

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA  
G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - G. MONTEDORO

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://WWW.RTDE.LUISS.IT)

La sede della Rivista è presso

la Fondazione G. Capriglione Onlus,

Università Luiss G. Carli,

Viale Romania 32, 00197 Roma.

## *Direzione Scientifica*

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci

F. Capriglione - R. Masera - G. Montedoro

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato di Redazione*

A. Tucci - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

## COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, E. del Prato, L. Di Brina, G. Di Taranto, C. Fresa, R. Lener, F. Maimeri, A. Manna, F. Merusi, G. Nicolini, M. Pellegrini, U. Perfetti, P. Reichlin, N. Rangone, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, M. Sepe, A. Sereni, D. Siclari, G. Terranova, V. Troiano, A. Urbani, A. Zimatore.

### REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del Comitato per la valutazione secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione ai membri del *Comitato*, perché i medesimi - entro un congruo termine - formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

### IL CONTRIBUTO DEL PRESENTE FASCICOLO È STATO VALUTATO DA:

U. Perfetti, E. del Prato



# IL CONFLITTO DI INTERESSI NEI SERVIZI DI INVESTIMENTO TRA CATEGORIE CIVILISTICHE E DISCIPLINA DI SETTORE

**SOMMARIO:** 1. *La fattispecie e l'evoluzione normativa della disciplina speciale* - 2. *Il regime attuale del conflitto di interessi tra fonti normative di diverso grado e funzionalità* - 3. *La violazione delle regole sul conflitto di interessi rispetto al rapporto contrattuale: cenni preliminari* - 4. *Rimedi applicabili in un'ottica di sistema.*

1. La percezione ed, ancor più, l'esatta rappresentazione degli interessi coinvolti nella prestazione dei servizi di investimento<sup>1</sup> è significativamente influenzata dalla componente fiduciaria<sup>2</sup> che la pervade laddove l'intermediario non compia le scelte di investimento più confacenti al perseguimento dell'interesse del cliente e funzionali alla valorizzazione del patrimonio di

---

<sup>1</sup> L'art. 1, quinto comma, T.U.F. è stato così modificato a seguito del recepimento della c.d. *Direttiva Mifid* (Direttiva n. 39/2004 e le direttive esecutive entrate in vigore in Italia dal novembre 2007): "per 'servizi e attività di investimento' si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione".

<sup>2</sup> Il termine "fiducia", naturalmente, è adoperato in senso atecnico e prescinde dalle annose questioni inerenti la natura del negozio fiduciario e le sue applicazioni pratiche, nonché il contrasto tra l'efficacia reale del trasferimento del diritto e l'efficacia obbligatoria del *pactum fiduciae*. Il riferimento è al concetto di fiducia intesa in senso lato, con riguardo non già alla posizione delle parti rispetto alla titolarità del diritto reale, bensì alla relazione che li lega, la quale denota, nella specie, dei tratti distintivi assenti in altri rapporti contrattuali ove non è dato riscontrare un obbligo di agire nell'interesse di un altro soggetto il quale sopporta, tuttavia, il rischio delle scelte (operazioni di investimento e disinvestimento) effettuate dal primo.

quest'ultimo. La disciplina sezionale, pertanto, ha regolamentato l'agire dei soggetti abilitati<sup>3</sup> non soltanto imponendo l'osservanza di obblighi comportamentali ispirati a canoni generali di condotta (correttezza, diligenza e trasparenza)<sup>4</sup>, ma ha inoltre tentato di istituire regole ulteriori per scongiurare

---

<sup>3</sup> L'art. 1, primo comma, lett. r, T.U.F., ante Mifid, precisava che i soggetti abilitati allo svolgimento di attività di investimento erano complessivamente: a) le imprese di investimento ex art. 1, primo comma, lett. h), T.U.F. (SIM ed imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie); b) le SGR; c) le SICAV; d) gli intermediari finanziari iscritti nell'apposito albo di cui all'art. 107 del T.U.B.; e) le banche autorizzate. La norma, modificata a seguito del recepimento della Direttiva Mifid, fornisce la seguente nuova elencazione dei soggetti abilitati: "le SIM, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, le Sicav nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento". Sotto questo profilo è da notare che l'attuale dato normativo conferma l'esistenza di un'abilitazione generale allo svolgimento di tutte le attività di intermediazione da parte delle imprese di investimento e delle banche (v. l'art. 18, primo e quarto comma, T.U.F.).

<sup>4</sup> L'art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F. prevede che l'intermediario debba tenere un comportamento secondo "correttezza, diligenza e trasparenza" nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati. La norma ricalca essenzialmente l'art. 17, primo comma, lett. a, del d. lgs. n. 415/1996. La legge sulle SIM, invece, non annoverava la "trasparenza", mentre enunciava la "professionalità" (art. 6, primo comma, lett.a). Quest'ultimo canone, tuttavia, è stato successivamente soppresso essendo ritenuto giustamente un predicato della diligenza in relazione alla natura dell'attività esercitata. Il T.U.F. non contempla, invece, i canoni della lealtà, della competenza, dell'impegno e dell'equità che, invece, erano indicati nella Direttiva comunitaria 93/22/CEE. La scelta del legislatore italiano sembrerebbe dovuta alla circostanza che il criterio della "competenza" sembrerebbe contenuto in quello di "diligenza professionale", mentre il canone della "lealtà" è sicuramente riconducibile alla "correttezza"; "l'impegno", invece, rievoca ancora la "diligenza professionale" intesa nel senso di adozione delle misure idonee al perseguimento ed al raggiungimento dell'interesse del cliente, nonché alla sua salvaguardia. Più complessa invece si è rivelata essere la ricerca di una risposta all'interrogativo della non menzione del canone dell' "equità" e della sua eventuale autonoma portata precettiva. Nonostante il silenzio dell'attuale normativa del T.U.F. è certamente da condividere l'opinione di chi (G. Alpa, Commentario al Testo Unico, cit., sub art. 21, 221) propende per assegnare al concetto in parola un'autonoma funzione, volta a farne rivivere l'operatività sul presupposto che l'art. 21 T.U.F. deve essere interpretato alla luce della menzionata direttiva. Sicché "l'equità" richiamata dalla disciplina speciale, a differenza dell'equità contrattuale o giudiziaria, costituirebbe comunque una regola alla quale l'attività di intermediazione dovrebbe sempre uniformarsi avendo, in particolare, la funzione di evitare abusi da parte dell'intermediario nella predisposizione delle clausole contrattuali e con riferimento agli oneri informativi in genere.

i possibili – e pur frequenti – conflitti di interessi<sup>5</sup> che potrebbero verificarsi nel corso del rapporto tra cliente ed intermediario.

In linea generale è da notare, anzitutto, che nel T.U.F.<sup>6</sup> si assiste ad uno snellimento della disciplina di settore mediante la rinuncia a predefinire i

---

<sup>5</sup> In linea generale si può dire che la dottrina ha adottato, in tema di conflitto di interessi, una partizione secondo la quale sarebbe rinvenibile un conflitto c.d. “interno” (o intrinseco) ed uno c.d. “esterno” (o estrinseco). Il primo denoterebbe la fisiologica contrapposizione tra i rispettivi interessi delle parti del contratto e sarebbe immanente al rapporto contrattuale relativo alla prestazione del servizio di investimento; il secondo, invece, dipenderebbe dalla connotazione relativa alla polifunzionalità del soggetto intermediario. L’argomento, in tempo recenti, è stato sempre più oggetto di riflessione e dibattito da parte della dottrina che ne ha indagato il modo di atteggiarsi rispetto ai vari ambiti applicativi, ed al susseguirsi delle normative speciali nel corso del tempo: cfr., in proposito, Inzitari – Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari a cura di Inzitari*, Padova, 2008, 112 ss.; Luminoso, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 739 ss.; Scotti Camuzzi, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva MIFID*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 1 ss.; Lener, *Il conflitto di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettivi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 429 ss.; Maffeis, *Contro l’interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 71 ss.; Id., *Forme organizzative, cura dell’interesse ed organizzazione dell’attività nella prestazione di servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 585 ss.; Id., *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002; Razzante, *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 59; Visentini, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, 456; Sartori, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento di servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, 208 ss.

<sup>6</sup> Ci si riferisce al decreto legislativo 26 febbraio 1998 n. 58 recante il nuovo Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. La materia dell’intermediazione finanziaria, da qualche tempo, era stata sottoposta ad un riassetto organico mediante l’istituzione della c.d. “riforma del risparmio” introdotta dalla legge 28 dicembre 2005 n. 262 che riguardava le “disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”. I 44 articoli della “riforma del risparmio” rappresentavano una eterogenea raccolta di disposizioni riguardanti profili della materia finanziaria assai diversi tra loro: dal conflitto di interessi degli intermediari, all’attuazione della direttiva comunitaria sul prospetto, dalla disciplina della revisione contabile, al sistema sanzionatorio penale ed amministrativo. Questa normativa si sarebbe dovuta sviluppare in via trasversale tra codice civile, Testo Unico Bancario (c.d. T.U.B.), T.U.F. e legge fallimentare. Tale riforma ha tuttavia avuto vita molto breve e, prima ancora della sua attuazione da parte della Consob, è stata innovata dal decreto legislativo 17 settembre 2007 n. 164, con il quale il Governo italiano è stato delegato a dare attuazione alla Direttiva 2004/39/CE che ridisegna l’intero quadro normativo in materia di mercati ed intermediari finanziari, modificando le Direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE ed abrogando la Direttiva 93/22/CEE (v., tra i contributi che si occupano del recepimento della nuova normativa comunitaria in tema di ser-

comportamenti ai quali gli intermediari dovrebbero attenersi: si è preferito, quindi, adottare lo strumento del richiamo alle clausole generali di matrice civilistica. La scelta, invero, è stata compiuta in ragione del fatto che se da un canto le regolamentazioni dettagliate apportano una maggiore certezza, d'altro canto esse si rivelano di minor tutela per il contraente inesperto il quale, sovente, non è in grado di coglierne l'effettiva portata.

Più in particolare, poi, in un'ottica più mirata all'analisi della questione che ci riguarda più da vicino, il legislatore speciale ha tentato di regolamentare le vicende conflittuali tra intermediario e cliente, con l'obiettivo di disincentivare quelle scelte operative eventualmente compiute dal primo in maniera opportunistica, le quali si risolverebbero in un danno per l'investitore e, di ri-

---

vizi di investimento, V. Sangiovanni, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della Mifid*, in *I contratti*, 2008, 176 ss.; Id., *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363 ss.; Id., *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva Mifid*, in *I contratti*, 2007, 243 ss.; F. Bruno-A. Rozzi, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della Mifid*, in *Le società*, 2007, 277 ss.; F. Recine, *La direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MIFID): nuove regole sulla cooperazione tra le autorità di vigilanza*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2006, I, 303 ss.; F. Durante, *Verso una diversa gradazione della tutela degli investitori (ed un diverso ruolo della Consob): dal diritto giurisprudenziale al recepimento delle misure di secondo livello della Mifid*, in [www.judicium.it](http://www.judicium.it), 2008, 176 ss.). Ad una prima lettura sembrerebbe che la nuova disciplina sia volta a creare un quadro normativo comune tra i vari Stati Membri attraverso l'istituzione di un'armonizzazione massima, che lascia ai vari ordinamenti nazionali, spazi di autonomia e discrezionalità assai ristretti (v., in tema, F. Vella, *Le sfide della Mifid*, in [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)). Ciò, differentemente da quanto avvenne per la Direttiva 93/22/CEE, la quale, contenendo più che altro principi di carattere generale che consentivano ampi margini di discrezionalità nel suo recepimento, ha favorito, dunque, la regolamentazione frammentaria e sensibilmente disomogenea tra gli Stati Membri. Il nuovo impianto normativo introdotto a livello di disciplina primaria, è stato quindi attuato attraverso l'emanazione: a) del Regolamento Consob 29 ottobre 2007 n. 16190, entrato in vigore il 2 novembre 2007, il quale ha sostituito il precedente regolamento Consob n. 11522 del 1998, in materia di intermediari; b) del Regolamento Consob del 29 ottobre 2007 n. 16191, anch'esso entrato in vigore il 2.11.2007, in materia di mercati; c) del Regolamento di emanazione congiunta Banca d'Italia – Consob del 31.10.2007, emanato ai sensi dell'art. 6, comma 2bis, del T.U.F., recante la nuova disciplina dei requisiti organizzativi e procedurali, dei conflitti di interesse e dei reclami della clientela.



flesso, per l'intero sistema finanziario<sup>7</sup>, secondo una impostazione che volge lo sguardo non soltanto alle esigenze di tutela della parte debole del rapporto, ma anche della stabilità e dello sviluppo del mercato<sup>8</sup>.

Un breve cenno al panorama normativo precedente è utile – in una visione d'insieme – al fine di percepire più facilmente la portata delle innovazioni introdotte, nel corso degli anni, nella materia che stiamo trattando.

La legge n. 1/1991 disciplinava il conflitto di interessi prescrivendo l'obbligo di evitare agli intermediari di effettuare operazioni anche potenzialmente conflittuali con l'interesse del cliente, salvo che non avessero comunicato per iscritto la natura e l'estensione dell'interesse in contrasto con quello del cliente e quest'ultimo li avesse comunque autorizzati per iscritto al compimento di quell'investimento<sup>9</sup>; demandava poi alla Banca di Italia la predisposizione di regole di separazione organizzativa ai fini della prevenzione del

---

<sup>7</sup> Non si può dimenticare, infatti, che dinanzi a scelte opportunistiche dell'intermediario, il cliente perderebbe la fiducia in esso riposta, ostacolando il normale funzionamento del mercato. Da qui i susseguenti interventi pubblici tesi a ripristinare la fiducia degli investitori turbata, anche in Italia, dai recenti crolli finanziari di grossi gruppi imprenditoriali (ad es.: casi Parmalat e Cirio), alimentati da scandali altrettanto imponenti, che hanno indotto a discutere sull'opportunità di una riforma del sistema del risparmio (v., in argomento, M. Onado, *Obiettivo fiducia*, in *Il sole-24 Ore*, 8 giugno 2004, 1).

<sup>8</sup> È stato affermato che gli obiettivi della composizione dei conflitti di interessi sono: in prima battuta quello di tutelare il risparmiatore ma, soprattutto, quello di ottenere il raggiungimento dell'interesse pubblico "alla stabilità economica e ad un'efficiente allocazione del risparmio" (così: L. Enriques, *Le tecniche di prevenzione del moral hazard risk nella normativa italiana in tema di intermediazione gestoria*, in *Banca, Impresa e Società*, 1995, 316).

Evidenzia la necessità che l'attività degli intermediari venga indirizzata verso comportamenti che non inibiscano l'investimento dei risparmiatori e, quindi, lo sviluppo del mercato mobiliare: G. Zadra, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, II ed., Milano, 1995, 168.

<sup>9</sup> L'art. 6, lett. g, della legge n. 1/1991 così disponeva: le società di intermediazione mobiliare nello svolgimento delle loro attività (tutte) "non possono effettuare operazioni con o per conto della clientela se hanno direttamente un interesse conflittuale nell'operazione, a meno che non abbiano comunicato per iscritto al cliente la natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione, e il cliente non abbia preventivamente ed espressamente acconsentito per iscritto alla effettuazione

<sup>10</sup> V. art. 9, quinto comma, lett. c, della legge n. 1/1991.

conflitto<sup>10</sup>. In altri termini veniva interdetto all'intermediario di agire in situazioni conflittuali, in mancanza di autorizzazione preventiva del cliente. Tale soluzione normativa si rivelò ben presto inadeguata soprattutto a cagione della palpabile presenza, tra le parti del rapporto, di asimmetrie informative tali da far ritenere quell'autorizzazione preventiva inefficace ai fini della tutela dell'interesse del cliente, proprio in virtù del diverso bagaglio di conoscenze tecniche esistente tra le parti. Peraltro – anche a prescindere dalla conoscenza precaria del cliente circa l'effettiva estensione dell'interesse dell'intermediario in conflitto, in virtù della quale avrebbe potuto pertanto assentire all'operazione<sup>11</sup> – la regola dell'art. 6, lett. g, della legge n. 1/1991 non poneva al riparo l'investitore dalle conseguenze negative di un investimento compiuto in maniera scorretta dall'intermediario (cioè in conflitto di interessi), seppur con il consenso preventivo rilasciato dal cliente.

Conviene ricordare, infine, che tale meccanismo poggiava su una nozione c.d. statica di conflitto di interessi: una situazione, insomma, ove assumeva rilevanza il contrasto tra gli interessi in gioco, prima ancora dell'esecuzione dell'incarico da parte del soggetto abilitato, abbracciando finanche le ipotesi che si sarebbero potute rivelare di mera concorrenza di interessi tra le parti. E siccome è proprio dall'elemento fiduciario del rapporto che discendeva l'impossibilità di predeterminare quando l'interesse dell'intermediario potesse essere concretamente confliggente con quello del cliente, tale impostazione al problema dibattuto non portava ad alcun risultato davvero apprezzabile. Tale sistema, perciò, si rivelava da una parte troppo rigido rispetto alla dinamicità insita nel rapporto contrattuale, in quanto richiedeva la verifica della "natura" e della "estensione" dell'eventuale conflitto, nonché l'autorizzazione che di

---

<sup>11</sup> Difatti l'intermediario non disinteressato ben poteva carpire il consenso del cliente, prospettandogli i termini economici dell'operazione in maniera non veritiera o, comunque, carente.

volta in volta il cliente aveva necessità di fornire onde permettere all'intermediario il compimento dell'operazione; d'altra parte eccessivamente formalista poiché la tecnica del consenso preventivo, spesso e volentieri, si risolveva in una scelta deresponsabilizzante per l'intermediario il quale veniva autorizzato dal cliente al compimento di operazioni dannose, a cagione della mancanza di competenze specifiche di quest'ultimo. La fragilità e l'insufficienza di tale disciplina ha indotto il legislatore all'adozione di un nuovo modello normativo per la soluzione delle situazioni di conflitto di interessi. Il c.d. decreto Eurosim<sup>12</sup>, recependo le indicazioni di provenienza comunitaria (Direttiva 93/22/CEE), e constatando, peraltro, che la congenita polifunzionalità degli intermediari provocava la abituale compresenza di situazioni conflittuali, non ha più disposto regole specifiche di separazione organizzativa interna per tutti i soggetti abilitati, preoccupandosi semplicemente di imporre a questi ultimi l'obbligo di organizzarsi per "ridurre" l'insorgenza di conflitti, con la consapevolezza che, in caso di esito negativo, l'operazione in conflitto avrebbe dovuto comunque rispettare l'interesse del cliente, assicurandogli un trattamento trasparente ed equo<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> A livello comunitario, in quel tempo, si avvertì l'esigenza di dar vita ad una disciplina unitaria e compiuta dei distinti mercati regolamentati, in un'ottica volta alla armonizzazione della materia tra i vari Stati membri della Comunità Europea. A ciò pensarono le Direttive CEE n. 22/93 e n. 6/93 in tema di servizi di investimento in valori mobiliari e di adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento. Tali direttive, nel contempo, affermarono il principio del "mutuo riconoscimento", in virtù del quale le imprese di investimento autorizzate all'attività di intermediazione in uno degli Stati membri, potevano svolgere l'attività medesima anche in uno degli altri Stati, seppur sotto il controllo dello Stato di appartenenza. In questo contesto il Governo italiano, in seguito all'emanazione della legge delega 6 febbraio 1996 n. 52, approvò il d. lgs. 23 luglio 1996 n. 415 (c.d. decreto Eurosim).

<sup>13</sup> L'art. 17, primo comma, lett. c, del d. lgs. n. 415/1996 stabiliva che gli intermediari avrebbero dovuto "organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento".

Le finalità perseguite dal decreto Eurosim mediante la regolamentazione delle situazioni di conflitto sono state ulteriormente ribadite nella disciplina – ante Mifid – del T.U.F. L’art. 21, primo comma, lett. c, T.U.F., infatti, ha ripercorso la medesima via tracciata dalla legislazione appena precedente, obbligando gli intermediari a strutturarsi onde “ridurre al massimo il rischio di” situazioni conflittuali e, ove il conflitto si dovesse verificare, di garantire al cliente un trattamento trasparente ed equo.

Vediamo, dunque, quali sono le indicazioni precettive desumibili dalla normativa appena menzionata. Anzitutto la consapevolezza della estrema difficoltà – se non addirittura dell’impossibilità – di inibire il compimento di operazioni in conflitto intervenendo con rigide regole in tema di separazione organizzativa e di controllo<sup>14</sup> del portafoglio affidato: la norma (art. 21 T.U.F.), infatti, enunciava che lo scopo da perseguire era quello di “ridurre al minimo” le situazioni di conflitto. In secondo luogo emergeva anche il fatto che il fine ultimo dell’eventuale compimento dell’investimento in una situazione conflittuale, sarebbe dovuto essere il soddisfacimento dell’interesse del cliente<sup>15</sup>, il

---

<sup>14</sup> Nella passata legislazione si riteneva che un efficace sistema di prevenzione dei conflitti di interessi dovesse prevedere un controllo del portafoglio finanziario del cliente al fine di impedire che in esso si riscontrassero strumenti finanziari emessi o collocati dall’intermediario o da altra società appartenente al medesimo gruppo al quale facesse parte il soggetto abilitato. Ciò in virtù della considerazione che l’eccessiva presenza di quei titoli, rappresentasse inevitabilmente un indice presuntivo della volontà del gestore di realizzare un proprio interesse, diretto o indiretto, a discapito del cliente.

Tale impostazione del problema, tuttavia, presupponeva la predisposizione di limiti troppo stringenti alla discrezionalità del gestore, rispetto alla particolare fisiologia del rapporto, basato sulla indiscutibile *fides* che il cliente ripone nell’intermediario. Ragionando in quei termini, dunque, alla limitazione della possibilità che l’abuso si potesse compiere, corrispondeva il venir meno della stessa ragion d’essere dell’affidamento in gestione ad un soggetto professionalmente preparato.

<sup>15</sup> Il legislatore, dunque, propende per una disciplina del risultato dell’azione posta in essere in una situazione conflittuale, e non della valutazione astratta della situazione di conflitto (cfr., tra la dottrina civilistica più autorevole, P. Rescigno, Relazione di sintesi all’incontro di studio a cura di G. Visintini, in G. Visintini (a cura di), *Rappresentanza e gestione*, Padova, 1992, 260; L. Francario, *Il conflitto di interessi nella rappresentanza*, in L. Bigliazzi Geri ed altri (a cura di),

quale sarebbe stato comunque garantito, in tale situazione, da un trattamento trasparente ed equo. Il dovere di trasparenza comporta per l'intermediario la necessità di rendere edotto il cliente della situazione conflittuale affinché quest'ultimo possa scegliere se bloccare l'investimento o, viceversa, autorizzarlo<sup>16</sup>, valutando successivamente, ad investimento compiuto, ed in virtù

---

tomo IV, in Tratt. Bessone, Torino, 2000, 75).

Anche la giurisprudenza di legittimità, sul punto, ha fatto buon governo di questa interpretazione, subordinando l'applicabilità del rimedio impugnatorio testualmente previsto, solo nel caso che il risultato dell'azione manifesti una chiara contrarietà all'interesse del dominus (v., in argomento, Cass. 24 febbraio 1998 n. 1998, in Corr. giur., 1998, 665; Cass. 21 agosto 1996 n. 7698, in Foro it., 1996, I, 3356).

<sup>16</sup> In effetti la disciplina regolamentare ante Mifid sembrava aver scelto una soluzione normativa sulla falsariga di quella adottata dalla legge sulle SIM, ricelebando, per tutti i servizi di investimento, la regola *disclose or abstain*. L'art. 27 della deliberazione Consob n. 11522/1998, infatti, disponeva che "gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, salvo che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione".

L'art. 45 della suddetta deliberazione, poi, in tema di gestione patrimoniale, snelliva il meccanismo autorizzativo in situazioni conflittuali e lasciava all'intermediario un maggior raggio d'azione, consentendogli l'acquisizione di un'autorizzazione una tantum per il compimento di qualunque operazione in conflitto di interessi, purché l'operazione fosse contenuta entro determinati limiti stabiliti dal regolamento medesimo ed a patto che l'esistenza e la natura del conflitto fossero chiaramente rappresentate dal gestore. In tale contesto l'autorizzazione in questione non poteva avere la portata che le era stata attribuita nel vigore della normativa passata (legge n. 1/1991): ossia non poteva fungere quasi da esimente alla responsabilità del gestore nell'ipotesi in cui quest'ultimo avesse compiuto un'operazione generatrice di un pregiudizio economico per il cliente, perseguendo un interesse confliggente rispetto a quello dell'investitore. La ratio della disciplina più recente ha fatto propendere per una interpretazione che non assegna al consenso espresso rilasciato dal gestito la funzione di esimente della responsabilità del gestore. Ciò in quanto sarà sempre necessaria la rispondenza dell'investimento all'interesse del cliente e mai ad un interesse con quest'ultimo in conflitto. In questi termini milita, del resto, anche un recente orientamento della giurisprudenza di merito (v. Trib. Roma 18 febbraio 2002, in Dir. e resp., 2003, 291 ss., ove il Tribunale, statuendo in una fattispecie in cui il gestore aveva venduto dei titoli di Stato conferiti in gestione per poter acquistare quote di fondi comuni di investimento di una SGR appartenente al gruppo, ha condannato l'istituto di credito-gestore, il quale nonostante avesse ricevuto dal cliente un "mandato senza limiti di sorta e ricomprensivo delle operazioni in conflitto di interesse", è stato ritenuto responsabile per il fatto "che la vendita dei BTP era obiettivamente sconveniente per l'attrice e non necessaria al momento dell'attuazione").

dell'informazione preventivamente data dall'intermediario, le ripercussioni sul proprio patrimonio. In quest'ambito, quindi, l'obbligo della trasparenza, rappresentava un canone comportamentale che non possedeva una funzione deresponsabilizzante, ma assurgeva a principio generale in ragione della tutela dell'investitore. Altrettanto è da dirsi per l'altro elemento rappresentato dall'equo trattamento. La nozione in parola costituiva un ulteriore esempio di clausola generale che, in quanto tale, poteva essere colta nella sua essenza soltanto ove riempita di contenuto più specifico. È stato rilevato che, da un punto di vista interpretativo, il concetto potrebbe prestare il fianco a più di un significato, potendosi immaginare che l'equità possa entrare in gioco per il contemperamento di interessi facenti capo a clienti differenti<sup>17</sup>, oppure costituire il parametro per il bilanciamento tra interessi contrapposti – e paritariamente degni di tutela – dell'intermediario e del cliente<sup>18</sup>. E tuttavia la circostanza che al dovere di "equità" fosse stata ritagliata una posizione ben precisa (circostritta, cioè, alla situazione del conflitto di interessi), senza assurgere a dovere comportamentale di carattere generale, aveva indotto, più che comprensibilmente, a collocarlo nell'ambito di ciascun rapporto tra intermediario e cliente<sup>19</sup>. Un rapporto nel quale, tuttavia, veniva preminentemente

---

<sup>17</sup> È questa l'opinione espressa da: F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2001, 109, il quale osserva che la circostanza per la quale la clausola dell'equo trattamento vale per le sole ipotesi in cui è presente una situazione conflittuale, starebbe a dimostrarne la valenza del tutto autonoma rispetto all'operatività degli ulteriori obblighi di diligenza, trasparenza e correttezza che regolerebbero, più in generale, i rapporti tra cliente ed intermediario. E tuttavia, qualora si volesse aderire a tale scelta interpretativa, si dovrebbe concepire che l'attività dell'intermediario possa compiersi, qualche volta, sacrificando l'interesse di un cliente nella misura richiesta dalla necessità di soddisfare le esigenze di un altro cliente. In realtà è fuor di dubbio che l'intermediario debba agire nei confronti di tutta la clientela con la medesima diligenza professionale.

<sup>18</sup> Cfr., in questi termini, D. Maffei, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., 487; Id., *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 464.

<sup>19</sup> Di questo avviso sono anche: G. Alpa, *Nuovi aspetti della tutela del risparmiatore. L'esperienza italiana tra diritto comunitario e diritto interno*, in R. Alessi (a cura di), *Diritto Eu-*

perseguito l'interesse del cliente, nonostante un certo margine di libertà fosse comunque lasciato al soggetto abilitato in linea, del resto, con la maggiore flessibilità riscontrabile nella disciplina della normativa primaria<sup>20</sup>. Ecco che con il riferimento all'equo trattamento, la legge aveva voluto imporre all'intermediario il dovere di non privilegiare, nel compimento dell'operazione di investimento, l'interesse proprio anziché quello, senza dubbio prioritario, del cliente. Tale clausola, dunque, rilevava anche a prescindere dal rispetto degli altri elementi formali idonei a scongiurare una situazione conflittuale: essa, infatti, era da sola sufficiente a far ritenere responsabile l'intermediario che, pur tenendo una condotta operativa formalmente impeccabile, poteva rivelarsi inadempiente da un punto di vista sostanziale<sup>21</sup>. L'intenzione della legge, quindi, era verosimilmente quella di permettere all'intermediario di agire anche quando avesse un interesse personale nell'operazione, previa informativa dell'esistenza di tale interesse al cliente, dal quale avrebbe dovuto ottenere l'eventuale autorizzazione per il compimento dell'investimento. Il T.U.F., pertanto, dopo aver proceduto ad una rivisitazione della nozione di conflitto di interessi esaltandone l'aspetto dinamico, lo ha qualificato alla stregua di un vero e proprio inadempimento contrattuale<sup>22</sup> che si sostanzia nella violazione dell'obbligo di agire nell'interesse del cliente nel corso delle operazioni di investimento: un inadempimento che comunque esula dalla diversa fattispecie di inadempimento generata da un comportamento negligente

---

*ropeo e autonomia contrattuale*, Palermo, 1999, 87; F. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 292; G. Visentini, *La disciplina del conflitto d'interessi nel mercato mobiliare*, cit., 486.

<sup>20</sup> Discorso parzialmente differente deve essere fatto con riferimento alla normativa secondaria la quale è improntata ad una maggiore formalità che irrigidisce il sistema delineato dalla disciplina del T.U.F.

<sup>21</sup> Come è stato ritenuto, ad esempio, nella pronuncia del Tribunale di Roma 18 febbraio 2002, cit.

<sup>22</sup> La questione del conflitto di interessi come fattispecie di inadempimento verrà sviluppata infra.

da parte dell'intermediario<sup>23</sup>. Del resto è da notare che l'esigenza di una differenziazione sotto il profilo delle misure di tutela da accordare al danneggiato, trae fondamento dalla circostanza che la differente natura delle due violazioni di cui si è detto poc'anzi, dipende da parametri comportamentali nettamente distinti, seppur funzionalmente indirizzati, in un'ottica generale, alla realizzazione dell'interesse dell'investitore. In un caso, infatti, emerge la "correttezza" quale dovere generale che si scinde nei due suoi sottotipi (trasparenza ed equo trattamento), nell'altro caso la diligenza o perizia.

2. A grandi linee si può dire che il legislatore ha scelto di impiegare il modello della normazione pluralista, stabilendo regole di principio da far valere per qualsiasi attività di prestazione di servizi finanziari, nonché ulteriori disposizioni riferite, invece, alle particolarità delle singole attività di intermediazione finanziaria.

In questo contesto, operano le norme primarie del T.U.F. le quali, tuttavia, spesso e volentieri, rinviano ai poteri ed alle responsabilità di normazione secondaria delle autorità di pubblica vigilanza. Ne risulta, pertanto, un regime multiforme e costantemente aperto a possibili integrazioni.

La portata di questa tecnica di normazione, tendente a distribuire su fonti di diverso grado il regime del contratto, esula dall'oggetto del presente approfondimento, perciò qui s'intende soltanto segnalarne l'atteggiarsi e l'ambito. L'oggetto della normativa primaria tende piuttosto alla regolamentazione dei mercati finanziari, di guisa che la disciplina del conflitto di interessi

---

<sup>23</sup> Cfr., ancora, A. Fici, Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari, in Riv. crit. dir. priv., n. 2, 1997, 302 ss., il quale precisa che la maggiore connotazione pregiudizievole della condotta scorretta rispetto a quella negligente sta nel fatto che nella prima ipotesi il soggetto abilitato viola la fiducia che il cliente gli ripone per la realizzazione di un interesse personale. Da qui l'esigenza di misure sanzionatorie differenti: più severe nel primo caso, meno rigide nel secondo.



non può essere attinta, se non limitatamente, da essa in via diretta. In altri termini le norme volte a disciplinare il funzionamento dei mercati finanziari – le quali, in questa prospettiva, esprimono una vocazione preminentemente pubblicistica – si traducono, rispetto al regime privatistico della nostra questione, in altrettanti criteri dai quali ricavare il regime che la impronta.

Come già precisato in precedenza, a seguito del recepimento della Direttiva Mifid, il legislatore ha innovato la disciplina in questione, ed ha introdotto l'art. 21, comma 1bis, lett. a e lett. b, T.U.F., prevedendo precisi obblighi per gli intermediari i quali: a) “adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato”.

La normativa secondaria, post Mifid, istituisce, altresì, una disciplina articolata del conflitto di interessi che si estrinseca in un dovere di organizzazione, in un divieto di agire in situazione di conflitto di interessi, derogabile solo a certe precise condizioni, ed in un regime risarcitorio per la violazione sostanziale del dovere di cura dell'interesse del cliente. Tale normativa è contenuta, in particolare, negli artt. 23-24-25-26 del Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob emanato ai sensi dell'art. 6, comma 2bis, e 201, comma 12, T.U.F., il 29 ottobre 2007.

Il modello attuale ripercorre le linee guida della disciplina precedente, prevedendo un divieto derogabile di agire, che consente di considerare non vietata l'operazione finanziaria solamente quando vi sia stata una espressa

manifestazione di volontà del cliente che sia seguita ad un'adeguata informazione.

La nuova disciplina regolamentare si segnala, inoltre, per un carattere di rilevante novità, consistente nel fatto che essa si applica tanto ai clienti al dettaglio, quanto ai clienti professionali (ed alle controparti qualificate): in altri termini, con il recepimento della Direttiva Mifid, non è lasciato alcuno spazio all'intermediario per il compimento di operazioni in situazioni conflittuali, neppure ove quest'ultimo abbia come controparte un operatore qualificato. Questa novità non è di poco conto, dal momento che le regole che attengono al conflitto di interessi, esulano dalla maggiore o minore conoscenza da parte dei clienti delle caratteristiche degli strumenti finanziari e dei modelli contrattuali che ne abilitano l'operatività (e, pertanto, dalla maggiore o minore asimmetria informativa in virtù della quale si giustifica ex art. 6 T.U.F., un differente regime di tutela tra la clientela appartenente a categorie disomogenee). Ecco che, in tal modo, il conflitto di interessi rappresenta la principale patologia riscontrabile dalla natura di cooperazione dei rapporti tra intermediari e clienti, a prescindere dal grado di conoscenza, esperienza o professionalità di questi ultimi. In estrema sintesi, dunque, a fronte di un cliente esperto potrebbe anche ammettersi una minore tutela in tema di obblighi informativi, ma non si potrebbe comunque affermare la possibilità dell'intermediario di compiere operazioni finanziarie in conflitto di interessi, in ragione della maggiore esperienza, in tale ambito di materia, del cliente.

Ma andiamo con ordine volgendo lo sguardo, anzitutto, alla normativa primaria.

Si è già detto che l'intervento comunitario si è orientato essenzialmente verso una politica di regolamentazione del conflitto di interessi, anziché di prevenzione dello stesso, sulla considerazione, invero in larga parte condivisi-

bile, che tutto ciò costituisca una situazione fisiologica o, comunque, assai frequente nell'ambito della contrattazione finanziaria.

In questo contesto viene omessa, seppur in via meramente formale, la fase della *disclosure* e del profilo autorizzativo del cliente, ponendo piuttosto l'accento sugli aspetti organizzativi dell'impresa intermediaria, la quale dovrebbe attenersi a norme organizzative, funzionali ad evitare che la situazione conflittuale incida "negativamente sugli interessi dei clienti"<sup>24</sup>. La normativa comunitaria, tuttavia, rimane silente circa il contenuto delle norme che si sarebbero dovute adottare per perseguire l'obiettivo testé citato, nonché in merito alla concreta modalità operativa che l'intermediario dovrà tenere laddove le disposizioni organizzative di gestione del conflitto si rivelino insufficienti, di guisa che non è dato sapere con certezza se in tale ultima evenienza, l'impresa di investimento necessiti di una espressa autorizzazione del cliente al compimento dell'operazione, oppure se risulti sufficiente una semplice informativa sul punto.

L'art. 21, comma 1bis, T.U.F., in ogni caso, esprime anzitutto l'obbligo generale del soggetto abilitato di individuare e gestire la situazione di conflitto mediante accorgimenti organizzativi, oltre che di informare il cliente della natura e della fonte del conflitto quando le predette misure organizzative si rivelino insufficienti. Si tratta certamente di una presa di posizione già nota al nostro sistema normativo speciale che, nella disciplina ante Mifid, contemplava un obbligo organizzativo tale da "ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento" (art. 21, primo comma, lett. c, T.U.F.).

---

<sup>24</sup> V. art. 13 della *Direttiva Mifid*.

Può accadere quindi che l'intermediario ometta di informare il cliente, data la "ragionevole certezza che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato", e che comunque segua un danno dipendente dall'incidenza dello stesso interesse sull'operazione finanziaria la quale si rivela svantaggiosa per il cliente.

Si è ipotizzato che qui si potrebbe finanche concepire un esonero di responsabilità dell'intermediario per le conseguenze negative che il cliente potrebbe subire.

Ma ad un'attenta analisi la conclusione non è in questi termini: se è vero che nell'ipotesi appena richiamata l'intermediario non è tenuto ad informare il cliente, tale alleggerimento di funzione non dipende certamente dal fatto che la presenza di un interesse in conflitto non vada comunicata, ma attiene invece alla diversa circostanza in cui le misure organizzative, essendo state in grado di prevenire la situazione conflittuale, rendano pertanto superflua ogni sorta di comunicazione preventiva di un conflitto che non c'è in quel momento e che, semmai, potrà successivamente incidere negativamente sull'operazione soltanto all'atto del suo compimento<sup>25</sup>. Sicché se da un canto l'adozione di un'organizzazione tale da evitare "il rischio di nuocere agli interessi dei clienti", mediante un accertamento fondato su criteri valutativi di natura oggettiva, paralizza l'operatività dell'obbligo dell'intermediario di astenersi in assenza di informazione, d'altro canto la sussistenza di idonee misure organizzative non esclude, comunque, l'operatività del dovere di "servire al meglio l'interesse dei clienti" (art. 21, primo comma, lett. a, T.U.F.), con la specifica diligenza profes-

---

<sup>25</sup> V., D. Maffei, *Sostanza e rigore nella disciplina Mifid del conflitto di interessi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2008, 581 ss., il quale sostiene, in via condivisibile, che il conflitto di interessi è "inteso, qui, come risultato dell'azione, ciò che, però, non rappresenta affatto una patologia suscettibile di utile informazione preventiva (che si giustifica quando il conflitto di interessi è inteso come situazione), bensì rappresenta una patologia in *executivis* sanzionata dall'ordinario dovere di diligenza professionale".

sionale richiesta in base alla natura ed alla tecnicità dell'attività posta in essere.

Le disposizioni rivenienti dalla fonte secondaria, poi, non solo sanciscono, in linea con quanto già osservato poc'anzi, il principio di creare all'interno della struttura di ciascuna impresa di intermediazione una organizzazione tesa ad evitare che le situazioni conflittuali possano pregiudicare gli interessi della clientela (art. 23, primo comma, Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob), ma dispone anche che la gestione dei conflitti, fondata sulle suddette misure organizzative, assicuri comunque che "l'affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente" (art. 23, secondo comma, Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob).

Ma veniamo al dato che qui interessa maggiormente in funzione delle possibili conseguenze sulla sorte dell'operazione finanziaria e, di riflesso, della individuazione del rimedio applicabile in ipotesi di violazione delle varie regole che improntano il tema del conflitto di interessi in materia finanziaria. L'art. 23, terzo comma, del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob, in realtà, non prescrive esplicitamente la necessità del requisito formale o di un dato contenuto con riferimento al consenso del cliente, né richiede che esso sia prestato in via specifica ed autonoma rispetto al compimento dell'operazione. Ciò a differenza di quanto fosse necessario nella disciplina previgente, allorché, invece, il cliente avrebbe dovuto autorizzare l'intermediario ad agire in una situazione di conflitto, in via specifica e con autonoma manifestazione di volontà, esplicitando, peraltro, la propria consapevolezza circa la natura del conflitto e la precipua informazione ricevuta dall'intermediario (art. 27 Regolamento Consob n. 11522 del 1998). E tuttavia se è certo che la norma attualmente in vigore (art. 23, terzo comma, Regolamento congiunto) non

contiene qualche previsione che preclude il compimento dell'operazione in assenza dello specifico atto autorizzativo del cliente, è altrettanto vero che l'indicazione precettiva che emerge attesta, senza dubbio, la necessità di una "decisione informata", richiamando, neppure tanto implicitamente, il consenso del cliente al compimento dell'operazione finanziaria; un consenso senza il quale, evidentemente, quella decisione, seppur supportata dalla preventiva attività informativa dell'intermediario, risulta viziata. E qui, come vedremo più innanzi, si tratta di un vizio genetico della fattispecie contrattuale, non certamente di una violazione di un obbligo di comportamento che, nella specie, non è stato neanche previsto.

Ad ogni buon conto anzitutto l'intermediario ha l'obbligo di informare il cliente del conflitto; se non lo fa si deve astenersi, sebbene tale astensione prescinda da un esplicito obbligo in tal senso, discendendo invece dall'interpretazione del dato testuale che richiede, appunto, la necessaria previa informazione ai fini della conseguente "decisione informata".

L'art. 24 del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob prevede una sorta di "mappatura" delle situazioni conflittuali, mentre il successivo art. 25 del Regolamento medesimo, si occupa del profilo della politica di gestione dei conflitti di interessi in linea con il principio di proporzionalità (primo comma)<sup>26</sup>, mediante procedure organizzative (secondo comma) che assicurino, nel con-

---

<sup>26</sup> V., ancora, D. Maffei, *Sostanza e rigore nella disciplina Mifid del conflitto di interessi*, op. cit., 599 ss., secondo cui "Poiché la <<gestione>> delle situazioni di conflitto di interessi si fonda sul <<principio di proporzionalità>> (art. 25, comma 1 del Regolamento congiunto), i costi dell'organizzazione possono indurre i diversi intermediari ad adottare misure organizzative diverse e può ben darsi che l'intermediario non adotti tutte le misure organizzative proporzionate alla sua capacità di sostenere costi". L'Autore, in sintesi, conclude che ove l'intermediario non si organizza, deve necessariamente astenersi, con la conseguenza che dalla violazione dell'obbligo dell'astensione, scaturirà il risarcimento del danno per la perdita subita dal cliente, con il corollario che, nella specie, la prova del danno sarà in *re ipsa*. Ove, invece, l'intermediario provveda ad organizzarsi o, comunque, sia stato in grado di gestire la situazione conflittuale, l'eventuale giudizio di responsabilità seguirà i criteri ordinari sulla prova del danno e del nesso di causalità.

tempo, l'indipendenza richiesta in favore dei "soggetti rilevanti impegnati in varie attività che implicano un conflitto di interesse" (terzo comma).

Da ultimo, l'art. 26 del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob, istituisce un registro nel quale gli intermediari devono annotare i tipi di servizi di investimento o accessori o di attività di investimento interessati, le situazioni nelle quali sia sorto, o, nel caso di un servizio o di un'attività in corso, possa sorgere, un conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti.

Per concludere sul punto: l'estrema anaciclicità delle prescrizioni in tema di misure organizzative – tanto con riferimento all'obbligo di gestione dei conflitti (ai sensi dell'art. 25 del Regolamento congiunto), quanto con precipuo riguardo all'obbligo di dotarsi del registro (ai sensi dell'art. 26 del Regolamento congiunto) – se da un canto acquista una certa importanza nel giudizio di responsabilità dell'intermediario, d'altro canto assume contorni mutevoli, in ragione delle connotazioni della singola fattispecie concreta. Cioè a dire: all'intermediario, non basta certamente aver provveduto ad organizzarsi in modo idoneo per essere esonerato da responsabilità, nonostante il profilo organizzativo e le sue modalità attuative rilevino senz'altro con riferimento al profilo valutativo della diligenza professionale; di contro l'intermediario non potrà essere ritenuto costantemente responsabile se il danno non dipende dalla mancata organizzazione.

In sintesi, la conformità della condotta del soggetto abilitato alla stregua dei parametri introdotti dalla normativa di settore in tema di organizzazione dell'attività d'impresa, non preclude che il giudizio di responsabilità ben possa poggiarsi su comportamenti imprudenti, negligenti o addirittura dolosi, dai quali discenda, comunque, la lesione dell'interesse del cliente in conflitto con quello dell'intermediario, secondo un accertamento che, evidentemente, do-

vrà adottare criteri di valutazione di natura oggettiva, del tutto disancorati da un apprezzamento compiuto dallo stesso soggetto agente in via del tutto auto-referenziale.

3. Valuteremo adesso l'incidenza della situazione conflittuale sulla dinamica del rapporto contrattuale ed, in seconda battuta, cercheremo di delineare i possibili rimedi che il cliente potrebbe adottare a seguito della concreta manifestazione del conflitto<sup>27</sup>.

Il carattere comunque fiduciario del rapporto contrattuale tra intermediario e cliente è dato dal perseguimento, da parte del primo, di un interesse non proprio, nell'ambito di una relazione caratterizzata dall'attribuzione di un determinato potere decisionale<sup>28</sup> ad un soggetto distinto da colui che, invece, sopporta il rischio di tali scelte, dalla iniziale indeterminatezza dell'obbligazione dell'intermediario<sup>29</sup> e dalla presenza di asimmetrie informa-

---

<sup>27</sup> Cfr. E. Roppo, *Le varie tipologie di conflitto di interessi e i rimedi*, in G. Visintini (a cura di), *Rappresentanza e gestione*, Padova, 1992, 189, il quale afferma che, in un'ottica pluralista, bisogna enucleare le differenti tipologie di situazioni in cui può verificarsi una situazione di conflitto di interessi, onde opportunamente individuare le corrispondenti diverse conseguenze normative che l'ordinamento, di volta in volta, riconduce all'abuso: in sostanza "i diversi rimedi a favore della parte che subisce l'abuso".

<sup>28</sup> Con particolare riferimento alla gestione patrimoniale è stato osservato che l'attribuzione al gestore di un potere decisionale che gli permetta, in astratto, il compimento di una serie illimitata di atti dispositivi è correlata ad una indiscussa discrezionalità, seppur modulata in ragione della tipologia della gestione concretamente svolta dall'intermediario. Non sarà pertanto necessaria una preventiva autorizzazione di volta in volta concessa dal cliente per il compimento delle singole operazioni di investimento: il che rappresenta il dato diversificante tra la gestione individuale e l'attività di consulenza. Se non vi fosse discrezionalità nell'esercizio dell'attività di gestione non potrebbero "porsi problemi di abuso della posizione fiduciaria, quanto, tutt'al più, di negligente esecuzione dell'incarico" (così A. Fici, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, cit., 296).

Né sarebbe realistico neanche ipotizzare che il cliente possa impartire istruzioni vincolanti al gestore al punto da assorbire del tutto la sua discrezionalità operativa, dal momento che, se così fosse, verrebbe meno l'esigenza dell'investitore ad affidare la gestione del suo patrimonio alle "cure" di un esperto della materia finanziaria.

<sup>29</sup> È praticamente impossibile determinare anticipatamente il contenuto dell'obbligazione dell'intermediario, sia per il fatto che la sua prestazione è comunque strettamente collegata



tive<sup>30</sup> tra le parti. Ne discende la necessità che vengano predisposti meccanismi di tutela idonei ad evitare che il soggetto abilitato adotti scelte di investimento opportunistiche o, comunque, devianti rispetto all'interesse del cliente; ciò indipendentemente dal materiale conferimento al gestore del compendio mobiliare<sup>31</sup>.

La questione del conflitto di interessi, dunque, è intimamente legata alle modalità attuative dell'agire dell'intermediario in relazione alle regole che improntano l'esercizio dell'attività finanziaria o, se vogliamo, alla sua responsabilità<sup>32</sup>, nel cui ambito, appunto, la situazione di conflitto può, senza alcuno sforzo, farsi rientrare. È indubbio che nella contrattazione finanziaria vi sia l'obiettivo difficoltà per l'investitore di ottenere dall'intermediario concrete garanzie circa il corretto perseguimento del programma di investimento: non

---

all'incertezza che caratterizza l'andamento delle negoziazioni del mercato, sia perché, in ogni caso, la predeterminazione in sede contrattuale di tutti i possibili poteri conferiti all'impresa di investimento e dei relativi limiti, sarebbe, a tutto voler concedere, un'operazione eccessivamente costosa per il cliente per la considerazione che proprio quell'incertezza del mercato determina, sovente, il riadattamento delle strategie di investimento. Da qui la considerazione per la quale l'attività del soggetto abilitato, sarà compiutamente valutabile solamente alla sua conclusione, senza che possa dunque assumere qualche rilievo l'eventuale predeterminazione del contenuto dell'incarico.

<sup>30</sup> È fin troppo evidente che le caratteristiche tecniche dell'attività gestoria sfuggono compiutamente al cliente a causa del naturale dislivello informativo esistente tra le parti che, anzi, giustifica e rende indispensabile l'affidamento dell'incarico ad un gestore professionale il quale sarà in grado di adattare alle specifiche esigenze del cliente le complesse informazioni provenienti dal mercato. Convengono sulla estraneità al mercato finanziario di posizioni di parità informativa tra cliente e intermediario: R. Costi, *Informazione e mercato finanziario*, in Banca, impresa e società, 1989, 217 ss.; N. Salanitro, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, 127.

<sup>31</sup> Così: A. Fici, *Il conflitto di interessi*, cit., 291 ss. ed, in particolare, 292, ove viene precisato che l'affidamento del patrimonio al gestore non è una connotazione dell'elemento della fiduciarietà del rapporto gestorio che può senz'altro farne a meno, essendo, piuttosto, una semplice modalità di esecuzione del contratto che permette al gestore di disporre dei "mezzi per compiere le operazioni d'investimento".

<sup>32</sup> È stato osservato, in particolare, che l'interesse del gestito rappresenta il dato di riferimento per svolgere un giudizio di meritevolezza sull'esercizio dell'atto compiuto dal gestore rispetto alle finalità dell'attività gestoria globalmente considerata, sì da rappresentare una modalità di adempimento della prestazione del gestore e, perciò, una fonte mediata di responsabilità.

soltanto perché l'interesse di quest'ultimo potrebbe essere economicamente confliggente con l'interesse del primo, ma anche in quanto la situazione di conflittualità potrebbe generarsi in relazione ad una pluralità di doveri che gravano sull'intermediario rispetto a situazioni obbligatorie che sorgono e si sviluppano nei confronti di una pluralità di soggetti<sup>33</sup>.

La constatazione della ineliminabile potenzialità conflittuale dell'agire degli intermediari, discende anche dalla considerazione che la tutela dell'investitore non può essere assicurata da un sistema concorrenziale che escluda dal mercato gli operatori che agiscono con scorrettezza o imperizia, consentendo la permanenza solamente a quelli che si rivelano professionalmente competenti ed onesti<sup>34</sup>: lo stretto legame che si crea tra cliente e intermediario, impedisce al risparmiatore di avere contezza, già all'inizio del rapporto, dell'eventuale slealtà o inettitudine dell'intermediario a svolgere in maniera proficua il programma di investimento, essendo il comportamento di quest'ultimo valutabile solamente al termine dell'incarico affidatogli. Sicché la bontà o la carenza del suo operato, sarà un elemento che verrà acquisito e verificato solo in ultima battuta.

Il rischio dell'insorgere di conflitti di interessi, insomma, costituisce – come precedentemente affermato – un aspetto fisiologico dell'attività in questione, di guisa che a nulla varrà imporre agli intermediari un divieto astratto di non compiere operazioni in conflitto di interessi: divieto che si tradurrebbe in una mera affermazione di principio del tutto svuotata di

---

<sup>33</sup> In tale eventualità la corretta esecuzione della prestazione da parte del gestore a vantaggio di un cliente potrebbe, di fatto, rivelarsi economicamente dannosa nei confronti di un altro cliente rivelando, per ciò stesso, un inadempimento.

<sup>34</sup> Sulla opportunità che il rapporto tra intermediario e cliente contempli incentivi per entrambe le parti affinché si persegua una maggiore efficienza contrattuale: F. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 121 ss.; Id., *Il modello economico dell'agency: prime riflessioni*, in Riv. crit. dir. priv., 2001, 655 ss.

contenuto, oltre che, di fatto, impraticabile all'interno del sistema finanziario (35). Da qui la necessità che le situazioni conflittuali vengano regolate mediante interventi legislativi che possano efficacemente disciplinare la condotta del soggetto abilitato, tenendo presente per un verso il grado di incidenza della connotazione fiduciaria sul rapporto, per altro verso la componente organizzativa più o meno ampia del soggetto medesimo legata alla sua indiscutibile polifunzionalità<sup>36</sup>.

Da un certo punto di vista il rischio del conflitto di interessi, aumentando a seconda del maggiore potere decisionale attribuito all'intermediario, nonché delle asimmetrie informative tra di esso ed il cliente, potrebbe ingenerare il falso convincimento che tale rischio possa essere efficacemente arginato dall'abbassamento delle variabili che connotano la componente fiduciaria del rapporto. Il che, invece, equivarrebbe ad azzerare i vantaggi – quali la presumibile miglior bontà delle scelte di investimento compiute da un soggetto altamente professionale nel settore finanziario – insiti proprio dallo stretto legame che caratterizza il rapporto in questione. Sotto altro profilo, poi, la sola

---

<sup>35</sup> Tali osservazioni sembrerebbero fondare la ratio della normativa introdotta dalla Direttiva 2004/39/CE la quale ha abrogato la precedente Direttiva 93/22/CEE in materia di servizi di investimento. Quest'ultima, invero, adottava una soluzione normativa giuridicamente e praticamente inapplicabile al mercato finanziario, imponendo l'obbligo alle imprese di investimento di "sforzarsi di evitare i conflitti di interessi" (art. 11.1, sesto trattino).

La direttiva più recente, invece, molto più realisticamente, ha delegato gli Stati membri ad introdurre un obbligo per le imprese di investimento di individuare "qualsiasi misura ragionevole" per evitare l'insorgenza dei conflitti con la clientela nel corso della prestazione dei servizi di investimento ed accessori (art. 18.1), nonché ad adottare assetti organizzativi tali da permettere l'adozione di quelle "misure ragionevoli", impedendo l'insorgere di pregiudizi per i clienti. Solamente ove tali misure si rivelassero inidonee a conseguire con "ragionevole certezza" quei risultati, l'intermediario avrà l'obbligo di informare i clienti dell'esistenza e della natura del conflitto (art. 18.2).

<sup>36</sup> La stretta correlazione tra polifunzionalità degli intermediari ed esigenza di regolamentare l'inevitabile conflitto di interessi che ne può concretamente scaturire, rappresenta oramai un dato acquisito da gran parte degli ordinamenti giuridici che si occupano di disciplinare l'andamento dei rispettivi sistemi finanziari (v., sull'argomento, S. Coates, *Conflicts of Interest in the Securities Industry*, in B. Rider-M.Ashe (Eds.), *The Fiduciary, the Insider and the Conflict*, Dublin, 1995, 106 ss.).

adozione di misure organizzative interne che impediscano la fuoriuscita – o, comunque, la restrizione – dei flussi informativi da una struttura operativa all'altra dell'intermediario (c.d. muraglie cinesi<sup>37</sup>), si rivela una misura altrettanto inidonea, da sé, a regolare in maniera compiuta le situazioni di conflitto, dovendosi invece preferire una soluzione che prediliga l'interazione tra interventi organizzativi, rimedi contrattuali e applicazioni di principi generali (quali ad esempio quelli ai quali si rifà l'art. 21 T.U.F.).

Queste considerazioni sembrano essere state fatte proprie dal legislatore speciale il quale, in tema di servizi di investimento, ha, dunque, preso atto della coesistenzialità del conflitto di interessi ed ha conseguentemente cercato di privilegiare comunque l'interesse della clientela senza soffermarsi, invece, a ricercare sistemi – assai improbabili ed inefficaci – onde inibire, in quelle ipotesi, l'esercizio dell'attività agli intermediari.

Non resta adesso che inquadrare il fenomeno del conflitto di interessi per collocarlo all'interno di una determinata categoria giuridica; in seguito ci occuperemo dell'individuazione dei possibili sistemi di tutela eventualmente forniti dall'ordinamento, quale reazione alla verifica di una fattispecie conflittuale pregiudizievole rispetto agli interessi dell'investitore.

Nel contesto del quadro generale appena tratteggiato, relativo alle finalità che con il corretto svolgimento dei servizi di investimento la legge intende perseguire, la disciplina del conflitto di interessi tenta, dunque, di impedire, in linea di principio, la violazione dell'obbligo posto a carico dell'intermediario di

---

<sup>37</sup> Con il termine muraglie cinesi si intende l'insieme di regole di fonte regolamentare o aziendale finalizzate ad impedire la circolazione, tra i dipendenti dell'impresa intermediaria, di flussi informativi coperti dalla riservatezza. Con la creazione di una netta partizione tra le svariate attività esercitate dal gestore unitamente alle relative responsabilità, si ridurrebbe fortemente la possibilità per l'intermediario di poter far leva sulla polifunzionalità a danno della clientela. La questione dei *chinese walls* nell'esperienza anglosassone è stata affrontata, tra gli altri, da: M. Lipton-R.B. Mazur, *The Chinese Wall Solution to the Conflict Problems of Securities Firms*, in "New York University Law Review", 1975, 459 ss.

non assumere un comportamento in contrasto con il perseguimento dell'interesse del cliente.

Benché la normativa sul conflitto sia improntata essenzialmente a sottolineare la gravosità di una tale condotta per il cliente, non preoccupandosi invece di indicarne i possibili rimedi ove di tale conflitto non venga data informazione, è fuor di dubbio che un tale atteggiamento dell'intermediario integri un inadempimento contrattuale caratterizzato da un maggior disvalore giuridico, oltre che sociale, dovuto al particolare atteggiamento psicologico assunto dall'inadempiente.

Ciò che conta, cioè, non è la mera coesistenza di interessi confliggenti nell'ambito del programma di investimento concordato tra le parti – interessi che potrebbero, del resto, essere anche rivelati dal soggetto abilitato e, comunque, accettati dal cliente ai fini del compimento dell'atto – bensì la consapevolezza di tale situazione da parte dell'intermediario e, soprattutto, della dannosità dell'atto che ne scaturisce. Sicché la situazione conflittuale in tanto genera inadempimento, in quanto la condotta dell'intermediario, consapevolmente deviante rispetto all'interesse del cliente, si sia tradotta in un pregiudizio, anche solo potenziale, per quest'ultimo<sup>38</sup>. Se si tiene a mente, infine, che tale inadempimento qualificato si verifica all'interno di un rapporto caratterizzato da un indefettibile elemento fiduciario, riesce ancor più semplice distinguere tale fattispecie da quella, più generale, che scaturisce da un inadempimento conseguente alla violazione del distinto dovere di diligenza;

---

<sup>38</sup> È necessaria la compresenza del perseguimento di un interesse proprio in contrasto con quello del cliente (elemento obiettivo) e della consapevolezza del pregiudizio (elemento soggettivo), finanche potenziale, che quella condotta provocherà al cliente. La circostanza poi che, in concreto, il cliente non abbia a subire un danno economicamente apprezzabile è irrilevante ai fini della sussistenza della responsabilità dell'intermediario, essendo la componente del danno una variabile che dipende anche da fattori esterni al rapporto contrattuale e del tutto imprevedibili.

così come altrettanto differenti saranno le conseguenze, in termini di sanzione, che dall'una e dall'altra cattiva condotta scaturiranno. L'agire volontariamente in modo scorretto e sleale, infatti, rappresenta, già a prima vista, un inadempimento più grave rispetto a quello che dipende dalla semplice imperizia nella conduzione dell'incarico: il primo dunque potrebbe sottendere una misura sanzionatoria da parte dell'ordinamento ben più pregnante rispetto alla semplice tutela risarcitoria la quale, nella specie, si rivelerebbe inadeguata in relazione alla funzione che dovrebbe assolvere.

4. La partizione compiuta tra agire infedele ed agire negligente ci pone dinanzi alla necessità di individuare le forme di tutela più consone a ciascuna delle ipotesi di violazione imputabili all'intermediario, anche in considerazione del fatto che la normativa sezionale, sul punto, non dispone espressamente alcunché.

La cernita dello strumento più idoneo, tuttavia, non può certamente prescindere dall'esame delle norme che la disciplina civilistica riserva alla questione che stiamo trattando, onde appurarne l'eventuale confluenza alla nostra fattispecie, ovvero il richiamo della stessa ai soli fini di integrazione normativa, o, ancora, la sua radicale estraneità al nostro ambito di indagine. Il che assume un'importanza decisiva sol che si consideri che, ove si potesse attingere dal regime civilistico, ciò comporterebbe la possibilità di fornire al cliente, pregiudicato dall'agire del gestore in una situazione conflittuale, uno strumento ulteriore – quello dell'impugnazione dell'investimento ai fini invalidanti (i.e. annullabilità) – rispetto a quello tendente a far valere una pretesa di natura meramente risarcitoria.

Né potrebbe ipotizzarsi che l'aver configurato il conflitto di interessi come violazione di un obbligo dell'intermediario, possa essere d'ostacolo

finanche all'astratta possibilità di verificare la confluenza di una regola di validità<sup>39</sup> in tema di inadempimento contrattuale.

L'oggetto della presente indagine, in realtà, non consente eccessive digressioni in merito all'ampio e noto dibattito che riguarda – più in generale – l'individuazione dei rimedi applicabili in ipotesi di violazione dei doveri comportamentali degli intermediari<sup>40</sup>.

Giova comunque ricordare, seppur argomentando in estrema sintesi, che la questione è stata inizialmente affrontata dalla giurisprudenza di merito la quale, seppur attraverso percorsi argomentativi divergenti, è stata animata dalla volontà di affermare il seguente principio: il contratto o l'ordine relativo all'operazione di investimento, se concluso in violazione delle regole di con-

---

<sup>39</sup> Il dibattito che ruota attorno alla relazione che intercorre tra regole di validità e regole di responsabilità è risalente. La questione si pose in materia di responsabilità precontrattuale allorché non fosse stato adempiuto da uno dei contraenti l'obbligo informativo che su di essi grava proprio in questa fase prodromica alla conclusione del contratto. Ci si chiese, in particolare, se avverso l'inadempimento a tale obbligo, l'ordinamento potesse concepire soltanto il rimedio del risarcimento del danno, oppure se fosse possibile agire anche per l'annullamento del contratto. Sicuramente non è questa la sede per soffermarsi oltremodo su tale problematica, la quale involge profili giuridici che, seppur di grande interesse, esulano dall'oggetto della ricerca. Ciò su cui tuttavia conviene incentrare l'attenzione è, piuttosto, la individuazione dell'ambito delle une e delle altre regole ai fini che qui interessano. Per l'intangibilità dei rispettivi ambiti applicativi, vi è un fronte compatto secondo il quale i due gruppi di regole non potrebbero mai interferire tra loro, essendo funzionali al soddisfacimento di esigenze differenti: le une (regole di responsabilità) avendo una funzione sanzionatoria contro la violazione di un diritto, le altre (regole di validità) assolvendo un compito di verifica della eventuale difformità del negozio dalle disposizioni di legge che lo disciplinano (cfr., seppur con linee di pensiero non del tutto coincidenti, P. Barcellona, *Profili della teoria dell'errore nel negozio giuridico*, Milano, 1962, 221-223; V. Pietrobon, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Padova, 1963, 104 ss.; A. Di Majo, voce *Tutela risarcitoria, restitutoria, sanzionatoria*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1994, 15-16; G. D'Amico, «Regole di validità» e principio di correttezza nella formazione del contratto, cit., 42). Altra corrente di pensiero, invece, ne ammette l'interferenza e l'interazione, di guisa che l'azione di annullamento contrattuale potrebbe essere utilizzata, al pari della misura risarcitoria, anche per far fronte alla condotta sleale di una delle parti, senza la quale il contratto non sarebbe stato concluso (F. Lucarelli, *Lesione di interesse e annullamento del contratto*, Milano, 1964, passim).

<sup>40</sup> Il dibattito sull'applicazione dei rimedi più idonei in ipotesi di violazione di obblighi comportamentali da parte degli intermediari è stato ripercorso limpidamente da F. Capriglione, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009, 4 ss.

dotta imposte agli intermediari, è nullo poiché contrario a norme imperative<sup>41</sup>. È da tenere a mente, tuttavia, che nel nostro impianto civilistico le norme che richiamano i generali obblighi di buona fede, correttezza e diligenza non assurgono – da soli – ad elementi costitutivi di fattispecie di invalidità contrattuali, ma disciplinano semmai l'interpretazione e l'esecuzione del contratto, l'adempimento dell'obbligazione ed il comportamento dei contraenti nel corso delle trattative. Da quanto detto sinora, pertanto, discende che qualunque valutazione compiuta alla stregua dei generali canoni di comportamento che

---

<sup>41</sup> La comune nozione di imperatività normativa accolta dalla teoria generale civilistica presuppone l'esistenza ed operatività di particolari norme aventi un contenuto tale da imporre un determinato comportamento positivo o negativo (cfr., anzitutto, la risalente analisi compiuta da N. Bobbio, *Norma giuridica*, in *Noviss. dig. it.*, XI, Torino, 1965, 331 ss., secondo il quale all'interno dell'ordinamento giuridico vi sarebbe una partizione tra norme imperative e norme permissive o che conferiscono poteri e diritti). L'esigenza di distinguere tra norme imperative e norme aventi una diversa natura, del resto, era stata già avvertita precedentemente in sede di lavori preparatori all'entrata in vigore del codice civile del 1942, dal momento che vi era chi – commentando la formulazione dell'art. 1418 c.c. – rilevava che sarebbe stato il caso di isolare, al fine di individuare la relativa disciplina applicabile, le norme imperative da quelle dispositive ed anche da quelle altre norme che, seppur cogenti, non davano luogo alla nullità contrattuale in caso di loro violazione (cfr. *Atti della Commissione delle assemblee legislative*, libro "delle obbligazioni", Roma, 1940, 158 ss.). Abbandonata l'opinione – ancorché più che autorevole – secondo la quale l'imperatività della norma sarebbe dovuta dipendere dalla particolare tipologia dell'interesse pubblico ad essa sotteso (cfr., sul punto, F. Ferrara, *Teoria del negozio illecito*, Milano, 1902, 25 s. L'illustre studioso poneva l'accento sulla necessità di scovare il fondamento di un divieto, piuttosto che attenersi alla forma più o meno imperativa del medesimo; cosicché l'invalidità contrattuale non sarebbe potuta dipendere dalla violazione di un qualsiasi divieto, bensì dalla violazione di quei divieti che comportassero la lesione di interessi pubblici o sociali. E tuttavia, soggiunge l'autore, dalla nozione di norma imperativa rimanevano estranei quei precetti che, seppur indirizzati alla tutela di interessi sovraordinati a quelli dei contraenti, non riguardavano l'intero consesso sociale ma soltanto una parte di esso), per l'inidoneità a fornire una soluzione precisa ed uniforme, la dottrina più recente (A. De Cupis, *Irrilevanza di atti e sanzioni di diritto pubblico nella sfera del diritto privato*, in *Teoria e pratica del diritto civile*, Milano, 1955, 39; F. Messineo, *Annulabilità e annullamento*, in *Enc. dir.*, II, Milano, 1958, 470; V. Scalisi, voce *Inefficacia*, in *Enc. dir.*, XXI, Milano, 1971, 332; R. Tommasini, voce *Nullità*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano, 1978, 878-899; R. Moschella, *Il negozio contrario a norme imperative*, in G. Visentini-F. Vassalli (a cura di) *Legislazione economica*, 1978-1979, 318) suole rifarsi al concetto di interesse generale, nella sua accezione più ampia, quale elemento individuante l'imperatività normativa e, nel contempo, quale carattere distintivo del diverso regime che intercorre tra la nullità e l'annullabilità, intese come cause invalidanti che discendono, rispettivamente, dalla lesione di interessi generali e dalla lesione di "interessi disponibili dei privati" (così P. Trimarchi, *Appunti sull'invalidità del negozio giuridico*, in *Temi*, 1955, 201).



venga eventualmente tipizzata dalla legge, non incide sull'assetto di interessi voluto dai contraenti, ma riguarda, piuttosto, le modalità di comportamento di questi ultimi le quali, se difformi dalle prescrizioni di legge, si risolveranno in fonti di responsabilità. Pur tuttavia, ciò non esclude che in determinati casi la violazione delle clausole generali possa provocare la nullità del contratto allorché al comportamento scorretto si unisca un ulteriore e decisivo elemento invalidante<sup>42</sup>. È lecito chiedersi perciò se dalla natura pubblica degli interessi presidiati da siffatte norme di comportamento - tra le quali, evidentemente, quelle in tema di conflitto di interessi - si possa automaticamente trarre la sanzione della nullità del singolo contratto di investimento stipulato contrariamente alle stesse.

---

<sup>42</sup> Non più isolate possono oramai definirsi le opinioni di coloro i quali ammettono l'interferenza tra rimedi risarcitori ed invalidità contrattuale (cfr., in linea generale, G. Grisi, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Napoli, 1990, 296; V. De Lorenzi, *Correttezza e diligenza precontrattuali: il problema economico*, in Riv. dir. comm., 1999, I, 586; A. Albanese, *Abuso di dipendenza economica: nullità del contratto e riequilibrio del rapporto*, in Europa dir. priv., 1999, 1198 ss.; F. Realmonte, *Stato di bisogno e condizioni ambientali: nuove disposizioni in tema di usura e tutela civilistica della vittima del reato*, in Riv. dir. comm., 1997, 783-784). Vi è tuttavia chi continua a sostenere, in maniera netta e decisa, che le regole di validità e quella di responsabilità hanno statuti normativi e funzioni alquanto differenti, riferendosi le prime alla vincolatività dell'accordo, le seconde alla moralità delle contrattazioni. In questa prospettiva, dunque, non sarebbe possibile neanche immaginare qualche commistione tra l'operatività delle une e delle altre, preferendo piuttosto ribadire la piena autonomia e, conseguentemente, l'impossibilità di una integrazione della invalidità contrattuale attraverso fattispecie invalidanti desunte dalla violazione di regole comportamentali che, invece, spiegano tutti i loro effetti sul piano meramente risarcitorio (in questi termini chiaramente si esprime: G. D'Amico, *Le regole di validità e principio di correttezza nella formazione dei contratti*, Napoli, 1996, 44 ss.). In realtà già all'interno del codice civile possono chiaramente rilevarsi ipotesi di interferenze tra i due ambiti di disciplina. Il riferimento riguarda l'art. 1338 c.c. che impone alla parte che conosce o che dovrebbe conoscere l'esistenza di una causa invalidante di darne notizia all'altra, pena il risarcimento del danno a favore di quest'ultima. È stato osservato, in proposito, che i criteri sui quali fondare il giudizio valutativo su tale soggetto, sarebbero i medesimi previsti dall'art. 1431 c.c. in tema di riconoscibilità dell'errore invalidante (v. V. Roppo, *Il contratto nel 2000*, Torino, 2002, 46-47); tanto basta, insomma, ad affermare l'evidente ingerenza, in via reciproca, degli ambiti applicativi delle regole di validità e delle regole di comportamento.

Un indice rivelatore di segno contrario – che è stato ritenuto da altra giurisprudenza<sup>43</sup> il punto di partenza per negare la sanzione invalidante –

---

<sup>43</sup> Cfr., in argomento, App. Milano 5 maggio 1998, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 678. Tale pronuncia ha stabilito che la violazione delle regole di condotta che l'intermediario deve assecondare non giocano nessun ruolo sulla validità delle singole operazioni speculative, comportando solamente obblighi di natura risarcitoria verso i clienti. Negli stessi termini si era già espressa: Cass. 7 settembre 2001 n. 11495, in *Contr.*, 2002, 27, la quale, chiamata a valutare la legittimità di quella decisione, ne ha confermato la valenza ed il contenuto.

La questione s'innesta a pieno titolo nell'ambito della querelle sviluppatesi in tempi recenti circa l'interpretazione delle discipline preventive in tema di servizi di investimento poste a tutela sia dei singoli investitori, sia dell'integrità del mercato finanziario.

La Corte di Cassazione, ribadendo un certo orientamento affermato da parte della giurisprudenza di merito, aveva escluso che il mancato rispetto delle regole comportamentali potesse dar luogo alla nullità dell'operazione ai sensi dell'art. 1418, primo comma, c.c., per la ragione che il rimedio invalidante postulerebbe una violazione inerente gli elementi intrinseci della fattispecie negoziale [v. Cass. 29 settembre 2005 n. 19024, in *Riv. dir. civ.*, I, 2007, 71 ss., con commento di D. Maffei, Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento, il quale dopo aver osservato che "la motivazione, laddove respinge la tesi della nullità per la mancanza di forma *ad substantiam*, è di facciata", precisa che dalla lettura della sentenza emerge che "la vera *ratio decidendi* risiede nella più generale affermazione secondo cui le regole di informazione sul conflitto di interessi sarebbero regole di condotta della banca e così in generale la loro violazione sarebbe rilevante sul piano dell'inadempimento (...) non sul piano della nullità". E tuttavia l'A., subito dopo, evidenzia l'apoditticità di una tale pronuncia, là dove i giudici di legittimità – nell'inquadrare la fattispecie della violazione della regola sul conflitto di interessi nell'alveo delle regole di comportamento – omettono di considerare che la disciplina regolamentare (art. 27 Regolamento Consob n. 11522/98) sancisce il principio secondo cui l'operazione finanziaria può essere compiuta solamente previa autorizzazione scritta del cliente; un'autorizzazione che attiene, com'è ovvio, ad un'attività di quest'ultimo, non già dell'intermediario e, dunque, non può certamente assurgere a regola di condotta del soggetto abilitato]. Successivamente i giudici delle leggi (cfr. Cass. 16 febbraio 2007 n. 3683, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 999 ss., con nota di U. Salanitro), nuovamente investiti della questione che nel frattempo, ha continuato ad alimentare il contrasto tra le due divergenti correnti di pensiero, hanno ritenuto più opportuno – per un'ovvia esigenza di certezza del diritto e di uniformità di orientamento – devolvere alle sezioni unite della Suprema Corte di Cassazione la definitiva composizione del problema, anche per la considerazione, di non poco rilievo, che spesso la violazione di norme comportamentali è sanzionata dalla legge con la nullità; il che minerebbe le fondamenta della pronuncia precedente, facendola vacillare (v., per un commento approfondito, G. Vettori, *Contratti di investimento e rimedi*, in *Obbl. e contr.*, 2007, 785 ss.). Le Sezioni Unite [v. Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, con commento di V. Sangiovanni, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *I contratti*, 2008, 221 ss.; D. Maffei, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in [www.ilcaso.it/opinioni/97-maffei-11-03-08.pdf](http://www.ilcaso.it/opinioni/97-maffei-11-03-08.pdf)], da ultimo, hanno risolto il suddetto contrasto attraverso la conferma della netta distinzione tra regole di comportamento e regole di

validità, precisando che “seppur l’area delle norme inderogabili, la cui violazione può determinare la nullità del contratto (art. 1418, primo comma, c.c.) è più ampia di quanto parrebbe a prima vista suggerire il riferimento al solo contenuto del contratto” [il riferimento è, ad esempio, alla compravendita immobiliare ove il costruttore alienante non rilasci la fideiussione (art. 2 d. lgs. n. 122/2005), all’ipotesi in cui, nella multiproprietà, il venditore non rilasci la fideiussione (art. 76 cod. consumo), quando vi è abuso di dipendenza economica nel patto tra imprenditori (art. 9 legge n. 192/1998), o allorché vengano commercializzati a distanza servizi finanziari ed il fornitore non rimborsa i corrispettivi pagati o ostacola l’esercizio del diritto di recesso o viola l’informativa precontrattuale)], ciò non toglie che, in tali ulteriori contesti che non attengono all’essenza del contratto, la sanzione invalidante discende da fattori del tutto estranei alla violazione di norme di comportamento: si tratta, insomma, a detta dei giudici della Cassazione, di fattispecie regolate da norme che, in assenza o al cospetto di certi presupposti soggettivi o oggettivi, direttamente o indirettamente, vietano che il contratto possa stipularsi. Ma, in ogni caso, la nullità deriva non dalla condotta del contraente, bensì dal divieto sancito dalla norma di stipulare l’atto di autonomia. Da qui l’assunto secondo il quale alla violazione delle norme che prescrivono un determinato comportamento, fanno seguito solo conseguenze risarcitorie e non invalidanti, ad eccezione dell’ipotesi in cui sia il legislatore a prevederle espressamente.

Questo, dunque, è il ragionamento della Suprema Corte che, seppur per molti versi condivisibile, pecca di logicità laddove non considera che vi sono casi in cui la violazione della regola di condotta incide, alterandolo, sul processo di formazione della regola negoziale, la cui validità o invalidità, pertanto, sarà disciplinata, in questo caso, secondo i principi generali. Il pensiero della Cassazione, fino ad un certo punto, è lineare: la nullità ex art. 1418 c.c. potrebbe discendere dalla violazione che attiene ad elementi intrinseci del contratto e, perciò, concerne la regola negoziale; diversamente avviene per la violazione della norma di comportamento che, invece, riguarda gli atti che, alla regola negoziale, semmai, si collegano, ma alla quale sono estranei dal punto di vista strutturale. Ora, si è già detto, tuttavia, che il nostro ordinamento contempla, nei suoi meandri normativi, varie eccezioni alla disciplina generale, ammettendo, appunto, che talvolta l’invalidità del contratto possa discendere anche dalla violazione di regole di comportamento, sicché, in linea di principio, potrebbe ammettersi, in via eccezionale, una identica deviazione dalla regola generale anche in materia di intermediazione finanziaria; e ciò, proprio in virtù dei precetti contenuti in quelle norme regolamentari (artt. 27 e 29 del Regolamento Consob n. 11522/1998) che vietano all’intermediario di stipulare contratti di acquisto di strumenti finanziari che siano, o inadeguati rispetto al profilo di rischio del cliente, o in conflitto di interessi. Le Sezioni Unite, pur conscie di tale obiezione, affermano, un pò disinvoltamente, che questi divieti riguarderebbero comunque comportamenti esecutivi del contratto quadro e, dunque, non potrebbero mai intaccarne la validità. Il che pare più che altro il frutto di una presa di posizione aprioristica, anziché di una chiara focalizzazione del fenomeno, dal momento che quegli asseriti comportamenti esecutivi, altro non sono che ordini di investimento e, cioè, contratti di acquisto di strumenti finanziari i quali, seppur attuativi di un programma negoziale “a monte”, ben rappresentano un momento decisionale in cui il cliente compie la sua scelta. Stando così le cose è evidente che la violazione della norma comportamentale, in taluni casi, altera la corretta formazione della regola negoziale (si aderisce, pertanto, al pensiero di A. Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I contratti*, 2008, 398-399, il quale, dopo aver attentamente analizzato l’iter argomentativo della Suprema Corte, ne mette in luce l’apoditticità, laddove non viene

potrebbe essere dato dall'osservazione secondo la quale la violazione di una norma cogente non sempre determina la nullità del contratto. Una nullità che, infatti, può certamente escludersi in ragione delle concrete modalità mediante le quali la violazione incide sull'assetto degli interessi dei contraenti<sup>44</sup>.

Di fronte a tali argomentazioni, allora, si potrebbero prospettare due possibili scenari: si potrebbe, cioè, percorrere la via che assegna al dato testuale un'importanza risolutiva; oppure si potrebbe oltrepassare il significato deducibile dall'interpretazione della lettera delle norme di comportamento, individuandone l'effettiva ratio in ragione del collegamento esistente tra le peculiarità del servizio finanziario concretamente reso dall'intermediario e gli interessi giuridicamente protetti dalle regole di condotta.

Da un canto è innegabile che si debba porre l'attenzione sull'effettiva graduazione dell'efficacia imperativa delle norme, dalla cui violazione non sempre scaturisce la nullità contrattuale: una nullità che è certamente da escludere laddove la legge assicura l'effettività della norma imperativa mediante la previsione di rimedi che non incidono sulla validità contrattuale e che, in ogni caso, siano in grado di realizzare gli effetti voluti dalla norma medesima<sup>45</sup>. Nel contempo, però, la conseguenza della violazione di una norma imperativa deve muoversi in una duplice direzione. Diviene rilevante stabilire, anzitutto, il momento in cui detta violazione della regola comportamentale si

---

considerato che il comportamento dell'intermediario, in certe fattispecie, "interferisce con la corretta formazione della regola ed allora è la sua stessa conformazione che ne esce alterata. E queste sono questioni di contenuto, non più solo di comportamento. Il comportamento è qui l'occasione di un'alterazione della regola. Non perciò alla violazione della norma di condotta, ma al concomitante pregiudizio alla regola negoziale, fa seguito la possibilità di invalidarla").

<sup>44</sup> La violazione di una norma imperativa provoca la nullità del contratto quando gli effetti di questo vanno a ledere gli interessi protetti dalla norma violata; viceversa qualora nonostante l'avvenuta violazione gli effetti contrattuali sono tali da non incidere sugli obiettivi di tutela ai quali la norma è funzionalmente protesa la sanzione della nullità sarebbe oltremodo eccessiva (cfr., sull'argomento, l'articolata indagine sviluppata da: G. Villa, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993, passim).

<sup>45</sup> Il concetto viene espresso anche da Cass. 12 ottobre 1982 n. 5270.

colloca rispetto alla conclusione dell'operazione finanziaria compiuta dall'intermediario, anche in considerazione del fatto che le finalità di interesse pubblico perseguite dal legislatore speciale passano attraverso un corretto processo formativo della volontà negoziale del cliente. Cosicché tali regole di condotta non possono essere degradate a meri principi valevoli solamente nella fase esecutiva delle operazioni di investimento, essendo piuttosto rilevanti già all'atto della conclusione delle operazioni medesime. Sicché può ragionevolmente affermarsi che la loro violazione – ove intervenuta nella fase antecedente o contestuale alla stipulazione del singolo atto negoziale attuativo del programma finanziario ed allorquando manifesti una carenza di requisiti invece imprescindibili<sup>46</sup> – determinerà la nullità della singola operazione di investimento; viceversa costituirà violazione non invalidante quella, riferita a ciascun investimento attuativo, intervenuta successivamente alla conclusione del negozio e che, comunque, non avrebbe potuto indurre il cliente a disporre diversamente.

---

<sup>46</sup> Il riferimento riguardava, in particolare, il contenuto precettivo degli art. 27 e 29 del Regolamento Consob n. 11522/98, in tema, rispettivamente, di conflitto di interessi e di adeguatezza dell'investimento. In entrambe le due fattispecie, infatti, la normativa speciale (oggi parzialmente modificata in seguito al recepimento della Direttiva Mifid) vietava il compimento dell'investimento, ove mancasse il requisito della informazione preventiva dell'intermediario e della possibile, ma non automatica, autorizzazione (informata) per iscritto dell'investitore al compimento dell'operazione finanziaria (in conflitto di interessi o inadeguata). In questi casi, dunque, ciò che rilevava non era la violazione del dovere comportamentale in relazione alla specifica modalità attuativa dell'investimento, quanto, e soprattutto, in ragione dell'esistenza stessa del contratto di acquisto dello strumento finanziario, il quale, ove compiuto in modo difforme da quanto prescritto dalla norma cogente, sarebbe stato travolto nella sua validità giacché privo di un elemento posto dalla legge alla stregua di un essenziale negozi. Del resto gli standard comportamentali dell'intermediario non si esauriscono nei soli obblighi di forma e di tenere una certa condotta, ma coinvolgono anche obblighi di astensione, di forme e di contenuti informativi che investono l'essenza della fattispecie contrattuale (cioè dell'ordine di acquisto dello strumento finanziario) e non il mero comportamento. Ciò vale – in relazione alla previgente disciplina regolamentare dei cui riflessi applicativi si discute – sia per l'art. 27, sia per l'art. 29 del Regolamento Consob n. 11522/98 e la sanzione per la violazione di tali divieti è, appunto, la nullità ex art. 1418, primo comma, c.c.

Questa breve, ma doverosa, divagazione sulla individuazione delle sanzioni applicabili alla violazione delle regole di comportamento poste a carico degli intermediari, ci consente adesso di vagliare la possibilità che il rimedio invalidante previsto dalla disciplina di diritto comune, possa essere applicato o, comunque, adattato al nostro contesto normativo.

La disciplina di diritto comune in tema di rappresentanza, sanziona con l'annullabilità (ad istanza del rappresentato), il contratto concluso dal rappresentante in conflitto di interessi con il rappresentato, qualora la situazione conflittuale possa essere conosciuta o conoscibile dal terzo (art. 1394 c.c.). È essenziale, dunque, l'esistenza del pericolo di un danno, cioè la potenziale dannosità per il rappresentato del contratto concluso in suo nome. Una dannosità che, naturalmente, deve essere verificata attraverso una valutazione prognostica, poiché qualunque contratto potrebbe essere considerato – ex post – dannoso per le parti<sup>47</sup>. Per potere efficacemente comparare le due ipotesi di conflitto di interessi contemplate dalle due discipline (quella del T.U.F. e quella del codice civile) messe a confronto, occorre anzitutto focalizzarne la ratio. In altri termini bisognerà appurare se l'annullamento contrattuale previsto come rimedio dall'art. 1394 c.c., sia preordinato ad inibire un comportamento del rappresentante il quale abbia un interesse nel compimento di quell'atto semplicemente "concorrente" rispetto a quello del rappresentato, oppure – in linea con le osservazioni svolte in merito alla nozione "dinamica" di conflitto di interessi in materia finanziaria – se l'annullamento sia preordinato per reagire

---

<sup>47</sup> S'intende, però, che la situazione conflittuale, sebbene non debba essere valutata solo dopo il raggiungimento del risultato ottenuto al termine dell'attività del rappresentante, non può comunque essere considerata in astratto, senza alcun raffronto con lo specifico contratto da concludere (cfr., in argomento, Cass. 26 agosto 1998 n. 8472, in Guida al dir., 1998, fasc. 36, 32, con nota di A. Scozzianti). In senso conforme si sono espresse anche: Cass. 24 febbraio 1998 n. 1998; Cass. 21 agosto 1996 n. 7698, cit.

contro un vero e proprio abuso di rappresentanza<sup>48</sup>: ove, cioè, l'attività svolta dal rappresentante, ed i poteri ad esso conferiti dal rappresentato, vengano volontariamente indirizzati verso un fine diverso e deviante rispetto a quello concordato.

L'argomento è stato affrontato dalla dottrina la quale ha assunto posizioni solo apparentemente distinte. L'esito delle indagini compiute da chi si è occupato della questione, tuttavia, ha condotto a conclusioni che, sebbene mosse da premesse ed iter argomentativi differenti, si sono rivelate non distanti nella loro essenza. L'operatività dell'art. 1394 c.c. è stata da alcuni subordinata alla verifica di una lesione – alternativamente concepita<sup>49</sup> – per il rappresentato, da altri, invece, prescindendo dalla dannosità che il contratto concluso in conflitto di interessi potrebbe arrecare al rappresentato<sup>50</sup>.

In altre parole, nel primo caso l'annullamento costituirebbe la risposta dell'ordinamento ad un pregiudizio concreto<sup>51</sup>, ovvero anche solamente potenziale<sup>52</sup>; nel secondo caso, invece, una misura di prevenzione tesa ad impedire la conclusione di un contratto di per sé pericoloso per il rappresenta-

---

<sup>48</sup> V. A. Cataudella, *I contratti – Parte Generale*, Torino, 2009, nt. 97, 278, ove l'A., aderendo alla tesi sostenuta da altro studioso (C. Donisi, *Il contratto con se stesso*, Napoli, 1982, 138 ss.) evidenzia la bontà dell'affermazione secondo cui "il conflitto di interessi non è una specie di abuso della rappresentanza ma può esserne la causa".

<sup>49</sup> Alla tesi di coloro i quali ritengono che l'applicabilità dell'art. 1394 c.c. dipenda dalla sussistenza di un danno potenziale per il rappresentato, riscontrabile dalla incidenza che la situazione conflittuale ha su ciò che il negozio dispone (cfr. C. Angelici, op. cit., 148-149; P. Pappanti-Pelletier, *Rappresentanza e cooperazione rappresentativa*, Milano, 1984, 89), si è affiancata l'opinione di chi, ponendo maggiormente l'accento sulla dinamicità del dissidio tra gli interessi in gioco, ha collegato l'annullamento del contratto ex art. 1394 c.c. al concreto pregiudizio subito dal rappresentato (in questo senso: C. Donisi, op. cit., 148 ss.).

<sup>50</sup> Cfr. E. Perego, *Spunti sul conflitto di interessi nella rappresentanza volontaria*, in *Riv. trim. di dir. e proc. civ.*, 1978, 1450 ss., nonché A. Bellacosa, *Il conflitto d'interessi dell'amministratore unico di società per azioni e l'art. 2391 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 147 ss.

<sup>51</sup> C. Donisi, op. cit., 151.

<sup>52</sup> Cfr. L. Mosco, *La rappresentanza volontaria nel diritto privato*, Napoli, 1961, 328 ss., il quale precisa che in tanto il conflitto di interessi rileva ai fini dell'annullamento del contratto, in quanto esso si sia tradotto in un pericolo di danno per il rappresentato.

to, dal quale scaturirebbe un dovere di astensione a carico del rappresentante<sup>53</sup>. Ma, in ogni caso, ciò che sembrerebbe affiorare da entrambe le correnti di pensiero è che la pericolosità del contratto, deve essere valutata essenzialmente in ragione della sua incompatibilità con gli interessi del rappresentato. Tant'è che anche chi propugna l'operatività dell'art. 1394 c.c. a prescindere dalla prova di un danno subito in concreto dal rappresentato, non può fare a meno di considerare che il comportamento di quest'ultimo potrebbe, per ragioni di convenienza, anche non voler tendere all'annullamento del contratto. Ed il solo fatto che il rappresentato possa anche scegliere di non impugnare il contratto, presuppone una sua valutazione comparativa tra il "pericolo di danno" che egli sicuramente ha presente, ed i benefici che la mancata impugnazione comunque gli apporterebbero. Nel contempo chi afferma la necessità, ai fini invalidanti, del danno subito dal rappresentato, non lo intende in senso prettamente economico, bensì come pregiudizio dovuto alla conclusione di un contratto indirizzato verso il soddisfacimento di un interesse deviante da quello del rappresentato.

In definitiva, in entrambe le ipotesi, è l'elemento della incompatibilità tra l'interesse perseguito dal rappresentante e quello del rappresentato che rileva ai fini della concessione del rimedio dell'annullamento del contratto: si riconduce, comunque, la fattispecie del conflitto di interessi al "modello del risultato dell'azione", escludendo, di contro, qualunque patologia del contratto se il pregiudizio – inteso nei termini dianzi precisati – non si verifica.

Su presupposti solo parzialmente differenti si poggia la situazione conflittuale in materia di servizi di investimento, là dove la relativa disciplina, volendo salvaguardare sia l'interesse degli investitori, sia l'esigenza di garantire l'integrità ed il buon andamento dei mercati finanziari, interviene in una

---

<sup>53</sup> Cfr. E. Perego, op. cit., 1454.



fase precedente e la qualifica come situazione di pericolo dalla quale discende un divieto di agire che, tuttavia, è derogabile al cospetto di una esaustiva informazione del rappresentato e, nel contempo, di una autorizzazione informata rilasciata per iscritto da quest'ultimo<sup>54</sup> o, comunque, nella disciplina post Mifid, in presenza di un esplicito consenso da parte del cliente<sup>55</sup>. In tal modo viene sostanzialmente concepita la possibilità per l'intermediario di agire in una situazione conflittuale, solamente al cospetto delle cautele testé menzionate. Insomma parrebbe ribadirsi quel sistema di tutela incentrato al modello del "risultato dell'azione".

Se così è la sostanziale identità tra i principi ispiratori della disciplina codicistica sul conflitto di interessi e quelli della normativa sezionale, potrebbero condurre ad ammettere la possibilità di mutuare il rimedio previsto dall'art.1394 c.c. nell'ambito della medesima fattispecie eventualmente riscontrabile nel rapporto tra cliente ed intermediario.

*Riccardo Restuccia*

*Associato di diritto privato nell'Università  
degli Studi G. Marconi di Roma*

---

<sup>54</sup> V. D. Maffei, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit., 479 ss.; A. Luminoso, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 764.

<sup>55</sup> V. le osservazioni svolte nel paragrafo 2. del presente lavoro circa il significato e la valenza dell'art. 23, terzo comma, del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob.