolo contratto, e perfino da intermediari diversi da quello con cui l'investitore ha negoziato.

13. L'ultima domanda è se sia divenuta elemento costitutivo dell'ordine giuridico del mercato anche la tutela dei consumatori di servizi finanziari, secondo i fondamenti generali del Codice del Consumo.

La chiave di lettura va ricercata nella direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004, il cui disegno è nitidamente in senso contrario.

Lo "statuto" dei mercati e delle imprese di investimento operanti nei confronti del pubblico ha quale obiettivo primario garantire un'elevata

qualità nell'esecuzione delle operazioni degli investitori e l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario (*Considerando* n. 5), che richiede il funzionamento efficiente e ordinato dei mercati (*ibidem*).

La finalità di “garantire la tutela degli investitori e la stabilità del sistema finanziario” è alla base di tutta la disciplina dell'impresa finanziaria (*Considerando* n. 17, relativo all'obbligo di autorizzazione all'accesso all'attività di intermediazione), essendo l'impresa finanziaria fonte di rischio di controparte per gli altri partecipanti al mercato in quanto gestisce un portafoglio di negoziazione a titolo professionale (*Considerando* n. 21, relativo alla *ratio* della regolamentazione prudenziale).

Cardini della regolamentazione debbono essere la segregazione dei diritti di proprietà degli investitori rispetto al patrimonio dell'impresa finanziaria (*Considerando* n. 26), la prevenzione della ripercussione sugli interessi dei clienti dei conflitti di interessi, considerati dalla direttiva inevitabili in ragione dell'estensione della gamma di attività svolte unilateralmente dalle imprese (*Considerando* n. 29), la concorrenza leale sui mercati, la quale esige che i partecipanti al mercato e gli investitori possano raffrontare i prezzi che le sedi di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi unilaterali di negoziazione e intermediari) sono tenute a rendere pubblici (*Considerando* n. 34), la trasparenza delle operazioni e la diffusione delle informazioni, “necessarie per garantire l'effettiva integrazione dei mercati azionari degli Stati membri, per rafforzare l'efficacia del processo globale di formazione dei prezzi degli strumenti rappresentativi del capitale e per favorire il rispetto effettivo dell'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori” (*Considerando* n. 44).

Le regole di accesso e di conformazione dell'attività delle imprese finanziarie debbono essere uniformate a livello europeo per raggiungere lo scopo di creare un mercato finanziario integrato, a sua volta ritenuto strumento attraverso il quale gli investitori siano efficacemente tutelati e l'efficienza e l'integrità del mercato nel suo complesso siano salvaguardate (*Considerando* n. 71).

L'ossatura su cui si articola il sistema della direttiva è dunque il rapporto impresa-mercato, di cui quello impresa-cliente è uno svolgimento, quale momento storico e concreto in cui si realizza l'azione dell'intermediario sul mercato e si personalizzano, nei confronti del soggetto-cliente, i doveri comportamentali e organizzativi cui l'intermediario è comunque tenuto per il fatto di essere ammesso al mercato.

In questa prospettiva, la direttiva non attribuisce alcuna rilevanza alla natura di “consumatore” della controparte dell'impresa, ma anzi espressamente dichiara che “cliente” di questa possano essere anche soggetti professionali (cfr. art. 4, comma 1, n. 11) e controparti qualificate (*Considerando* n. 40), con ciò confermando che il perno degli obblighi dell'impresa finanziaria consiste non nella relazione con questo o quel cliente, ovvero con una o con altra categoria di clienti, bensì nella sua

relazione verso il mercato, sul quale essa indifferentemente opera in modo sistematico e continuativo quale controparte di clienti di ogni tipo.

Nulla giustifica pertanto, nella direttiva, l'estensione alla disciplina dell'impresa finanziaria sul mercato, quale sua parte qualificante, della sfera della protezione "commerciale" del consumatore, secondo l'estensione e il contenuto propri del Codice del Consumo, con il corollario di devolvere interpretativamente all'Autorità di vigilanza sul mercato sfere di competenza relative alla fase strettamente commerciale del rapporto impresa-consumatore, che probabilmente non le sono neppure proprie per metodologie e strumenti (si pensi, soprattutto, alle pratiche aggressive).

14. La direttiva non toglie voce, certamente, alle esigenze specifiche del consumatore, ma lo fa limitandone il rilievo all'accesso alla tutela.

Al riguardo, essa da un lato pone il principio che gli Stati membri incoraggino gli organismi pubblici o privati istituiti ai fini della composizione extragiudiziale delle controversie tenendo conto della raccomandazione 98/257/CE della Commissione, del 30 marzo 1998 in materia di consumo (*Considerando* n. 61); e stabilisce all'art. 53 la regola che gli Stati membri debbano incoraggiare l'istituzione di procedure efficaci ed effettive di reclamo e di ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie in materia di consumo relative alla prestazione di servizi di investimento da parte di imprese di investimento avvalendosi, se del caso, degli organismi esistenti.

Dall'altro (art. 54), impone agli Stati membri di attribuire la legittimazione attiva nelle controversie nell'interesse dei consumatori a organizzazioni di consumatori aventi un legittimo interesse a proteggerli.

Il disegno è dunque chiaro. L'ordine del mercato è posto prescindendo integralmente dalla specificità delle relazioni tra impresa finanziaria e consumatori, e fa perno sul rapporto impresa-mercato, in cui si radica la ripetuta e sistematica accensione di rapporti individuali impresa-cliente della tipologia più varia, "professionale", "qualificata", "al dettaglio", della quale ultima il "consumatore" è una sottocategoria. Quando l'azione dell'impresa finanziaria è diretta nei confronti di consumatori in senso proprio, vengono poste regole speciali di tutela all'accesso alla giustizia.

Alla luce di questo disegno della direttiva deve essere letta la disciplina di attuazione, che l'art. 7, comma 1, d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, ha introdotto con i nuovi artt. 32 *bis* e 32 *ter* del TUF.

L'art. 32 *bis*, TUF attribuisce la legittimazione ad agire "per la tutela degli interessi collettivi degli investitori", connessi alla prestazione di servizi e attività di investimento alle "associazioni dei consumatori inserite nell'elenco di cui all'art. 137 del d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206" nelle forme previste dagli artt. 139 e 140 (non anche l'art. 140 *bis*, Cod. Cons.

istitutivo dell'“azione di classe” a tutela degli interessi individuali omogenei dei consumatori).

Ad una lettura superficiale potrebbe apparire che la previsione introduca nel diritto dei mercati un'equazione investitori-consumatori e che, posta l'endiadi al cuore del sistema della tutela, principi e regole del diritto dei consumatori diventino per ciò stesso principi e regole della tutela degli investitori.

Il discorso va invece esattamente ribaltato.

L'area della legittimazione ad agire delle associazioni dei consumatori riconosciute dall'art. 139, Cod. Cons. è da quella stessa disposizione generale rigorosamente circoscritta alle “ipotesi di violazione degli interessi collettivi dei consumatori” contemplati dal Codice del Consumo e da altre disposizioni legislative. La disposizione del TUF non può estenderla attribuendo una competenza rappresentativa di interessi che, per espressa disposizione comunitaria recepita nel nostro ordinamento, possono riguardare investitori – cioè controparti dell'impresa di investimento – anche diversi dalle persone fisiche che operano al di fuori dell'esercizio della propria attività imprenditoriale o professionale.

Le associazioni dei consumatori possono dunque intervenire, e chiedere (art. 140, Cod. Cons.) l'inibizione di atti e comportamenti, l'adozione di misure idonee a correggerne o eliminarne gli effetti e la pubblicazione dei provvedimenti, in quanto l'azione dell'impresa finanziaria sia volta in pregiudizio di investitori che siano anche consumatori (e infatti v. l'art. 67 *novies decies*, Cod. Cons., che già le legittimava al reclamo e all'azione di inibitoria nel caso di violazione delle disposizioni sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari a consumatori). Poiché, come si è detto, l'azione dell'impresa finanziaria è svolta sistematicamente e continuativamente presso clienti del più diverso tipo, e poiché essa è in grado di riverberare i propri effetti sui rischi “acquistabili” sul mercato, o già acquistati e “rivendibili”, in uno svolgimento senza soluzione di continuità di operazioni di segno reciproco, la competenza delle associazioni di consumatori è tendenzialmente generale in quanto su quel mercato, in ogni momento e per qualunque tipologia di operazione ammessa, possono divenire attori anche soggetti aventi qualifica di consumatori, nei cui confronti la violazione degli obblighi dell'intermediario può quindi per definizione produrre effetto, magari manifestandosi *ex post* quando il consumatore è entrato nell'investimento.

La tutela degli interessi collettivi degli investitori garantisce quindi la tutela degli interessi dei consumatori attualmente o potenzialmente ricompresi nella più ampia categoria di investitori, assieme a soggetti aventi diversa qualificazione giuridica.

Ciò spiega perché l'art. 32 *bis* TUF non senta alcuna necessità di operare un richiamo all'art. 140 *bis*, Cod. Cons., in materia di azione di classe a tutela di interessi individuali omogenei di categorie di consumatori,

disposizione che opera, in ogni caso, nei limiti posti dalla disciplina di legge, a prescindere dalla specificità della materia. Essa non postula affatto, per essere applicata ai rapporti finanziari, l'identità tipologica tra consumatore e investitore, e anzi conferma che, nel novero della categoria degli investitori, i consumatori sono semplicemente soggetti a disposizioni speciali in materia di tutela, che si aggiungono a quelle comuni.

Tra queste ultime, si segnala proprio l'art. 32 *ter*, TUF, in materia di risoluzione stragiudiziale delle controversie, dove il legislatore italiano ha peraltro approfittato dello spazio impostogli dall'art. 53 della direttiva Mifid per le controversie in materia di consumo in materia finanziaria per istituire sistemi aperti non soltanto ai consumatori ma anche agli investitori in generale.

E, con perfetta simmetria, il d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179 (ma già la legge-delega 28 dicembre 2005, n.262, cd. "Legge sulla tutela del risparmio", all'art. 27) applica la speciale disciplina della conciliazione e arbitrato presso la Consob (in cui torna la legittimazione ad agire delle associazioni dei consumatori *ex art. 140, Cod. Cons.*) e la tutela del fondo di garanzia, destinato all'indennizzo dei danni patrimoniali causati dalla violazione delle norme del TUF sulla disciplina degli intermediari, a tutti gli "investitori" e "risparmiatori", escludendone solo quelli "professionali" e quindi includendovi anche investitori non consumatori.

Nonostante la apparenze, perciò, l'assalto dei consumatori per una poltrona all'ordine giuridico del mercato può dirsi, per il momento, nel suo complesso non riuscito.