

**Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di  
“consulenza in materia di investimenti”  
(art. 1, comma 5, lett. f, d. lgs. n. 58/98)**

PROF. AVV. GIOACCHINO LA ROCCA

*Associato di diritto privato presso l'Università Statale di Milano*

1. *Le parti* – Il d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164, ha modificato in modo sensibile il d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*testo unico della finanza*), d'ora in avanti indicato come “tuf”, adattando quest'ultimo alla Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati e agli strumenti finanziari.

Le modificazioni recate al tuf hanno riguardato anche l'art. 1, comma quinto, che ha ad oggetto i “servizi e le attività di investimento”. Le novità che hanno interessato tale disposizione comprendono anche la configurazione del “servizio di consulenza in materia di investimenti” quale autonomo servizio di investimento <sup>(1)</sup>. A proposito di questo nuovo servizio il comma 5-septies, art. 1, tuf, dispone che “*per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione*”.

Con riguardo a tale servizio la novità introdotta con il d. lgs. n. 164/07 è consistita nel fatto che la consulenza, da servizio *accessorio* che è stato dal 1996 <sup>(2)</sup>, è tornato ad essere un servizio di investimento vero e proprio, ossia

---

<sup>1</sup> ) Si riporta per comodità il testo del nuovo comma quinto dell'art. 1 tuf: “*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> ) Sulla natura e le caratteristiche generali dei servizi accessori v., anche per citt., COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004, 255 ss.

è tornato attività riservata ai soggetti esplicitamente indicati dalla legge, come lo era stato dal 1991 al 1996.

Si è così individuata una prima circostanza avente precise ricadute sul piano strettamente civilistico: mentre dal 1996 al 30 ottobre 2007 il contratto avente ad oggetto la prestazione di consulenza in materia di investimenti era valido a prescindere dalla “qualità” della parte che vi figurava come “consulente”, ora il contratto è valido solo se il consulente è uno dei soggetti tassativamente indicati dalla legge <sup>(3)</sup>.

Peraltro, se si presta attenzione alle norme del tuf che individuano i soggetti legittimati all’esercizio della consulenza in materia di investimenti, ci si rende agevolmente conto che il contratto relativo al servizio di consulenza esibisce caratteristiche tali da differenziarlo sensibilmente dai contratti aventi ad oggetto la prestazione degli altri servizi di investimento. Di regola, infatti, nei contratti relativi ai servizi di investimento, controparti degli investitori possono essere solo quelle società per azioni munite dei requisiti statuari e legislativi necessari per poter svolgere una delle attività sottintese nell’elenco contenuto nella lettera *r* del comma 1, art. 1, tuf <sup>(4)</sup>. Non solo: tali società per azioni possono in concreto concludere un valido contratto per la prestazione dei servizi di investimento a condizione che siano state effettivamente autorizzate, ai sensi dell’art. 19 tuf, allo svolgimento dello specifico servizio dedotto in contratto.

Nel caso del contratto di “consulenza in materia di investimenti” non è così.

Il contratto di “consulenza in materia di investimenti”, infatti, può essere concluso non solo dagli intermediari finanziari espressamente autorizzati allo svolgimento del servizio, ma anche da persone fisiche iscritte all’albo dei “consulenti finanziari” previsto dal comma 2 del nuovo art. 18-bis tuf <sup>(5)</sup>. Dunque, possono essere controparti dell’investitore in un contratto

---

<sup>3</sup>) Sulla necessità, a pena di nullità, che i contratti relativi ai servizi di investimento siano conclusi con i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi medesimi v. Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Foro it.*, Rep. 2001, voce *Contratto in genere*, n. 449.

<sup>4</sup>) Si riporta per comodità del lettore l’art.1, comma 1, lett. *r*, tuf: “*nel presente decreto legislativo si intendono per ... r) "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*”.

<sup>5</sup>) I primi due comma dell’art. 18-bis tuf prescrivono che “1. *La riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal*

di consulenza le imprese di investimento, le banche (arg. *ex art.* 18<sup>1</sup> tuf), le società di gestione del risparmio, le “società di gestione armonizzate ... qualora autorizzate nello Stato membro d'origine” (arg. *ex art.* 18<sup>2</sup> tuf). Oltre a queste società per azioni – secondo quanto si è sopra anticipato – possono essere controparti dell’investitore le persone fisiche iscritte nell’albo dei “consulenti finanziari” purché non detengano “somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti” (v. ancora art. 18-*bis*, comma 1, tuf).

L’ipotesi del contratto di consulenza concluso con il “consulente finanziario” non deve essere confusa con la diversa ipotesi caratterizzata dal fatto che la “consulenza in materia di investimenti” è in concreto somministrata all’investitore dal promotore finanziario: quest’ultimo è la persona fisica della quale, in qualità di dipendente, agente o mandatario, si avvale un “soggetto abilitato” per l’offerta fuori sede dei propri servizi di investimento, e nella specie per offrire fuori sede il servizio di consulenza (artt. 30 e 31 tuf). In questo secondo caso la persona fisica che interloquisce col cliente (vale a dire il promotore finanziario) non è parte del contratto di consulenza, ma è solo una persona che, a vario titolo (v. ancora art. 31<sup>2</sup> tuf: “... come dipendente, agente o mandatario ...”), agisce nell’ambito di un rapporto privatistico nell’interesse dell’intermediario, al quale è legato da un rapporto fiduciario<sup>(6)</sup>. In altre parole, in questo secondo caso, tenuto alla prestazione della consulenza e direttamente responsabile per essa non è tanto la persona fisica, ma anche e soprattutto l’intermediario finanziario.

2. *Il servizio di consulenza in materia di investimenti e la c.d. “consulenza generica”* – Per individuare il contenuto del contratto di consulenza occorre preliminarmente risolvere il problema dei tratti essenziali del servizio che esso è destinato a disciplinare, così da poterlo, se possibile,

---

*Ministro dell’economia e delle finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. 2 E’ istituito l’albo delle persone fisiche consulenti finanziari, alla cui tenuta, in conformità alle disposizioni emanate ai sensi del comma 5, provvede un organismo i cui rappresentanti sono nominati con decreto del Ministro dell’economia e delle finanze sentite la Banca d’Italia e la Consob”.*

<sup>6</sup>) Nel testo si è volutamente riprodotta la nozione di *agency* fatta propria dal diritto di matrice anglosassone (cfr. GREGORY, *The law of agency and partnership*<sup>3</sup>, St. Paul, 2001, 17 ss.) in quanto comprensiva dei caratteri che distinguono il rapporto tra promotore ed intermediario: sarebbe, infatti, estremamente difficile e lungo descrivere tale rapporto facendo riferimento agli istituti propri del nostro sistema, atteso che sono più di uno gli istituti che possono determinare il sorgere di un rapporto fiduciario (ad es. rappresentanza volontaria diretta o indiretta, mandato, rappresentanza commerciale, agenzia, lavoro dipendente) e che ciascuno di tali istituti presenta caratteri che in parte concorrono alla determinazione del predetto rapporto tra promotore e preponente, insieme, peraltro, a caratteri non conciliabili col rapporto medesimo.

distinguere da fattispecie in qualche modo analoghe. In proposito, occorre rammentare che ormai risalente e consolidato è il rilievo, secondo il quale un'attività di presentazione delle opportunità di investimento e di assistenza del cliente nella scelta degli investimenti medesimi sia momento inscindibile di ogni servizio di investimento <sup>(7)</sup>: questa attività di presentazione di prodotti e di assistenza al cliente è stata comunemente detta attività di “consulenza generica” o “strumentale”, che dovrebbe essere insita nella stessa attività di promozione finanziaria.

Ancora recentemente si è dubitato dell'effettiva utilità della distinzione tra “consulenza in materia di investimenti”, quale ormai autonomo servizio di investimento, da un lato e c.d. “consulenza generica” dall'altro lato. Più precisamente si è detto che, su un piano meramente concettuale, tale dicotomia non gioverebbe all'identificazione dei tratti distintivi del servizio di investimento di cui all'art. 1<sup>5</sup>, lett. *f*, tuf; si è, inoltre, aggiunto che l'elaborazione della nozione di “consulenza strumentale” sarebbe inutile sotto il profilo operativo, dal momento che il concetto di “consulenza strumentale” non sarebbe idoneo a coagulare intorno a sé una griglia di regole operative autonome. Ciò perché – si è aggiunto – la “consulenza strumentale” sarebbe governata dalle regole valide per il servizio di investimenti effettivamente richiesto dal cliente, al quale servizio la c.d. “consulenza strumentale” di volta in volta accede in funzione preparatoria ed ancillare <sup>(8)</sup>.

Non sembra possibile condividere l'approccio cui si è appena fatto cenno.

Esso, innanzi tutto, non tiene conto che la distinzione tra consulenza quale servizio di investimenti e “consulenza generica”, trova conferma nello stesso impianto normativo della Direttiva 2004/39/CE, quando quest'ultima, nell'art. 4, n. 25, definisce il c.d. “agente collegato” precisando che si tratta della “persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, ... presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari”.

A proposito della definizione di “agente collegato” è utile preliminarmente confermare che la figura cui qui si fa riferimento, il *tied*

---

<sup>7</sup> ) V. ad es. comunicazione Consob n. BOR/RM/94005134 del 23 maggio 1994 ed in dottrina, tra molti, BOCHICCHIO, *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 1994, 20 ss.

<sup>8</sup> ) ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in ZITIELLO (cur.), *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007, 436 ss.

*agent*, equivale nell'ordinamento italiano al promotore finanziario. Sul punto è sufficiente richiamare l'attenzione sul fatto che la figura dello "agente collegato", delineata dall'art. 4, n. 25, della Direttiva cit., presenta i tratti caratteristici del promotore finanziario: si tratta, infatti, di un soggetto che opera in monomandato per conto di una "impresa di investimento" per promuovere i servizi e gli strumenti finanziari trattati dall'impresa medesima. Confermato, dunque, che il soggetto protagonista delle attività rappresentate nell'art. 4, n. 25, cit. corrisponde al promotore finanziario (ed anzi rappresenta la trasposizione di quest'ultima in ambito europeo), deve soffermarsi l'attenzione sulla parte finale della disposizione citata, laddove completa la descrizione delle attività che la Direttiva riconosce essere tipiche dello "agente collegato". Quest'ultimo – stabilisce la Direttiva per quanto qui interessa – *"promuove i servizi di investimento ... riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti ... colloca strumenti finanziari ... presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti"*.

Il senso di questa disposizione non può essere sconosciuto: la Direttiva 2004/39/CE ammette che il promotore finanziario svolge un'attività di consulenza rispetto agli strumenti finanziari che "promuove" per conto dell'impresa preponente: si veda ancora la parte finale del riportato art. 4, n. 25, dove, per l'appunto, la disposizione circoscrive l'ambito della consulenza ivi accennata agli strumenti finanziari promossi o collocati dal promotore finanziario per conto dell'impresa di investimento sotto la cui "piena e incondizionata responsabilità" egli opera (<sup>9</sup>).

Si propone, dunque, ed è ineludibile, il problema di stabilire il rapporto tra la consulenza cui fa riferimento l'art. 4, n. 25 cit. – che si è integralmente riportato ancora una volta nella precedente nota 9 - ed il servizio di "consulenza in materia di investimenti" di cui agli artt. 4, n. 4, Direttiva cit., 1<sup>5</sup> lett. *f*, e 1<sup>5-septies</sup> *tuf*: occorre, in particolare, chiarire se si tratta della stessa attività o di due attività diverse e, in questo secondo caso, chiarire in che cosa e perchè precisamente divergono queste due attività.

---

<sup>9</sup> ) Si riporta ancora una volta il testo complessivo dell'art. 4 n. 25 della direttiva 2004/39/CE: è "«agente collegato»: persona fisica o giuridica che, sotto la piena e incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, promuove i servizi di investimento e/o servizi accessori presso clienti o potenziali clienti, riceve e trasmette le istruzioni o gli ordini dei clienti riguardanti servizi di investimento o strumenti finanziari, colloca strumenti finanziari e/o presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti o servizi finanziari". Secondo tale disposizione l'agente collegato/promotore finanziario presta consulenza "rispetto a *detti* strumenti o servizi finanziari", e gli strumenti cui la norma fa riferimenti con la parola *detti* sono quelli *collocati* dall'agente medesimo *per conto dell'impresa per la quale opera* (v. ancora la disposizione riportata).

Al riguardo non sembra significativo il rilievo secondo il quale il riferimento alla “consulenza” contenuto nell’art. 4, n. 25, cit., non potrebbe essere accostato al “servizio di consulenza” perchè, se così fosse, il servizio sarebbe svolto dal promotore e non dall’impresa, come invece dovrebbe essere trattandosi di attività riservata (<sup>10</sup>).

Contro questa obiezione può riproporsi quanto già si è avuto modo di osservare in § 1: in quella sede si è rilevato che, quando il “servizio di consulenza in materia di investimenti” è esercitato da “soggetti abilitati”, il promotore costituisce il mezzo attraverso il quale l’intermediario può espletare fuori sede detto servizio. Ne segue che non vi sono ostacoli normativi ad interpretare l’accenno ad un’attività di consulenza svolta dal promotore, contenuto nell’art. 4, n. 25, come riferito al servizio di consulenza di cui all’art. 1<sup>5-septies</sup> tuf. Potrebbe, infatti, in questa prospettiva, sostenersi che – allorché la Direttiva ha fatto cenno ad un promotore che “*presta consulenza ai clienti o potenziali clienti rispetto a ... strumenti o servizi finanziari*” (così art. 4, n. 25) - avrebbe in pratica voluto significare solo che l’agente collegato/promotore finanziario può espletare “fuori sede” il servizio di consulenza per conto dell’intermediario per il quale opera.

Dunque, la chiave di interpretazione dell’art. 4, n. 25, Dir. N. 39, non corre sulla linea indicata dall’autore prima ricordato.

Più precisamente, è vero che la “consulenza” cui fa riferimento l’art. 4, n. 25, Direttiva n. 39, non corrisponde al servizio di consulenza ex art. 1, comma 5, lett. f, tuf, ma ciò accade per motivi diversi da quelli segnalati dall’autore cit. Esiste, dunque, effettivamente il problema di stabilire se la “consulenza”, cui fa riferimento l’art. 4, n. 25, Direttiva n. 39, corrisponde o meno al “servizio di consulenza”.

La risposta negativa a questo interrogativo, a ben vedere, non è difficile. Essa, invero, diviene agevole se si tiene conto che il problema di distinguere la consulenza quale servizio di investimenti autonomo e la consulenza “generica” o “strumentale” non è affatto nuovo e già altri paesi da tempo se lo sono posto e lo hanno risolto.

In particolare, sembra significativa, sotto tale profilo, la c.d. *polarisation rule*, in vigore nel Regno Unito dal 1986, che, sia pure tra molte discussioni, è transitata nel *Financial Services and Markets Act* emanato nel 2000. Secondo questa regola un “*independent financial advisory*” si contraddistingue per il fatto di svolgere a favore del cliente un servizio di consulenza di marcata ampiezza sotto il profilo oggettivo; è richiesto, infatti,

---

<sup>10</sup>) Così ZITIELLO, *Gli agenti collegati*, in ZITIELLO (cur.), *op. cit.*, 283 ss., 289.

che il consulente, nello svolgere il suo servizio, prenda in considerazione l'intero mercato del prodotto di volta in volta rilevante <sup>(11)</sup>. Al contrario, l'attività consulenziale svolta – “prima o nel corso di” qualsiasi servizio di investimento - dal promotore finanziario, dal *tied agent*, dallo “*appointed representative*” ha, quale riferimento oggettivo, un ambito ridotto di prodotti. Più precisamente, con questo secondo tipo di attività – che la stessa Direttiva 2006/73/CE denomina “consulenza generica” <sup>(12)</sup> – si può indirizzare il cliente solo verso i prodotti offerti dal preponente, vale a dire, nel contesto italiano, verso i prodotti distribuiti dall'impresa di investimento, dalla banca, a favore della quale il promotore svolge attività fuori sede (v. artt. 30<sup>5</sup> 31<sup>1</sup> tuf). Ed è proprio questa l'attività cui fa riferimento l'art. 4, n. 25, dir. N. 39: in esso, infatti, si legge che la consulenza prestata dal *tied agent* ha ad oggetto gli “strumenti finanziari o i servizi finanziari” collocati per conto delle imprese di investimento per cui opera. In altre parole, al pari di quanto avviene nella legislazione britannica, anche la consulenza espletata dall'“agente collegato” comunitario – ossia la “consulenza generica” o “strumentale” - ha ad oggetto il ridotto paniere dei prodotti distribuiti dal preponente.

Deve sottolinearsi che il criterio della “neutralità” del consulente, sottinteso nella *polarisation rule*, è già presente nell'ordinamento italiano. Dispone, infatti, l'art. 120<sup>2</sup> del codice delle assicurazioni private che “*in relazione al contratto proposto, gli intermediari assicurativi dichiarano al contraente: a) se forniscono consulenze fondate su una analisi imparziale, dovendo in tal caso le proprie valutazioni fondarsi su un numero sufficientemente ampio di contratti disponibili sul mercato, al fine di consigliare il prodotto idoneo a soddisfare le richieste del contraente; b) se propongono determinati prodotti in virtù di un obbligo contrattuale con una o più imprese di assicurazione, dovendo in tal caso comunicare la denominazione di tali imprese ...*” <sup>(13)</sup>.

---

<sup>11</sup> ) MACNEIL, *An introduction to the law on financial investment*, Oxford-Portland, 2005, 168; e v. anche PAUL, *Insurance regulation*, in BLAIR, WALKER (Cur.), *Financial Service Law*, Oxford, 2006, 579 ss., 583.

<sup>12</sup> ) V. infatti i *considerando* nn. 81 e 82 della Direttiva 2006/73/CE: su queste basi, ossia sulla premessa che i predetti *considerando* assegnano esplicitamente rilevanza giuridica alla “consulenza generica”, divengono poco significativi i “dubbi” avanzati in ordine alla “utilità della creazione di tale categoria” da parte di chi ritiene un “errore ... continuare a parlare di consulenza strumentale” (così ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, cit., 445 e 448).

<sup>13</sup> ) Può essere utile rammentare che l'art. 120 del codice delle assicurazioni private disciplina le regole di comportamento degli “intermediari assicurativi”, nel cui albo, sia pure in sezioni distinte, sono iscritti, tra gli altri, sia “gli agenti di assicurazione, in qualità di intermediari che agiscono in nome o per conto di una o più imprese di assicurazione o di riassicurazione”, sia “i

Dunque, il legislatore italiano ha già stabilito che le “consulenze fondate su analisi imparziali” si fondano “su un numero sufficientemente ampio di contratti disponibili sul mercato”.

Diviene, a questo punto, chiaro che la distinzione tra servizio di “consulenza in materia di investimenti” e “consulenza generica” non corre affatto sulla qualità, sull’approfondimento, sulla professionalità della “raccomandazione”, come pure taluno ha ritenuto, quanto piuttosto sul quel criterio della “neutralità” su cui in passato ha insistito la Consob.

Questa conclusione non è contraddetta dal *considerando* n. 81 della Dir. 2006/73/CE, secondo il quale “ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari”. In particolare, il riferimento finale a “determinati strumenti finanziari” quale potenziale del servizio di consulenza non implica che il consulente possa essere tale anche se limita i suoi consigli agli strumenti finanziari che colloca per conto del singolo intermediario per il quale lavora. Un’indicazione del genere non si legge né nella parte del *considerando* n. 81 appena riportata, né altrove. In realtà, quando il *considerando* n. 81 avverte che “la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari” ben può essere interpretato nel senso di esonerare il consulente dall’obbligo di tener conto, nello svolgimento della sua attività di *tutti* i prodotti esistenti *in assoluto* sul mercato. E in questa prospettiva non detta un’indicazione diversa da quella proveniente dalla *polarisation rule* o dall’art. 120<sup>2</sup> cap, dal momento che entrambe queste regole impongono al consulente indipendente di prestare attenzione, non già a *tutti* in assoluto i prodotti esistenti sul mercato, ma solo a quelli “rilevanti” nella fascia di mercato che interessa il cliente, ovvero a “un numero di prodotti sufficientemente ampio” (v. ancora art. 120<sup>2</sup> cap) (<sup>14</sup>).

---

mediatori di assicurazione o di riassicurazione, altresì denominati broker, in qualità di intermediari che agiscono su incarico del cliente e senza poteri di rappresentanza di imprese di assicurazione o di riassicurazione”.

<sup>14</sup>) Altra interpretazione proposta (semberebbe con l’avallo di esponenti dell’autorità di vigilanza) del *considerando* n. 81 è quella secondo la quale esso distinguerebbe la “consulenza generica” dalla “consulenza in materia di investimenti” sulla base dell’oggetto: la prima avrebbe ad oggetto “un tipo di strumento finanziario”, mentre oggetto della seconda sarebbero “determinati strumenti finanziari”. È una distinzione che non sembra spostare i termini della questione, la quale non verte tanto su un puro esercizio di esegesi eristica (quale quella giocata su un’opinabile differenza di implicazioni tra le locuzioni “tipo di strumento finanziario” e “determinati strumenti finanziari”), quanto piuttosto di stabilire quale possa essere la disciplina

Più precisamente, devono essere “neutrali”, nel senso che devono tenere conto di un paniere significativo di prodotti esistenti sul mercato a prescindere dagli emittenti dei prodotti medesimi, sia il “consulente finanziario” di cui all’art. 18-*bis* tuf, sia l’intermediario finanziario abilitato allo svolgimento del servizio di investimenti di cui si parla. Dunque, i tratti distintivi del servizio di consulenza in materia di investimenti sono la *neutralità* del consulente e la sua capacità professionale di saper orientare le scelte del cliente verso un paniere sufficientemente ampio dei prodotti esistenti sul mercato finanziario in rapporto alle esigenze del cliente.

A proposito del primo requisito – quello attinente alla neutralità del consulente - si profila un potenziale, ma evidente conflitto di interessi quando, in particolare, la consulenza sia offerta da un intermediario finanziario. L’intermediario, infatti, sarà munito di un proprio paniere di prodotti da collocare e, pertanto, sarà latore di un interesse tale da proiettare serie ombre sulla sua effettiva neutralità nel momento in cui svolge il servizio di consulenza. In questo caso il necessario requisito della neutralità si traduce quanto meno in un onere di ragionevole motivazione relativamente ai motivi specifici e gravi che possano avere indotto l’intermediario consulente a ritenere maggiormente adatti per il cliente i prodotti da lui collocati, rispetto a quelli della concorrenza di pari rischio.

3. *La “raccomandazione personalizzata” e la sua disciplina* – Nel corso del precedente paragrafo si sono mossi passi importanti verso la determinazione del contenuto del contratto di consulenza: invero, si è chiarito che l’elemento distintivo del servizio di “consulenza in materia di investimenti” è rappresentato dalla posizione di neutralità rivestita dalla persona fisica o giuridica che svolge l’attività di consulenza. Come si è anticipato, il rilevato carattere di neutralità incide sul contenuto del contratto in esame e sulla prestazione del consulente: quest’ultimo, infatti, è obbligato a sviluppare a favore del cliente “raccomandazioni personalizzate” aventi ad oggetto gli investimenti maggiormente “adeguati” per il cliente tra quelli di maggior rilievo esistenti sul mercato finanziario in genere. In altre parole, colui che presta il servizio di consulenza in materia di investimenti, previsto dall’art. 1, comma 5, lett. *f*, tuf, non deve tener conto solo dei prodotti di maggior rilievo presenti sul mercato domestico o europeo, ma deve piuttosto guardare al mercato globale quale è quello proprio di questi anni.

---

della consulenza generica. Ed in questa direzione il *considerando* in esame è assai chiaro (v. infatti *infra* § 4).

L'esame del contenuto del contratto di consulenza non può, peraltro, prescindere dalla nozione di "raccomandazione personalizzata": quest'ultima, infatti, costituisce la prestazione tipica del contratto di consulenza e la sua analisi è prodromica all'esame della responsabilità del consulente medesimo, giusta l'interpretazione ormai invalsa dell'art. 1218 c.c., secondo la quale l'esistenza di un inadempimento del debitore non può essere decifrata sul parametro dell'impossibilità assoluta ed oggettiva della prestazione, secondo il tenore letterale dello stesso art. 1218 c.c., ma deve essere di volta in volta ricavata prendendo le mosse dal contenuto della prestazione in concreto esigibile dal creditore sulla base del contratto da cui l'obbligazione medesima tra origine <sup>(15)</sup>.

A proposito della nozione di "raccomandazione personalizzata" mette conto avvertire immediatamente che non è affatto univoco il suo rapporto con il servizio di consulenza in materia di investimenti. Al fine di chiarire questa affermazione è utile tornare alla disposizione dedicata dal novellato testo unico della finanza al servizio di consulenza. È sufficiente leggere la disposizione medesima per rendersi conto di quanto essa sia insidiosa ed inaffidabile. Sulla falsariga delle due Direttive Cee si legge, infatti, nel comma 5 *septies*, art. 1 tuf, che *"per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione"*.

In primo luogo, occorre guardarsi dall'errore di ritenere che la disposizione appena riprodotta introduca effettivamente una "definizione legislativa" secondo la rubrica dello stesso art. 1, cui pure accede.

Non è assolutamente il caso di riproporre in questa sede l'annoso tema delle definizioni legislative, della loro rilevanza e delle loro implicazioni anche di politica legislativa. È, invece, sufficiente ricordare che la definizione legislativa, lungi dal rappresentare la "essenza" della cosa definita secondo il paradigma aristotelico, mira, piuttosto, a porre le condizioni per l'uso di un certo vocabolo, onde con ciò rinviare ad una data disciplina. Su queste premesse, la dottrina ha posto in luce come l'interprete

---

<sup>15</sup> ) In proposito è qui sufficiente rinviare a MENGONI, *Responsabilità contrattuale*, voce dell'*Enciclopedia del diritto* (dir. Vig.), XXXIX, Milano, 1988, 1072 ss., con l'avvertenza che non si tratta di una soluzione circoscritta al nostro paese.

non debba mai perdere di vista il senso storico-pratico delle nozioni giuridiche, nel senso che l'interprete non deve mai perdere di vista la necessità di uno stretto collegamento delle nozioni giuridiche medesime con l'esperienza pratica (<sup>16</sup>).

Se, sulla base di questi ormai acquisiti insegnamenti, si analizza il comma 5-*septies* sopra riportato, ci si avvede che esso non è in grado di dettare le condizioni d'uso della locuzione “consulenza in materia di investimenti”; al massimo si può convenire che la disposizione citata detta *una* delle condizioni d'uso della locuzione “consulenza in materia di investimenti”. Più precisamente la disposizione non è in grado di (e, forse, a ben vedere, neppure mira a) istituire una corrispondenza biunivoca tra “consulenza in materia di investimenti” e “raccomandazioni personalizzate”. Una tale corrispondenza, infatti, è smentita dall'esperienza e dall'analisi del sistema, le quali, al contrario, attestano come sussistano casi di “raccomandazioni personalizzate” anche in caso di “consulenza generica” e comunque anche al di fuori del contratto di “consulenza in materia di investimenti”.

Per comprendere questo aspetto - che è centrale non solo per ricostruire il contenuto del contratto di “consulenza in materia di investimenti”, ma più in generale per cogliere le regole di fondo della prestazione dei servizi di investimento alla stregua della nuova normativa - occorre prendere le mosse dalla nozione di “raccomandazione personalizzata” delineata nel comma 5 *septies* dell'art. 1 tuf. In questo caso, effettivamente ci troviamo di fronte ad una disposizione che ha dettato le “condizioni d'uso” della locuzione “raccomandazione personalizzata”. Queste “condizioni d'uso” si concretizzano, alla stregua del comma 5 *septies*, a ben vedere in due casi, che non necessariamente sono coincidenti: questi due casi si verificano (a) quando la “raccomandazione” di acquisto, di investimento “è presentata come adatta per il cliente”, (b) quando la “raccomandazione” medesima “è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente”.

Mette conto soffermare l'attenzione sul caso in cui la “raccomandazione ... è presentata come adatta per il cliente”. In proposito, deve prendersi atto che, in linea di fatto, un'ipotesi del genere non è necessariamente circoscritta al “servizio di consulenza in materia di

---

<sup>16</sup> ) Cfr. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, Milano, 1980, 187 ss.; SCARPELLI, *Il problema della definizione e il concetto di diritto*, Milano, 1955, 52; D'ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989, 38 ss.; BELVEDERE, *Linguaggio giuridico*, voce del *Digesto delle discipline privatistiche*, sez. civ., XI, Torino, 1994, 21 ss.

investimenti” (art. 1<sup>5</sup>, lett. *f*, tuf), ma può aver luogo anche durante lo svolgimento del servizio di collocamento (art. 1<sup>5</sup>, lett. *c* e *c bis*, tuf), o, ad esempio, durante il servizio di ricezione e trasmissione ordini, nel caso in cui l’iniziativa per la prestazione del servizio non è assunta dal cliente, ma dall’intermediario (arg. ex art. 43, lett. *b*, reg. consob 29 ottobre 2007, n. 16190). È l’ipotesi, in altre parole, che si determina quando il cliente è contattato dal promotore, ovvero quando al cliente – in una dipendenza della banca – è presentato uno strumento finanziario perché ne ordini l’acquisto.

In questa ipotesi non può ragionevolmente negarsi l’esistenza del requisito della “personalizzazione”, ossia della caratura della “raccomandazione”, dell’invito a sottoscrivere il titolo, sul singolo cliente appositamente contattato. In tal senso, d’altra parte, chiaramente depone lo stesso comma 5 *septies*, art. 1, tuf, allorché, sempre sulla falsariga della normativa comunitaria, esclude che esista il requisito della “personalizzazione” quando la raccomandazione è “*diffusa al pubblico*”, ossia ad una massa indistinta di potenziali clienti, circostanza, questa, che certamente non si verifica allorché l’invito all’acquisto, la promozione del titolo abbiano luogo nel corso di un colloquio diretto tra il singolo cliente e l’intermediario.

Deve, peraltro, aggiungersi che la necessità di intravedere una “raccomandazione personalizzata” in ogni caso in cui l’intermediario promuova un singolo strumento finanziario presso un cliente, invitandolo all’acquisto dello strumento medesimo, non è legata solo al filo, solido ma sottile, della precisazione offerta dall’ultima parte del comma 5 *septies*, allorché esclude che la raccomandazione “diffusa al pubblico” rientri nella nozione di “raccomandazione personalizzata”.

Alla base della suddetta affermazione, infatti, vi è anche e soprattutto la giuridica necessità secondo la quale ogni invito all’acquisto di un dato strumento finanziario deve essere presentato come “adatto” per il cliente cui è rivolto a prescindere dal servizio all’interno del quale questo invito si verifica in concreto.

Sul punto occorre essere molto chiari: quando prestano servizi di investimento al di fuori del servizio di consulenza ex art. 1<sup>5</sup>, lett. *f*, gli intermediari finanziari sono chiamati a prendere una decisione imprenditoriale dalle notevoli ricadute sul piano operativo, di politica commerciale, e sul piano giuridico: o ci si accontenta di “raccomandazioni” impersonalmente e genericamente dirette al “pubblico”, vale a dire ad una platea indistinta di risparmiatori, ovvero si decide di procedere (anche) ad “inviti” all’acquisto rivolti ai singoli clienti, attraverso un contatto diretto tra

detti singoli clienti ed il promotore o l'intermediario. In questo secondo caso, ossia se si preferisce "andare" sul singolo cliente a collocare un determinato strumento finanziario, non si può, però, prescindere dalle specifiche caratteristiche di detto cliente, dai suoi obiettivi di investimento, dalla sua esperienza ecc. E ciò – si ripete – anche al di fuori della prestazione dei servizi di consulenza e di gestione.

Occorre guardarsi dall'errore di ritenere che l'alternativa appena delineata sia il frutto di un'opzione interpretativa più o meno forzata. Al contrario, la necessità di una caratura siffatta è imposta dal "criterio generale" dettato dall'art. 21, lett. a, tuf, per "la prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori".

Questa norma, benché talora dimenticata, rappresenta pur sempre la regola primaria per la prestazione di *tutti* i servizi di investimento e di *tutti* i servizi accessori, nessuno escluso. Essa, peraltro, non sembra aver ancora ricevuto un'interpretazione in grado di valorizzarne le potenzialità.

Invero, della disposizione richiamata è invalsa un'interpretazione che, a ben vedere, tende a ridimensionare la portata del suo tenore letterale, nel senso che si afferma che la disposizione medesima non avrebbe, in definitiva, un significato diverso da quello generalmente attribuito alle clausole generali più utilizzate nel codice civile e segnatamente la clausola di buona fede, la quale già prevedrebbe obblighi di informazione e di salvaguardia degli interessi della controparte analoghi a quelli disposti a carico dei "soggetti abilitati" dall'art. 21, lett. a, tuf<sup>(17)</sup>.

Senonché, questa interpretazione è insoddisfacente sotto più profili.

Innanzitutto, l'interpretazione qui accennata non tiene conto dei termini nei quali gli obblighi di informazione e di salvaguardia della controparte sono declinati nell'ambito della disciplina generale dei contratti. In particolare, non si tiene conto, per quanto riguarda, ad esempio, gli obblighi di salvaguardia degli interessi della controparte, che un obbligo di questo tipo, quando è desunto dalla clausola di buona fede, non si specifica in un obbligo della controparte di perseguire in modo articolato e programmatico gli interessi della controparte. Al contrario, quando dalle declamazioni si passi all'esame della *law in action*, ossia delle regole operative in concreto ricavate dalla clausola di buona fede, ci si rende conto che essa è utilizzata solo al limitato fine di imporre ad una parte di non compromettere ingiustamente gli interessi della controparte, sempre che di

---

<sup>17</sup>) V., per tutti, il resoconto che danno della tesi dominante COSTI, ENRIQUES, *op. cit.*, 326 ss.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*<sup>2</sup>, Torino, 2003, 101 ss.

detti interessi abbia consapevolezza o non possa ragionevolmente non avere una tale consapevolezza in rapporto al tipo di contratto concluso. Peraltro, questo tipo di intervento di una parte a salvaguardia degli interessi dell'altra non è imposto sempre e comunque, ma è condizionato alla espressa circostanza che la salvaguardia di detti interessi della controparte non sia eccessivamente dispendiosa per l'altro contraente.

Una sintesi in questo senso della giurisprudenza assolutamente dominante in materia non è necessaria in questa sede, dal momento che è già stata fatta dalla dottrina più autorevole, che ha osservato come, al di là delle declamazioni, la clausola di buona fede interviene su questioni di dettaglio del regolamento contrattuale<sup>(18)</sup>. In altre parole – ed è questo che ora interessa – la clausola di buona fede nelle sue concrete applicazioni non altera le regole e gli equilibri di fondo che animano il codice, che vogliono ciascuna parte sovrana nel perseguimento e nella cura dei propri interessi, con conseguente assunzione delle relative responsabilità.

Qui, piuttosto, interessa sottolineare come una prospettiva assolutamente diversa da quella appena riassunta si apre solo che si tenga conto del mero tenore letterale dell'art. 21, lett. a, tuf, il quale, anzi, sotto tale profilo è stato reso ancor più esplicito dalla novella recentemente intervenuta. Dispone ora, infatti, l'art. 21 lett. a, tuf, che *“nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”*.

È evidente la distanza che separa l'obbligo di non compromettere ingiustificatamente l'interesse della controparte desunto dalla clausola generale di buona fede e l'obbligo dei “soggetti abilitati” di *“servire al meglio l'interesse dei clienti”*. L'art. 21, lett. a, tuf, impone ad una parte di un contratto, non già di non danneggiare senza motivo la controparte, ma di perseguire deliberatamente ed esclusivamente gli interessi della controparte. Come ha già in parte intuito la giurisprudenza, il vero contenuto peculiare del “contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento”, cui fa riferimento l'art. 23 tuf, è proprio l'obbligo indiscriminato imposto all'intermediario di *“servire al meglio l'interesse dei clienti”*, di cui probabilmente non v'è traccia negli altri contratti, né in quelli conclusi nel mercato in genere, né in quelli conclusi in altri settori del mercato finanziario, quali, ad esempio, i contratti bancari.

---

<sup>18</sup> ) Cfr. SACCO, in SACCO, DE NOVA, *Il contratto*<sup>3</sup>, Torino, 2004, II, 431 ss.; BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*<sup>2</sup>, Milano, 2000, 500 ss.

Proprio il confronto con questi ultimi è particolarmente utile perché rende ragione, ad un tempo, tanto della specificità dei contratti posti in essere per lo svolgimento dei servizi di investimento, quanto delle differenze tra questi contratti e quelli conclusi nell'esercizio del credito.

Nei contratti bancari le asimmetrie informative sono a carico della banca, che ignora sia le reali condizioni economiche dell'imprenditore finanziato, sia le reali intenzioni che l'imprenditore ha circa l'utilizzazione del finanziamento ricevuto: è per questo motivo che nella normale attività creditizia alla banca *non* sono imposti dalla legge specifici obblighi di informazione e salvaguardia degli interessi della controparte. A tal fine, infatti, nei contratti bancari più diffusi è sufficiente la clausola generale di buona fede, che, ad esempio, impone alla banca di non recedere senza congruo preavviso e senza motivo dal rapporto. Al contrario, nei contratti relativi allo svolgimento dei servizi di investimento l'asimmetria informativa – pesante ed incolmabile: non a caso si parla di mercati *incompleti* per definizione – è a carico del risparmiatore, che per di più, a differenza della banca nel caso dei contratti credito, non ha neppure alcun tipo di *expertise* per monitorare in modo sistematico e razionale l'andamento del suo investimento.

Di qui la *ratio* di fondo dell'art. 21, lett. *a*, tuf, come pure dell'art. 19<sup>1</sup> della Direttiva 2004/39/CE, secondo il quale “*le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento e/o, se del caso, servizi accessori ai clienti, [agiscono] in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti*”. Di qui – potrebbe aggiungersi – la particolare enfasi presente nella normativa di settore, ed acuitasi con la nuova disciplina, verso il conflitto di interessi.

Lo specifico obbligo di perseguire l'interesse del cliente, posto a carico della sua controparte contrattuale, è rafforzato dall'obbligo, pure posto a carico dei “soggetti abilitati”, di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza. Questo riferimento a “*diligenza, correttezza e trasparenza*” non integra obblighi ulteriori a sé stanti, ma “*diligenza, correttezza e trasparenza*”, giusta il significato proprio delle parole usate dal legislatore secondo la connessione di esse, sono funzionali al migliore perseguimento dell'interesse del cliente (<sup>19</sup>).

---

<sup>19</sup> ) Va rammentato che uno dei primi commentatori della legislazione sui servizi di investimento, nel confrontare la medesima con le clausole generali del codice civile della buona fede, diligenza, correttezza ecc., si pose il dubbio dell'effettiva compatibilità della legislazione di settore con l'impianto del codice e si chiese “se una qualche rimeditazione di questo assetto tradizionale non debba essere indotta dal modello di tutela che ci occupa” (DI MAJO,

Questa interpretazione dell'art. 21 lett. a, tuf, (e, si ripete, dell'art. 19<sup>1</sup>, dir. N. 39) - volta a sottolineare e a rendere operativo l'obbligo degli intermediari di "servire al meglio gli interessi dei clienti" - non può certamente essere qui approfondita. In questa sede può solo aggiungersi che siffatta interpretazione è coerente col modello che rappresenta il codice genetico della normativa sui servizi di investimento, vale a dire il modello economico-giuridico della *agency* (<sup>20</sup>), in base al quale "the agent is a *fiduciary*", ossia "one who acts primarily for the benefit of another" (<sup>21</sup>).

Discorso analogo vale per la *disclosure* delle informazioni: l'impostazione dalla quale muove il codice civile è di fatto in linea con il rilievo secondo il quale l'informazione è bene costoso e di difficile acquisizione (<sup>22</sup>), con la conseguenza che di regola essa è trasferita alla controparte solo in casi eccezionali e sempre sul presupposto che ciò non rechi pregiudizio alla parte maggiormente informata. Così, nella prospettiva del codice i doveri di informazione sono circoscritti alle cause di invalidità e alle eventuali cause di inidoneità del contratto a soddisfare gli interessi che inducono la controparte al contratto medesimo, sempre che – si ripete – detti interessi siano ragionevolmente conoscibili dalla controparte e ciò non si risolva in un danno specifico della parte maggiormente informata (<sup>23</sup>).

Di ben altro spessore l'obbligo informativo posto a carico dei "soggetti abilitati" nell'ambito dello svolgimento dei servizi di investimento. La netta disposizione contenuta nella seconda parte della lett. b dello stesso art. 21 ("i soggetti abilitati devono ... operare in modo che [i clienti] siano sempre adeguatamente informati") è addirittura rafforzata dall'art. 19<sup>3</sup>, Direttiva 2004/39/CE, il quale dispone che "ai clienti o potenziali clienti vengono fornite in una forma comprensibile informazioni ... sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte ... cosicché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa". In particolare, occorre porre in luce come la disposizione appena riportata istituisce una diretta ed

---

La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1993, I, 289 ss., 290.).

<sup>20</sup>) V. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 118 ss.

<sup>21</sup>) GREGORY, *op. cit.*, 13.

<sup>22</sup>) PARDOLESI, MOTTI, *L'informazione come bene*, in DE NOVA, INZITARI, TREMONTI, VISENTINI (cur.), *Dalle res alle new properties*, Milano, 1991, 37 ss.

<sup>23</sup>) V. ancora BIANCA, *op. cit.*, 164 ss.

esplicita relazione consequenziale tra l'informazione data al cliente e la successiva decisione di investimento di quest'ultimo, cosicché, qualora l'informazione non sia tale da far “ragionevolmente comprendere la natura ... del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi”, deve escludersi che il cliente abbia assunto quella “decisione con cognizione di causa” richiesta dalla Direttiva: il che equivale a dire che deve ritenersi insussistente una decisione di investimento del cliente che possa essere ritenuta giuridicamente rilevante.

È, dunque, evidente anche in questo secondo caso la distanza che separa l'impianto codicistico dalle norme di settore interne e comunitarie, che si sono richiamate: lì il difetto di informazione di una parte a favore dell'altra si traduce nel risarcimento dell'“interesse negativo” (art. 1337 c.c.), qui il difetto di informazione esclude un valido consenso del cliente all'investimento.

Questa distanza, questa differente dimensione delle regole che disciplinano il contratto concluso in materia di investimenti rispetto a quelle proprie del codice civile non deve stupire. È risaputo che l'impianto codicistico presuppone parti uguali e di pari forza contrattuale, entrambe perfettamente informate - o in grado di acquisire l'informazione necessaria sol che siano diligenti nel curare i loro interessi - sull'oggetto del contratto e sul contenuto dello stesso che comunque possono concorrere in pari misura a determinare (v. art. 1326 u.c.). E' un impianto che chiaramente riflette un mercato, una concezione economica improntata all'equilibrio generale Walrasiano, e alla lettura che di esso hanno dato Arrow e Debreu, dove le preferenze di ciascun soggetto sono chiaramente ordinate su scale decrescenti dominate con precisione dall'interessato grazie alle informazioni spontaneamente prodotte dal mercato, cui ciascuno può liberamente accedere senza costi particolari (<sup>24</sup>).

La normativa del mercato finanziario, anche più di quella relativa ai rapporti tra “professionisti” e consumatori, presuppone, invece, una diversa concezione del mercato, dominata da un'intensa e pressoché incolmabile asimmetria informativa a carico del risparmiatore. Tale diversa impostazione non rimane senza conseguenze sul piano giuridico: infatti, il diverso motivo ispiratore di fondo tra regole del codice civile sul contratto e realtà del mercato finanziario è talmente dirompente e marcato che le prime non

---

<sup>24</sup> ) Accenna ai profili civilistici della dottrina economica citata nel testo BELLANTUONO, *I contratti incompleti nel diritto e nell'economia*, Padova, 2000, 20 ss.

possono automaticamente applicarsi al mercato finanziario e ai contratti ivi conclusi <sup>(25)</sup>.

4. “*Raccomandazione personalizzata*” e servizi di investimento – Nel precedente paragrafo si sono riesaminati, nei limiti consentiti dalla presente occasione, i “criteri generali” che debbono guidare gli intermediari quando propongono ad un risparmiatore l’acquisto di un determinato strumento finanziario, vale a dire quando procedono ad una “raccomandazione personalizzata” nei confronti di un cliente.

Il riesame così condotto si è reso necessario per comprendere le intrinseche caratteristiche della “raccomandazione personalizzata” e per comprendere, altresì, come essa non sia necessariamente connessa al servizio e al contratto di consulenza in materia di investimenti, ma sussista ogni qualvolta l’intermediario solleciti l’investitore ad indirizzare il suo risparmio verso un determinato strumento finanziario, presentando detto investimento come “adatto”, come vantaggioso per il cliente.

La soluzione proposta è coerente con l’impianto normativo dei servizi di investimento dettato tanto a livello interno, quanto a livello comunitario.

Essa, infatti, come si è mostrato nel precedente paragrafo, è assolutamente coerente con le lett. *a* e *b* dell’art. 21 tuf.: la necessità che, ai sensi dell’art. 21 cit., il “soggetto abilitato” persegua l’interesse del risparmiatore quando svolge qualsiasi servizio di investimento o accessorio fa sì che il “soggetto abilitato” medesimo – nell’ambito di uno qualsiasi di detti servizi - non possa assolutamente invitare un risparmiatore ad acquistare uno strumento finanziario se non ritiene, ragionevolmente e motivatamente, detto acquisto funzionale “al meglio” (v. ancora art. 21, lett. *a*, cit.) per il perseguimento dell’interesse del singolo cliente destinatario dell’invito.

Non solo: non bisogna dimenticare che l’art. 21 tuf e l’art. 19 dir. N. 39 impongono esplicitamente che l’intermediario agisca con diligenza e correttezza quando agisce “per il meglio” del suo cliente. Nello scomporre queste disposizioni nelle pagine precedenti, si è osservato che l’obbligo di agire per “il meglio” si traduce nella necessità che l’intermediario sottoponga al cliente – sempre ed in ogni occasione – prodotti finanziari dei quali abbia

---

<sup>25</sup> ) Cfr. GUIZZI, *Mercato finanziario*, voce dell’*Enciclopedia del diritto*, Aggiornamento, V, Milano, 2001, 744 ss., 747, il quale sottolinea che “regole e norme [del mercato finanziario] appaiono suscettibili di una considerazione distinta rispetto a quelle integranti lo statuto normativo di operazioni di scambio di beni diversi dai prodotti finanziari, ovvero alla prestazione di servizi diversi da quelli di investimento” a causa degli specifici interessi che animano la disciplina di settore.

accertato la coerenza con gli interessi del cliente stesso. Diligenza e correttezza non rimangono estranee a detto processo. Esse, infatti, incidono sulle modalità con le quali l'intermediario acquisisce consapevolezza che un dato prodotto è coerente, è adatto agli interessi del singolo cliente, cui è presentato. Più precisamente, il "soggetto abilitato" deve acquisire tale consapevolezza (circa la congruità dello strumento finanziario proposto al risparmiatore rispetto al risparmiatore stesso) con "diligenza". La diligenza, infatti, raccomandata anche dallo stesso art. 21 lett. *a* tuf, rappresenta la qualità tipica della condotta di qualsiasi debitore e nel caso dei servizi di investimento si specifica – secondo quanto osservato da DI MAJO fin dal 1993 e ribadito anche dalla giurisprudenza recente – in un particolare tipo di diligenza professionale (art. 1176<sup>2</sup> c.c.). Quest'ultima impone al debitore (nella specie, l'intermediario che invita il risparmiatore ad acquistare un determinato strumento finanziario) di adempiere alla sua prestazione impiegando quei mezzi, quelle nozioni tecniche, quella prudenza, che, nello specifico settore professionale di riferimento, sono riconosciute oggettivamente utili per la soddisfazione dell'interesse del creditore (nella specie, il risparmiatore) e per evitare a quest'ultimo possibili danni (v. recentemente Cass. 15 febbraio 2007, n. 2462, in *Foro it.*, Rep. 2007, voce *obbligazioni in genere*, n. 36): orbene, nello specifico settore di riferimento qui in esame, vale a dire il mercato finanziario, le nozioni tecniche, i mezzi generalmente utilizzati e l'esperienza sono coerenti nel dimostrare che l'intermediario non può pretendere di servire al meglio gli interessi del risparmiatore senza conoscerne gli obiettivi di investimento, l'esperienza in materia finanziaria, le caratteristiche anche personali (v. art. 39, comma 2, lett. *c*, reg. consob n. 16190/07).

I risultati cui è pervenuta l'analisi fin qui condotta non possono essere sottovalutati. Invero, la compiuta ricognizione del significato e delle implicazioni giuridiche della nozione di "raccomandazione personalizzata" ha posto in luce che tale nozione, con le sue ricadute in termini di diligenza professionale dei "soggetti abilitati", deve intravedersi ogni volta che un "soggetto abilitato" presenti un determinato investimento ad un risparmiatore come "adatto" al risparmiatore medesimo. E ciò a prescindere dal fatto che detta raccomandazione abbia luogo nell'ambito del servizio di consulenza di cui alla lett. *f* dell'art. 1<sup>5</sup>, tuf, oppure in occasione dello svolgimento di altro servizio di investimento.

Si è già avuto modo di accennare alla circostanza che tale conclusione, lungi dall'essere eccentrica, è anzi coerente con il sistema normativo susseguente alla Mifid.

È opportuno verificare con attenzione questo rilievo.

A tal fine è utile prendere le mosse dal comma 5 *septies* dell'art. 1 tuf. Secondo tale comma *“per “consulenza in materia di investimenti” si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”*. Si è già detto come tale disposizione non contenga alcun elemento testuale tale da imporre una corrispondenza biunivoca e necessaria tra servizio di “consulenza in materia di investimenti” di cui all'art. 1<sup>5</sup>, lett. *f*, tuf, e “raccomandazioni personalizzate”. La disposizione, piuttosto, delinea il contenuto del contratto di consulenza, nel senso che esso ha ad oggetto la dazione di “raccomandazioni personalizzate”, ma da essa non si ricava alcunché tale da giustificare l'illazione che possano esistere “raccomandazioni personalizzate” solo previa conclusione di un contratto di consulenza e all'interno dello stesso.

Sotto tale profilo la specificità del contratto di consulenza va cercata altrove, e precisamente nel fatto che, per effetto di tale contratto, la dazione di “raccomandazione personalizzate” è obbligatoria. È corretto, così, affermare che il contratto *de quo* consiste nella dazione di “raccomandazioni personalizzate” e che – in base a quanto si è rilevato *supra* in § 2 – queste “raccomandazioni personalizzate” debbono necessariamente spaziare su tutti i prodotti esistenti sul mercato che possano essere “adatti” alle caratteristiche del risparmiatore.

Ciò, tuttavia, - ed è questo il punto che preme ora sottolineare - non equivale ad affermare che “raccomandazioni personalizzate” non possano aver luogo anche in ambiti contrattuali diversi, vale a dire anche durante lo svolgimento di servizi di investimento o accessori diversi dalla consulenza, allorché l'intermediario presenti un determinato prodotto ad un singolo cliente. In questo secondo caso, le “raccomandazioni personalizzate” non saranno, però, obbligatorie per il “soggetto abilitato”, ma conseguiranno da una precisa scelta imprenditoriale e commerciale dell'intermediario stesso, il quale – poiché versa in un rapporto diverso da quello di consulenza – potrà “raccomandare” al cliente strumenti finanziari tratti da una platea più ristretta di quella – per definizione, particolarmente ampia – che caratterizza il servizio di consulenza.

Peraltro, nel secondo caso, ossia nel caso di “raccomandazione personalizzata” elargita al di fuori del servizio di consulenza, non potrà non applicarsi la disciplina propria della “raccomandazione personalizzata” stessa, che si è cercato di rappresentare in questo paragrafo e nel precedente. Più precisamente, anche se prestata al di fuori del servizio di consulenza, la “raccomandazione personalizzata” dovrà aderire al destinatario della stessa, ai suoi obiettivi, ai suoi interessi in applicazione delle norme di legge che si sono passate in rassegna nel precedente paragrafo.

Mette conto avvertire come lo scenario qui delineato è perfettamente coerente con quello che risulta dal *considerando* n. 81 della Direttiva 2006/73/CE. Si legge in tale *considerando* che “*se l’impresa di investimento fornisce una consulenza generica ad un cliente in merito ad un tipo di strumento finanziario che essa presenta come adatto per tale cliente, considerate le sue particolari caratteristiche, e tale consulenza non è in realtà adeguata per tale cliente o non è basata sulla considerazione delle sue caratteristiche, in funzione delle circostanze di ciascun caso, è probabile che tale impresa violi l’articolo 19, paragrafo 1 o 2, della direttiva 2004/39/CE. In particolare, è probabile che l’impresa che fornisce ad un cliente tale consulenza violi l’obbligo di cui all’articolo 19, paragrafo 1, di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti*”.

È agevole rilevare come il riportato *considerando* n. 81 confermi i passaggi principali dell’analisi qui svolta:

(a) in detto *considerando*, infatti, la presentazione di “*un tipo di strumento finanziario ... come adatto per un cliente*” (vale a dire quello che nell’ordinamento interno è l’elemento caratterizzante della “raccomandazione personalizzata”: v. ancora una volta il comma 5 *septies* dell’art. 1 tuf) non è ritenuta espressione esclusiva del servizio di consulenza in materia di investimenti. Al contrario, la suddetta presentazione è esplicitamente associata alla “*consulenza generica*”, che, come si è ricordato sopra, secondo l’impianto comunitario può accedere a qualsiasi servizio di investimenti (v. esplicitamente in tal senso la parte finale del *considerando* n. 82 della Direttiva ult. cit.);

(b) il *considerando* n. 81, inoltre, espressamente presuppone che la presentazione di “*un tipo di strumento finanziario ... come adatto per un cliente*” sia coordinata con “*le ... particolari caratteristiche*” del cliente stesso “*in funzione delle circostanze di ciascun caso*”. E dunque il *considerando* n. 81 della direttiva 2006/73/CE presuppone che nell’ambito della “consulenza generica” si tenga conto delle specifiche caratteristiche del

cliente destinatario di detta “consulenza generica”, atteso che la stessa deve essere modulata “*in funzione delle circostanze di ciascun caso*”;

(c) ed ancora, il predetto *considerando* prende espressamente in esame l’ipotesi in cui lo strumento finanziario presentato all’investitore come adatto a lui non sia in realtà congruo rispetto alle caratteristiche specifiche dell’investitore medesimo. Tale ipotesi – ed è questo l’aspetto di maggiore interesse – è espressamente qualificata dalla Direttiva in esame come una violazione dello “*l’articolo 19, paragrafo 1 o 2, della direttiva 2004/39/CE*”. E l’art. 19, paragrafo 1 della Direttiva 2004/39/CE, impone, come si ricorderà, che “*le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento e/o, se del caso, servizi accessori ai clienti, agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti*”.

Ne segue, dunque, la conferma *per tabulas* di quanto qui sostenuto, vale a dire che non bisogna farsi ingannare da letture affrettate dell’art. 1<sup>5-septies</sup> tuf: la dazione di “raccomandazioni personalizzate” può avvenire al di fuori del servizio di consulenza di cui all’art. 1<sup>5</sup> tuf, lett. f, e, in ogni caso, la “raccomandazione personalizzata” deve essere elaborata in funzione dell’interesse del singolo cliente, il quale interesse deve essere individuato, non in astratto o genericamente, ma con “diligenza” (v. ancora art. 21 lett. a, tuf), vale a dire in funzione delle caratteristiche specifiche dell’investitore destinatario della “raccomandazione”, “*in funzione delle circostanze di ciascun caso*”, recita la Direttiva comunitaria del 2006.

Può essere, infine, formulata un’osservazione ulteriore, relativa al metodo adottato per pervenire alle conclusioni sopra riassunte. A ben vedere, nelle pagine precedenti una determinata prestazione concreta (la “raccomandazione personalizzata”) è stata isolata nei suoi elementi caratteristici e negli interessi che essa mira a realizzare nell’ambito del contratto (o servizio) in cui essa sembra assumere giuridica rilevanza (la “consulenza in materia di investimenti”); dopo di che si è constatato che essa di fatto può aver luogo anche all’interno di contratti e servizi diversi dalla consulenza e si è aggiunto che, anche in questi diversi contratti, essa conserva la disciplina giuridica sua propria.

Per tale via, nel caso qui in esame delle “raccomandazioni personalizzate” e del servizio di consulenza, si è applicato lo schema ricostruttivo ed interpretativo maggiormente accreditato presso la dottrina civilistica recente, vale a dire il c.d. metodo “tipologico”. Infatti, assunta a modello la prestazione tipicamente presente nel contratto di consulenza, se ne è riconosciuta la presenza anche in contratti e servizi di investimento diversi

e si sono estesi a queste fattispecie i tratti peculiari rilevanti della relativa disciplina<sup>(26)</sup>.

Il risultato complessivo attinto da tale processo interpretativo è che occorre diradarsi dalle insidie esibite dal quadro normativo introdotto a seguito del recepimento della Mifid. Più precisamente, occorre guardarsi da facili semplificazioni, secondo le quali, al di fuori dei servizi di consulenza e di gestione, gli intermediari dovrebbero preoccuparsi esclusivamente del profilo della c.d. “appropriatezza”, quale è configurata dall’art. 42 del nuovo regolamento intermediari (del. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190), secondo cui “nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, e sulla base delle informazioni di cui all’articolo 41, gli intermediari verificano che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta”.

Le considerazioni svolte nei precedenti paragrafi avvertono che le cose non stanno così: ogni qualvolta che gli intermediari propongono un prodotto ad un risparmiatore ricorre la fattispecie della “raccomandazione personalizzata”, rispetto alla quale gli intermediari debbono procedere ad un’attenta e diligente comparazione delle singole caratteristiche del concreto prodotto offerto e lo specifico profilo del cliente destinatario dell’invito all’acquisto.

5. *La forma* – Successivamente alla modificazione del testo unico della finanza ad opera del d. lgs. 17 settembre 2006, n. 164, l’art. 23 del medesimo testo unico dispone che “*i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all’articolo 1, comma 5, lettera f), e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti*”. Questa disposizione è stata successivamente confermata dal reg. intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007, che, nel primo comma dell’art. 37, ha stabilito che “*gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente*”.

Le disposizioni appena richiamate non sono il risultato di una scelta autonomamente condotta dal legislatore italiano. L’art. 39 della Direttiva

---

<sup>26</sup>) Cfr. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, 121 ss., 154, 164 ss.

2006/73/CE stabilisce, infatti, che “*gli Stati membri prescrivono all’impresa di investimento che fornisce servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti ad un nuovo cliente al dettaglio per la prima volta dopo la data di applicazione della presente direttiva di concludere un accordo di base scritto, su carta o altro supporto durevole, con il cliente, in cui vengano fissati i diritti e gli obblighi essenziali dell’impresa e del cliente*”<sup>(27)</sup>.

Il risultato di questo apparato normativo è che non sussiste un obbligo di forma scritta per quanto riguarda il contratto di consulenza in materia di investimenti.

Con questa riforma l’art. 23 tuf si conferma disposizione problematica e di interpretazione controversa. Come noto, esso è già oggetto di polemiche a causa dell’interpretazione restrittiva che gli è stata data da chi ha ritenuto che la locuzione “contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento” potesse essere interpretata in senso fortemente restrittivo e l’obbligo di forma scritta potesse essere, pertanto, circoscritto al solo “contratto quadro”, ossia al contratto stipulato dal cliente e dall’intermediario finanziario all’inizio del rapporto, con il quale vengono stabiliti in via generale i servizi di investimento che l’intermediario svolgerà a favore dell’investitore, i costi, le modalità in cui avranno luogo le comunicazioni tra le parti durante il rapporto, le modalità con le quali saranno impartiti gli ordini ecc., secondo lo schema ora sostanzialmente ribadito dall’art. 37 del nuovo regolamento intermediari.

Questo orientamento restrittivo ha sortito l’effetto concreto di legittimare la pratica estremamente discutibile degli ordini impartiti oralmente, ossia senza che la disposizione del cliente venisse raccolta su un documento sottoscritto dal cliente medesimo o venisse registrata su un apposito supporto fonico che consentisse la successiva verifica dell’effettivo contenuto dell’ordine. A favore di tale orientamento si sono invocate esigenze di celerità nella concreta operatività del mercato. Tuttavia, l’inconsistenza di questo argomento si commenta da sola in un’epoca in cui le comunicazioni a distanza possono aver luogo in modo estremamente facilitato e di agevole tracciabilità grazie all’informatica e agli apparati per la registrazione delle conversazioni telefoniche.

---

<sup>27</sup>) A sua volta il *considerando* n. 41 della medesima Direttiva stabilisce che “*la presente direttiva prescrive alle imprese di investimento che forniscono servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti a nuovi clienti al dettaglio di concludere un accordo di base scritto con il cliente in cui vengano fissati i diritti e gli obblighi essenziali dell’impresa e del cliente*”.

Queste polemiche sono qui evocate perché esse hanno consentito di chiarire la rilevanza della forma scritta nell'epoca attuale. Più precisamente, l'idea di circoscrivere la forma scritta a causa di asserite esigenze di funzionalità del mercato, è stata severamente criticata da chi, al contrario, ha osservato che l'adozione della forma scritta e la sua generalizzazione è assolutamente coerente con l'odierna configurazione del mercato, quale insieme di regole e procedure volte anche a rendere trasparente e a controllare l'azione degli attori del mercato medesimo così rendendolo credibile e, dunque, efficiente: tra queste regole di trasparenza, di controllo e di strutturazione del mercato vi è anche la forma scritta <sup>(28)</sup>.

Questi insegnamenti vengono ora ricordati perché non sono rimasti privi di riscontro nell'ordinamento. Ve ne è traccia non soltanto nel generalizzato onere – posto a carico delle imprese - di conclusione in forma scritta dei contratti conclusi nel mercato finanziario in genere, ma anche e soprattutto in talune norme del codice del consumo, suscettibili di incidere sul contratto e sul rapporto di consulenza qualora esso fosse effettivamente posto in essere oralmente.

In particolare, qui si fa riferimento all'art. 36<sup>2</sup>, lett. c, del codice del consumo, secondo il quale, *“sono nulle le clausole che, quantunque oggetto di trattativa, abbiano per oggetto o per effetto di ... c) prevedere l'adesione del consumatore come estesa a clausole che non ha avuto, di fatto, la possibilità di conoscere prima della conclusione del contratto”*.

Al di là del suo contenuto letterale, la disposizione appena riportata lascia chiaramente intravedere l'assoluto disfavore dell'ordinamento verso contratti, le cui clausole non siano state in anticipo conoscibili e conosciute dal consumatore, al quale è assolutamente comparabile la posizione del risparmiatore a causa della condivisa posizione di ridotta informazione sui termini e sull'oggetto dei contratti conclusi sul mercato.

Ne segue che l'esenzione del contratto di consulenza dalla forma scritta, in luogo di essere un elemento di vantaggio per le imprese di investimento o per i consulenti finanziari di cui all'art. 18 *bis* tuf, rischia di risolversi in un autentico *boomerang* per costoro. Infatti, i “professionisti” appena citati corrono il serio rischio di non poter far valere contro i risparmiatori proprio quelle clausole ritenute di maggior favore dai

---

<sup>28</sup>) IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*<sup>3</sup>, Roma-Bari, 2004, 48; BARCELLONA, CAMARDI, *Le istituzioni del diritto privato contemporaneo*, Napoli, 2002, 282 s. Ma occorre guardarsi dall'errore di ritenere che questi rilievi sulla necessaria trasparenza del mercato non siano ovunque condivisi: v. infatti, ad esempio, MCMILLAN, *Reinventing the bazar. A natural history of markets*, New York, 2003, 180 s.

professionisti medesimi, a prescindere dal fatto, poi, che dette clausole siano qualificabili come “vessatorie” o meno ai sensi dell’art. 33 cod. cons.

Sul punto occorre chiarire che nella fattispecie non si determinerebbe tanto un problema di nullità della clausola: a ben vedere, la nullità sancita dall’art. 36<sup>2</sup> cod. cons. non colpisce la clausola di fatto non conosciuta dall’aderente, ma la diversa clausola con la quale viene recepita nel contratto concluso con il consumatore una regola il cui contenuto non sia stato in precedenza reso disponibile al consumatore medesimo.

Piuttosto, nella fattispecie si profila un problema di efficacia del consenso del consumatore. Per chiarire questo aspetto è opportuno riepilogare ancora una volta i termini della questione che qui si prende in esame: alla stregua della normativa di settore, il contratto di consulenza può essere concluso senza particolari problemi di forma. In assenza di un documento scritto ci si chiede se è opponibile al risparmiatore una qualsiasi clausola che egli di fatto non abbia avuto modo di conoscere prima della conclusione del contratto o prima dell’effettuazione della consulenza in materia di investimenti.

La risposta negativa a questa domanda, a ben vedere, non trae spunto solo dal riportato art. 36 cod. cons., che, come già rilevato, chiaramente tende a garantire che il consumatore possa esprimere un consenso al complessivo contenuto del contratto solo se ha avuto la possibilità di conoscere il medesimo. Come si è anticipato, la medesima esigenza è fatta propria e rafforzata dallo stesso codice civile. Gli artt. 1334 e 1335 c.c., infatti, nel disciplinare la formazione del contratto, dettano una presunzione di conoscenza relativamente alla proposta, all’eventuale controproposta (art. 1326 u.c. c.c.), all’accettazione, in una parola relativamente al contenuto del contratto. Più precisamente, gli atti ed il loro contenuto si presumono conosciuti ed efficaci nei confronti del destinatario, del contraente, quando essi giungono all’indirizzo del medesimo. La legge, dunque, presuppone che il contenuto di tali atti sia efficace nei confronti del contraente solo se e quando quest’ultima abbia avuto la possibilità di conoscerli in quanto pervenuti al suo indirizzo. L’art. 1341 c.c., a ben vedere, sotto tale profilo non detta una disciplina diversa dagli artt. 1334 e 1335 c.c.: l’art. 1341 c.c., infatti, subordina l’efficacia delle condizioni generali di contratto nei confronti della parte che non ha concorso alla loro predisposizione, alla circostanza che tale parte “le ha conosciute o avrebbe dovuto conoscerle usando l’ordinaria diligenza”. Anche in questo secondo caso, dunque, l’efficacia delle clausole contrattuali nei confronti del contraente è condizionata alla conoscenza che questi ne abbia potuto avere.

In altre parole, il codice ribadisce il principio – peraltro intuitivo – che le clausole contrattuali hanno effetto e sono vincolanti nei confronti delle parti solo se e nella misura in cui le stesse abbiano almeno avuto coscienza dell'esistenza delle clausole medesime.

Ne segue – per ritornare al tema del contratto di consulenza concluso oralmente o di fatto – che le clausole di detto contratto, che non sono state conosciute, o rese disponibili o quanto meno esposte all'investitore non potranno essere fatte valere nei confronti del medesimo perché non lo vincolano, non avendo egli potuto esprimere alcun consenso su clausole di cui ha ignorato l'esistenza. Mette conto aggiungere che l'onere della prova che le clausole *de quibus* sono state effettivamente comunicate al cliente spetta al consulente, il quale, peraltro, neppure potrà far firmare al risparmiatore un modulo sul quale è prestampata l'ammissione, da parte di quest'ultimo, di aver ricevuto notizia dell'esistenza di clausole, atteso che in tal caso si rientrerebbe nell'applicazione dell'art. 36 cod. cons. cit.

La conclusione così attinta, poi, è tanto più grave se si tiene conto che il contenuto del contratto di consulenza in materia di investimenti sarà prevedibilmente complesso, dal momento che dovrà contenere la situazione finanziaria, gli obiettivi di rischio del risparmiatore e l'esposizione complessiva del suo profilo, dovrà stabilire le modalità temporali di verifica dei dati relativi al cliente e ai suoi obiettivi, dovrà stabilire criteri per determinare in qualche modo l'ampiezza del paniere di strumenti finanziari di potenziale interesse del risparmiatore, dovrà fissare le modalità di erogazione delle "raccomandazioni personalizzate", dovrà fissare i criteri per la verifica e la revisione delle stesse, dovrà fissare il corrispettivo della consulenza ecc.: tutti aspetti, che in un contratto non documentato corrono il rischio di perdersi nel limbo dell'indefinito e dell'inefficace.