

Intermediazione finanziaria

# Il contratto di gestione di portafogli

di **Valerio Sangiovanni**

In questo articolo si analizza la disciplina legislativa e regolamentare del contratto di gestione di portafogli, oltre che la giurisprudenza che si è occupata di tale tipo contrattuale. Si tratta di una delle figure più sofisticate nell'ambito dei contratti d'intermediazione finanziaria, in quanto all'intermediario viene assegnata ampia autonomia nella gestione del patrimonio del cliente. Ciò pone delicati problemi nel rapporto fra le parti, sia in termini di controllo dell'operato della banca sia in termini di eventuale responsabilità dell'intermediario.

## Introduzione (\*)

Uno dei contratti più significativi, fra i contratti dell'intermediazione finanziaria (1), è il contratto di gestione di portafogli (2). In assenza di una definizione legislativa, in prima battuta si può definire tale contratto come il contratto nominato e tipico in forza del quale il cliente attribuisce all'intermediario, verso il pagamento di un corrispettivo, il potere di gestire una parte del proprio patrimonio finanziario, con modalità discrezionali e individuali, con l'obiettivo del conseguimento di un risultato utile in relazione alle caratteristiche della gestione.

Si tratta di un tipo contrattuale che pone delicati problemi al regolatore primario e secondario (Consob) nel trovare il giusto compromesso fra il riconoscimento di un ampio potere di gestione all'intermediario e il contestuale riconoscimento di un potere di controllo in capo all'investitore. Al di là, poi, di quanto stabiliscono espressamente legge e regolamento, nella prassi operativa il contratto di gestione si caratterizza per un alto livello di complessità, sia - da un lato - per la necessità di conformarsi alle articolate prescrizioni legislative e regolamentari sia - da un altro lato - per l'innegabile tecnicismo della materia trattata (compravendita di strumenti finanziari). A questo riguardo può essere utile segnalare che Assogestioni ha elaborato delle Linee Guida sui contratti relativi al servizio di gestione di portafogli, che sono state validate dalla Consob in data 5 agosto 2009 e rappresentano uno strumento di ausilio e supporto per l'adempimento da parte degli intermediari degli obblighi in tema di contratti relativi al servizio di gestione di portafogli (3). Le Linee Guida non sono né vincolanti né esaustive rispetto alle

## Note:

(\*) N.d.R.: Il presente contributo è stato sottoposto al vaglio del Comitato di Valutazione.

(1) In tema di contratto d'intermediazione finanziaria cfr. D. Achille, *Contratto d'intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi d'informazione: tra nullità del contratto e responsabilità dell'intermediario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1451 ss.; A. Gentili, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 23 ss.; E. Guerinoni, *Le controversie in tema di contratti di investimento: forma, informazione, ripensamento e operatore qualificato*, in *Corr. giur.*, 2011, 35 ss.; G. La Rocca, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009, 107 ss.; N. Michieli, *Principi generali del contratto di attività di intermediazione finanziaria: limiti alla risarcibilità del danno non prevedibile*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 416 ss.; A. Russo, *Le conseguenze della violazione di norme sui contratti d'intermediazione finanziaria*, in *Dir. giur.*, 2011, 537 ss.; U. Salanitro, *Violazione delle norme di condotta nei contratti di intermediazione finanziaria e tecniche di tutela degli investitori: la prima sezione della Cassazione non decide e rinvia alle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 1005 ss.; V. Sangiovanni, *Il contratto d'intermediazione finanziaria*, in *Obbl. contr.*, 2011, 770 ss.

(2) Sul contratto di gestione di portafogli v. anzitutto la monografia di R. Restuccia, *Profili del contratto di gestione patrimoniale individuale*, Milano, 2009. Leggi inoltre D. De Giorgi, *Gestione individuale di portafogli e attività di negoziazione per conto terzi di strumenti finanziari*, in *Corr. merito*, 2007, 567 ss.; D. Ducci, *Negoziazione, gestione di portafoglio e ordini telefonici*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 171 ss.; G. Gobbo, *Commento all'art. 24*, in AA.VV., *Commentario T.U.F.*, a cura di F. Vella, I, Torino, 2012, 285 ss.; G. Liace, *La gestione patrimoniale e le operazioni eseguite con finanziamento c.d. temporaneo*, in *Giur. it.*, 2010, 1842 ss.; A. Luminoso, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 738 ss.; A. Portolano, *Commento all'art. 24*, in AA.VV., *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Frattini e G. Gasparri, I, Torino, 2012, 420 ss.; V. Sangiovanni, *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, in *Corr. merito*, 2006, 968 ss.; M. Sesta, *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in AA.VV., *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da G. Visintini, II, Padova, 2009, 727 ss.; D. Tommasini, *Commento all'art. 24 t.u.f.*, in AA.VV., *Commentario breve al diritto dei consumatori*, a cura di G. De Cristofaro e A. Zaccaria, Padova, 2010, 1520 ss.

(3) Assogestioni, *Linee Guida - Contratti relativi al servizio di gestione di portafogli*, in [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it).

possibili scelte effettuate dai singoli intermediari e, ovviamente, non alterano il significato della normativa legislativa e regolamentare vigente in materia; tuttavia risultano utili per l'operatività.

Alcune osservazioni preliminari di carattere terminologico e sistematico ci consentono di comprendere meglio il contesto normativo in cui si colloca il contratto di gestione. Esso appartiene al genere dei contratti d'intermediazione finanziaria: si tratta di contratti conclusi fra l'investitore e un intermediario finanziario e aventi a oggetto il compimento di successivi investimenti. Gli investimenti attengono alla fase esecutiva del contratto, mentre il rapporto preliminare che si deve instaurare fra l'investitore e il cliente deve essere cristallizzato in un apposito contratto quadro, denominabile come "contratto d'intermediazione finanziaria" oppure "contratto relativo alla prestazione di servizi d'investimento" (così si esprime l'art. 23 comma 1 t.u.f.). L'espressione di "contratto d'investimento", che pure conosce una certa diffusione nel linguaggio comune, non è invece particolarmente appropriata dal punto di vista formale, in quanto pone l'accento sulla fase esecutiva del rapporto, consistente appunto nella compravendita di strumenti finanziari, e non sulla fase genetica. I contratti d'intermediazione finanziaria possono essere di diverso tipo, in relazione ai servizi che vengono di volta in volta prestati dall'intermediario. Sotto questo profilo va dato rilievo alla nozione di "servizi e attività di investimento" contenuta nell'art. 1 comma 5 t.u.f. A seconda dei casi si potrà allora avere, per fare degli esempi, un "contratto di esecuzione di ordini" piuttosto che un "contratto di sottoscrizione e collocamento".

La disciplina dei contratti d'intermediazione finanziaria è contenuta *in primis* nell'art. 23 t.u.f.; l'art. 24 t.u.f. fissa invece alcune regole particolari valevoli per il contratto di gestione. Si tratta dell'unico caso in cui la legge detta apposite norme dettagliate per uno dei servizi d'investimento. Il contratto di gestione è pertanto un contratto tipizzato, nel senso che è appositamente disciplinato dal legislatore. L'art. 24 si pone in un rapporto di specie a genere rispetto all'art. 23. In quest'ottica è indubbio che l'art. 24 t.u.f. sia astrattamente idoneo a derogare all'art. 23 t.u.f., anche se l'art. 24 - più che derogare all'art. 23 - svolge una funzione d'integrazione. La disciplina del contratto di gestione può poi essere ulteriormente integrata mediante l'applicazione delle disposizioni in materia di mandato contenute nel codice civile (art. 1703 ss. c.c.). A questa conclusione inducono alcuni dati testuali: da un lato il medesimo art. 24 t.u.f. richiama espressamente l'art. 1727 c.c. in tema

di mandato. Inoltre, in via ancora più generale, la definizione di servizio di gestione offerta dall'art. 1 comma 5-*quinquies* t.u.f. parla espressamente di "mandato".

Nel presente articolo analizzeremo in particolare la disciplina specificamente prevista dal legislatore per il contratto di gestione. Dovremo peraltro esaminare anche la normativa di rango secondario, considerata che una parte della regolamentazione è contenuta nel reg. Consob n. 16190/2007 (reg. intermediari) (4). Non ci occuperemo invece delle norme di comportamento che l'intermediario è tenuto a osservare nell'esecuzione del rapporto (5).

### La nozione di servizio di gestione di portafogli

La disposizione di riferimento per la disciplina del contratto di gestione è l'art. 24 t.u.f., che è stato oggetto di modifiche resesi necessarie in attuazione del complesso di normativa comunitaria di riforma della disciplina dei servizi d'investimento (6).

#### Note:

(4) Il testo del regolamento intermediari è riprodotto in C. M. De Lullis, *Principi di diritto del mercato finanziario*, Torino, 2008, 240 ss. Su tale regolamento attuativo della Consob cfr. F. Durante, *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta "flessibili" per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. mer.*, 2008, 628 ss.

(5) Nel presente articolo ci occupiamo del contratto di gestione, cioè dell'atto che fonda il rapporto fra investitore e intermediario, assegnando al secondo il potere di gestire il patrimonio del primo. Una volta concluso, il contratto deve poi avere esecuzione e ciò si realizza mediante il compimento di una serie di operazioni d'investimento. Nell'effettuazione di tali operazioni, e dunque nello svolgimento dell'attività di gestione, l'intermediario è assoggettato ad altri vincoli, costituiti dalle c.d. "norme di comportamento". La regola di condotta principale che fa capo all'intermediario è quella del controllo di adeguatezza delle operazioni che compie. Per approfondimenti in tema di regola di adeguatezza (*suitability rule*) cfr. A. Antonucci, *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 728 ss.; P. Fiorio, *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, in *Giur. it.*, 2010, 343 ss.; F. Greco, *Intermediazione finanziaria: rimedi e adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 ss.; S. Guadagno, *Inadeguatezza e nullità virtuale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, I, 460 ss.; V. Sangiovanni, *Informazione, adeguatezza e rimedi nelle operazioni di investimento*, in *Obbl. contr.*, 2012, 759 ss.; V. Santocchi, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediari e cliente*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, I, Torino, 2011, 281 ss.; 281 ss.; F. Sartori, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive Mifid*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.; S. Tassone, *Valutazione dell'adeguatezza dell'investimento in strumenti finanziari ed interpretazione "comunitariamente orientata"*, in *Giur. mer.*, 2010, 3052 ss.

(6) Come sottolinea correttamente G. Gobbo, *op. cit.*, 285, l'espressione "direttiva Mifid" appare in realtà riduttiva, atteso che sono diversi i provvedimenti normativi con cui è stata riformata a livello europeo la disciplina della prestazione di servizi d'investimento: in aggiunta alla direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (c.d. direttiva di primo livello) va menzionata la direttiva (segue)

Ci preme anzitutto soffermarci sulla nozione di “servizio di gestione di portafogli”. Al riguardo si può rilevare come il legislatore usi in questa sede una tecnica diversa da quella utilizzata nel codice civile, dove - nel regolare i vari contratti tipici - detta in apertura la definizione del tipo contrattuale che si appresta a disciplinare; non si rinviene invece nel testo del t.u.f. una definizione di contratto di gestione. Anche dal punto di vista terminologico il riferimento è al “servizio” (e non al “contratto”) di gestione, servizio che è reso dall’intermediario nei confronti del cliente: in questo modo si evidenzia il ruolo attivo svolto dalla banca, quale soggetto che è chiamato anzitutto a predisporre il testo contrattuale. Il servizio di “gestione di portafogli” è invece espressamente definito dal legislatore come la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell’ambito di un mandato conferito dai clienti (art. 1 comma 5-*quinquies* t.u.f.).

Dalla definizione legislativa di gestione di portafogli emergono i tratti caratterizzanti il tipo contrattuale in esame. Anzitutto va considerato l’elemento della “gestione”, che significa movimentare il portafoglio del cliente: l’intermediario riceve l’incarico di comprare e vendere strumenti finanziari nell’interesse del proprio mandante. È quasi superfluo ricordare in questa sede che il comportamento dell’intermediario, nella gestione del patrimonio, deve ispirarsi a una diligenza di tipo professionale (7).

La gestione, secondo la definizione che ne dà la legge, si caratterizza per essere discrezionale: il rapporto fra l’intermediario e il cliente si fonda sull’ampia apertura di fiducia nei confronti di chi è chiamato ad amministrare il patrimonio. Alcune disposizioni legislative e regolamentari intervengono tuttavia a mitigare tale discrezionalità, per evitare che l’intermediario possa abusare della fiducia che gli è stata accordata. La “individualizzazione” del rapporto - altro elemento risultante dalla definizione legislativa - è, si potrebbe dire, *in re ipsa*, atteso che l’intermediario si trova a gestire isolatamente uno specifico patrimonio, diversamente da quanto avviene nella gestione collettiva del risparmio. I tratti di discrezionalità e individualità valgono a distinguere il contratto di gestione dalle altre tipologie di contratti d’intermediazione finanziaria, tanto è vero che la Corte di cassazione ha avuto modo di affermare che si ha gestione patrimoniale ove siano presenti gli elementi del mandato e dello svolgimento su base discrezionale e individualizzata, cosicché, ove difettino tali elementi, si è al di fuori della gestione patrimoniale (8).

Va peraltro evidenziato che discrezionalità e indivi-

dualità dell’attività d’investimento diminuiscono nei casi in cui è previsto che l’intermediario debba conformarsi a una precisa politica d’investimento, cristallizzata nella scelta di una specifica linea di gestione. Fin dall’inizio del rapporto, in sede di “profilatura” e dunque d’identificazione delle caratteristiche del cliente e della sua predisposizione al rischio, l’intermediario è chiamato a valutare in via genera-

## Note:

(continua nota 6)

2006/73/CE del 10 agosto 2006 (c.d. direttiva di secondo livello); inoltre bisogna tenere conto del regolamento 1287/2006. Sulla direttiva Mifid e sulla sua attuazione nel nostro ordinamento cfr. AA.VV. *La Mifid in Italia*, a cura di L. Zitiello, Torino, 2009; AA.VV., *L’attuazione della Mifid in Italia*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2010; AA.VV., *Strumenti finanziari e regole MiFID*, a cura di F. Del Bene, Milano, 2009. V. inoltre, sotto diversi profili, A. Luberti, *Obblighi di comportamento degli intermediari, danno risarcibile e onere probatorio nella negoziazione di prodotti finanziari “derivati”: prima e dopo l’attuazione della Mifid*, in *Giur. it.*, 2010, 2327 ss.; L. Purpura, *Strumenti finanziari e dovere di informazione degli intermediari: un “moderno” approccio giurisprudenziale a confronto con la normativa post Mifid*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 1, 609 ss.; A.A. Rinaldi, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Società*, 2008, 12 ss.; V. Roppo, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la Mifid*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485 ss.; M. G. Rossi, *La direttiva M.I.F.I.D. - d.lg. 164/2007 - tra responsabilità e conciliazione*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, 475 ss.; V. Sangiovanni, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell’intermediazione finanziaria dopo l’attuazione della direttiva Mifid*, in *Giur. it.*, 2008, 785 ss.

(7) Cass., 15 gennaio 2000, n. 426, in questa *Rivista*, 2000, 911 ss., con nota di A. Angiuli, ha stabilito che, in tema di mandato conferito al fine di gestione di titoli azionari, la diligenza del mandatario, al pari della buona fede e della correttezza nell’esecuzione della prestazione dovuta (artt. 1710, 1175 e 1375 c.c.), assume un contenuto particolarmente pregnante, trattandosi di contratto che conferisce a una delle parti una posizione peculiare e preminente (essendole rimesso il potere di controllo dell’andamento del mercato azionario), così che il rischio connaturato alle operazioni finanziarie convenute *ab origine* e in modo generico con il *dominus* va rettamente distribuito alla stregua delle suddette regole d’integrazione del contratto applicate secondo canoni particolarmente rigorosi, non potendosi confondere l’aleatorietà delle operazioni di borsa con la “rovinosità” delle medesime e con il puro e ingiustificato azzardo da parte dell’agente-mandatario, dovendosi, in tal caso, al cospetto di eventuali ingenti perdite subite dal mandante (e ammesse dal mandatario stesso), ritenere l’agente tenuto alla prova di aver eseguito l’incarico con la dovuta diligenza, tenuto conto dei rischi naturali delle operazioni (e non evitabili nonostante un comportamento improntato alla dovuta prudenza e avvedutezza).

(8) Cass., 28 maggio 2007, n. 12479, in *Società*, 2007, 1351 ss., con nota di A. Colavolpe. Nella giurisprudenza di merito cfr. Trib. Trani, 19 settembre 2006, in *Corr. merito*, 2007, 564 ss., con nota di D. De Giorgi, il quale ha affermato - seppure con riferimento alla normativa regolamentare previgente - che, affinché vi sia gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli d’investimenti, è necessario che vi sia un mandato specifico conferito dall’investitore e la discrezionalità del gestore; viceversa, nell’attività di negoziazione per conto terzi, il gestore, lucrando esclusivamente la commissione per la singola operazione di acquisto, assume una posizione di totale neutralità, anche per ciò che concerne l’attività di consulenza al cliente, che rimane, pertanto, libero di tradurre in operatività i consigli.

le e preliminarmente l'adeguatezza degli investimenti che potrà effettuare con il patrimonio di quello specifico investitore. Mediante la scelta di una linea di gestione, il potere in capo all'intermediario di scegliere liberamente gli investimenti per il proprio cliente si riduce, nel senso che potrà dare seguito solo alle operazioni che rientrano nella linea di gestione prescelta, che deve essere conforme alle caratteristiche dell'investitore. Laddove tali limiti non venissero rispettati, vi sarebbe una violazione del mandato, idonea a determinare responsabilità civile (9). In definitiva la previsione di linee di gestione "standardizza", entro certi limiti, l'operato dell'intermediario, e dunque contribuisce a ridurre quei profili di discrezionalità e individualità che altrimenti caratterizzano il contratto di gestione.

### Le istruzioni del cliente

Abbiamo evidenziato come il rapporto fra intermediario e investitore sia connotato da fiducia: il cliente affida parte del proprio patrimonio alla banca, la quale gode di una certa autonomia nell'amministrarlo. Tale affidamento non può peraltro, comprensibilmente, essere assoluto e la legge attribuisce al cliente il potere d'intervenire sempre sull'operato della controparte: più precisamente il testo normativo stabilisce che, nel servizio di gestione di portafogli, il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere (art. 24 comma 1 lett. a t.u.f.).

È stato correttamente osservato come il legislatore non determini il momento in cui le istruzioni possano essere date, con la conseguenza che tali istruzioni possono essere date sia nella fase immediatamente successiva alla conclusione del contratto di gestione (primo investimento) sia nelle fasi posteriori (10). Se le "istruzioni" vengono recepite direttamente nel testo contrattuale, non si tratta a ben vedere di indicazioni vincolanti su una specifica operazione da compiere, ma dalla fissazione - già in contratto - dei limiti all'operato dell'intermediario (e ciò avviene tipicamente mediante la scelta di una determinata linea di gestione). Le "istruzioni" cui si riferisce il legislatore nel contesto dell'art. 24 comma 1 lett. a t.u.f. sono qualcosa di diverso: sono indicazioni relative al compimento di singole operazioni (o anche di un gruppo di operazioni), che possono essere date durante tutta la pendenza del contratto.

La legge stabilisce espressamente che le istruzioni date dal cliente sono "vincolanti" e dunque il gestore deve seguire le indicazioni dell'investitore. Da tale vincolatività discende la responsabilità civile dell'intermediario che dovesse agire in modo difforme. Si noti che uno dei precedenti giurisprudenziali sul con-

tratto di gestione ha riguardato proprio l'inosservanza delle istruzioni impartite dal cliente: secondo il Tribunale di Catania risponde dei danni cagionati al cliente la banca che, in fase di esecuzione di un contratto di gestione di portafogli, disattenda le istruzioni specificamente dettate dagli investitori (11).

L'art. 24 comma 1 lett. a t.u.f. appare essere parzialmente in contrasto con quanto prevede l'art. 1711 comma 2 c.c. Quest'ultima disposizione, dettata nel contesto della disciplina del mandato in generale (definizione delle obbligazioni del mandatario), prevede che il mandatario può discostarsi dalle istruzioni ricevute qualora circostanze ignote al mandante, e tali che non possano essergli comunicate in tempo, facciano ragionevolmente ritenere che lo stesso mandante avrebbe dato la sua approvazione. Il contrasto consiste nel fatto che la norma speciale vieta di discostarsi dalle istruzioni, mentre quella generale consente - a certe condizioni - di discostarsi. Ad avviso di chi scrive però il contrasto è solo apparente. Vero è, da un lato, che la disciplina del t.u.f. è speciale rispetto a quella del c.c. e vi deroga, con l'effetto che si può sostenere la tesi che le istruzioni del cliente sono sempre vincolanti e l'intermediario avrebbe, rispetto a esse, una funzione meramente esecutiva. Tuttavia mi pare che il problema, se approcciato in questo modo, sia mal posto. L'art. 1711 comma 2 c.c. disciplina difatti un caso del tutto particolare, una sorta di "stato di necessità" in cui si trova il mandatario che lo legittima a discostarsi dalle istruzioni nell'unica situazione in cui non possa tempestivamente comunicare con il mandante. Se una situazione del genere dovesse verificarsi nel contesto del contratto di gestione, probabilmente il comportamento "necessitato" dell'intermediario dovrebbe ritenersi legittimo, anche se in deroga alle istruzioni impartite dal cliente, a condizione che sussista il bisogno di agire con urgenza e non vi sia la possibilità di una comunicazione tempestiva fra le parti. A ciò si aggiunga che la disciplina generale del mandato non impone al mandatario di discostarsi dalle istruzioni, ma gli riconosce solamente una facoltà in tal

#### Note:

(9) In materia di responsabilità dell'intermediario finanziario cfr. in particolare i volumi di G. Bersani, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008; E. Guerinoni, *Contratti di investimento e responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2010; F. Iudica, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011; M. Lobbuono, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999; M. Marotta, *La responsabilità civile e penale degli intermediari finanziari*, Torino, 2010.

(10) A. Portolano, *op. cit.*, 422.

(11) Trib. Catania, 5 aprile 2004, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, II, 61 ss., con nota di M. Cossu.

senso (letteralmente la legge recita: “può” discostarsi). Tutto sommato quella illustrata dovrebbe rappresentare un’ipotesi di scarso rilievo pratico. Per il resto rimane fermo l’obbligo della banca, nel contesto del contratto di gestione, di seguire le istruzioni del proprio cliente.

### Il diritto di recesso

Oltre che la tematica delle istruzioni, la legge disciplina espressamente il diritto di recesso: essa prevede che il cliente può recedere in ogni momento dal contratto, fermo restando il diritto di recesso dell’impresa d’investimento, della s.g.r. o della banca ai sensi dell’art. 1727 c.c. (art. 24 comma 1 lett. b t.u.f.) (12). Da questa disposizione emerge anzitutto come il contratto di gestione sia un rapporto di durata: non si tratta del compimento occasionale di una o poche operazioni d’investimento, ma dell’affidamento del patrimonio del cliente all’intermediario, affinché questi lo amministri per un certo periodo di tempo. A seconda dei casi, il contratto può essere concluso a tempo indeterminato (si tratta della tipologia più frequente nella prassi) oppure a tempo determinato: anche in questa seconda ipotesi, peraltro, il contratto deve avere una durata minima ragionevolmente lunga, proprio per consentire all’intermediario di attuare una strategia d’investimento conforme alle caratteristiche e agli obiettivi dell’investitore.

Dal momento che il rapporto contrattuale di gestione si fonda su di un rapporto fiduciario, il testo legislativo riconosce al cliente la possibilità di svincolarsi in ogni momento dal contratto, laddove la fiducia fosse venuta meno. Tale recesso avviene mediante una dichiarazione unilaterale recettizia con la quale l’investitore comunica all’intermediario la cessazione del rapporto. Il tratto saliente della disposizione in esame è che il recesso del cliente è svincolato da qualsiasi obbligo di motivazione, proprio in quanto strumento di ri-affermazione della libertà dell’investitore. Nella prassi dei testi contrattuali è comune che il recesso venga disciplinato in un certo dettaglio, stabilendosi in particolare le modalità con le quali può essere esercitato. Normalmente, trattandosi di una dichiarazione significativa in quanto pone fine al rapporto, si prevede la necessità di una comunicazione a mezzo lettera raccomandata.

Un altro aspetto di una certa importanza, ma non trattato direttamente dall’art. 24 t.u.f., è se per il recesso posto in essere dal cliente possa essere previsto il pagamento di un corrispettivo in capo al medesimo. In linea di principio non pare che un tale corrispettivo possa essere preteso dall’intermediario, atteso che la legge non richiede la necessità di una giusta

causa per il recesso e dunque pare escludere la possibilità di addebiti in capo all’investitore in caso di sua assenza. Al riguardo bisogna anche riflettere sul fatto che l’investitore normalmente è un consumatore, cioè un soggetto che si limita a investire i propri risparmi al di fuori dell’attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente esercitata (cfr. l’art. 3 lett. a cod. cons. per la definizione di consumatore). Si è pertanto rilevato come la clausola che consentisse all’intermediario di trattenere una somma a seguito del recesso si qualificerebbe come vessatoria (13). In particolare la clausola sarebbe esposta all’eccezione di vessatorietà se non prevedesse contemporaneamente un addebito di importo superiore in capo all’intermediario per il caso di recesso di quest’ultimo: il codice del consumo stabilisce difatti che si presume vessatoria la clausola che consente al professionista di trattenere una somma di denaro versata dal consumatore se quest’ultimo recede dal contratto, senza prevedere il diritto del consumatore di esigere dal professionista il doppio della somma corrisposta se è quest’ultimo a recedere (art. 33 comma 2 lett. e cod. cons.).

In un’ottica di equilibrio delle posizioni delle parti, la legge consente anche all’impresa d’investimento di recedere. Bisogna dire che, in generale, l’intermediario non ha interesse a recedere dal contratto, in quanto - in tal modo - perde un cliente e le fonti di guadagno che ne derivano. Il recesso dell’intermediario è assoggettato dalla legge a vincoli più stretti rispetto alla corrispondente possibilità riconosciuta all’investitore. L’art. 24 comma 1 lett. b t.u.f. richiama difatti espressamente, per il recesso dell’impresa d’investimento, l’art. 1727 c.c. che disciplina il recesso del mandatario. Letteralmente la disposizione richiamata è rubricata “rinuncia” del mandatario, ma - dal punto di vista sostanziale - non vi sono differenze rispetto al “recesso”: si tratta pur sempre dell’atto unilaterale con il quale l’intermediario pone fine al rapporto contrattuale. La posizione dell’impresa d’investimento si caratterizza per essere di forza superiore (economica e cognitiva) rispetto a quella dell’investitore e il legislatore reputa che questa asimmetria vada corretta anche nel contesto del recesso: per riequilibrarla, mentre il cliente può recedere in qualsiasi momento e senza necessità di giusta

#### Note:

(12) Sul recesso del cliente dal contratto di gestione cfr. M. Cosu, *Recesso dell’investitore e determinazione del danno risarcibile nella gestione di portafogli d’investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, II, 67 ss.

(13) G. Gobbo, *op. cit.*, 287.

causa, la posizione dell'intermediario è diversa. La legge prevede infatti che il mandatario che rinuncia senza giusta causa al mandato deve risarcire i danni al mandante (art. 1727 comma 1 frase 1 c.c.). Bisogna peraltro dire che questa disposizione tende ad avere applicazione solo raramente nel contesto del contratto di gestione, in quanto essa presuppone una gestione a tempo determinato, mentre nella prassi spesso il contratto è a tempo indeterminato. Assume invece rilevanza pratica la norma in forza della quale, se il mandato è a tempo indeterminato, il mandatario che rinuncia senza giusta causa è tenuto al risarcimento, qualora non abbia dato un congruo preavviso (art. 1727 comma 1 frase 2 c.c.). Sussistono pertanto due possibilità: in presenza di giusta causa il recesso è consentito senza l'osservanza di preavviso; in assenza di giusta causa il recesso è consentito con l'osservanza di un preavviso. In definitiva all'intermediario basta osservare un termine di preavviso per evitare di dover risarcire i danni. La "congruità" del preavviso va valutata di volta in volta, tenendo conto delle circostanze del caso concreto, anche se - di norma - è il medesimo contratto a prevedere il termine di preavviso che l'impresa d'investimento deve concedere al cliente.

### **La nullità dei patti contrari**

Abbiamo esaminato le disposizioni che l'art. 24 comma 1 t.u.f. detta specificamente per il contratto di gestione, a integrazione di quelle dell'art. 23 t.u.f. vevoli per tutti i contratti d'intermediazione finanziaria. La questione della (in-)derogabilità di dette norme è fuori di dubbio, atteso che la legge prevede espressamente che sono nulli i patti contrari alle disposizioni dell'art. 24 e la nullità può essere fatta valere solo dal cliente (art. 24 comma 2).

La presenza di una disposizione che sancisce la nullità dei patti contrari non deve sorprendere nel contesto della disciplina dell'intermediazione finanziaria. Bisogna difatti considerare che le norme che regolano quest'area del diritto devono considerarsi, per lo più, come imperative e dunque inderogabili dall'autonomia contrattuale. La disciplina dell'intermediazione finanziaria, oltre che alla tutela degli interessi dei soggetti coinvolti nelle singole operazioni d'investimento, è finalizzata ad assicurare il buon funzionamento dei mercati finanziari. Laddove le parti potessero liberamente derogare alle prescrizioni di legge, l'obiettivo superiore di un buon funzionamento dei mercati verrebbe messo in pericolo. Si tenga altresì presente che il contratto d'intermediazione finanziaria (compreso quello di gestione) è predisposto nel suo contenuto dall'inter-

mediario e fatto firmare per accettazione dal cliente. Trattandosi di contratti sostanzialmente per adesione, in cui non ci sono margini realistici di trattativa, il legislatore vuole evitare che siano proprio le banche ad alterare sistematicamente l'assetto normativo a proprio vantaggio e a svantaggio dell'investitore, con possibili ripercussioni sul buon andamento dei mercati finanziari nel loro complesso.

Del resto bisogna riflettere sul fatto che l'art. 24 comma 1 t.u.f. determina una sorta di statuto minimo del contratto di gestione in favore del cliente, la cui deroga rischierebbe di ampliare in modo eccessivo il potere dell'intermediario finanziario. Si immagina una clausola che fa eccezione alla regola in forza della quale l'investitore può impartire istruzioni vincolanti. La conseguenza di una tale deroga sarebbe che il cliente verrebbe svuotato di ogni potere di controllo sull'attività dell'intermediario, che si troverebbe legittimato a disporre del patrimonio altrui al di fuori di qualsiasi vincolo dato dalla controparte. Un ragionamento simile vale con riferimento al diritto, insopprimibile, di recesso: la possibilità di sciogliersi dal contratto nel suo complesso è una riaffermazione dell'autonomia e della libertà di scelta dell'investitore, che non può tollerare esclusioni. Complessivamente fa dunque bene il legislatore ad affermare espressamente la nullità dei patti in senso contrario. In altri contesti - come è noto - è stata effettuata una scelta diversa (ommissiva), che ha portato a significativi contrasti giurisprudenziali: il riferimento è alle conseguenze delle violazioni delle norme di comportamento, che non sono affatto indicate espressamente nell'art. 21 t.u.f.; situazione che ha portato a disorientamenti della giurisprudenza.

La legge prevede poi che la nullità dei patti contrari può essere fatta valere solo dal cliente. Anche questa disposizione non sorprende nel contesto dell'intermediazione finanziaria. Più in generale la previsione di nullità relative, quali opposte alle nullità assolute che possono essere fatte valere da chiunque (secondo la disposizione generale dell'art. 1421 c.c.), è tipica delle aree - oltre al diritto dell'intermediazione finanziaria si pensi al diritto bancario - in cui vi è un disequilibrio dei rapporti di forza fra le parti. L'intermediario ha di fatto la possibilità di determinare con ampia libertà il contenuto del contratto rispetto a una controparte che assume un ruolo passivo; per questa ragione non può richiamarsi alla nullità di clausole che esso stesso ha inserito nel testo contrattuale.

### **La prescrizione di forma scritta ad substantiam**

La normativa Consob determina il contenuto mini-

mo del contratto di gestione, che risulta dal combinato disposto degli artt. 37 e 38 reg. intermediari (bisogna peraltro considerare che l'art. 37 concerne tutti i contratti d'intermediazione finanziaria, mentre l'art. 38 specificamente il solo contratto di gestione). Vi sarebbe tuttavia un salto logico nell'occuparsi subito del contenuto minimo del contratto di gestione senza prima avere segnalato che la legge richiede la forma scritta a pena di nullità (art. 23 t.u.f.) (14). Al riguardo giova ricordare che una parte non trascurabile del contenzioso fra investitori e intermediari finanziari si risolve velocemente proprio per il fatto che non è soddisfatto il requisito di forma scritta del contratto. La nullità per tale ragione è, difatti, assorbente rispetto ad ogni altra problematica, ad esempio rispetto alla questione della possibile inosservanza delle norme di comportamento, che attiene alla fase esecutiva.

A fronte di una disposizione di legge che prescrive la forma scritta a pena di nullità (art. 23 t.u.f.), è utile riflettere su quelli che sono gli obiettivi perseguiti dal legislatore con detta prescrizione. A ben indagare, emerge una pluralità di finalità, che nel loro ordine cronologico possono essere così indicate: 1) trasmissione d'informazioni; 2) riflessione sul significato dell'atto che si sta per compiere; 3) facilitazione della negoziazione del contenuto delle clausole contrattuali 4) prova degli accordi intercorsi; 5) controllo *ex post* dell'operato dell'intermediario. Tali funzioni si realizzano in parte al momento della conclusione del contratto, in parte in sede di attuazione del rapporto. Inizialmente si tratta essenzialmente di garantire la prestazione di un consenso debitamente informato; successivamente di assicurare - nei limiti del possibile - un fluido svolgimento della relazione, in particolare che non si giunga a contenziosi fra le parti.

La prima funzione della forma scritta del contratto d'intermediazione finanziaria è quella di assicurare la trasmissione d'informazioni. Le circostanze di cui si dà atto nel testo scritto del contratto, che è nella quasi totalità dei casi predisposto unilateralmente dall'intermediario finanziario, giungono a conoscenza dell'investitore prima che lo sottoscriva. In questo contesto è evidentemente importante il requisito per cui il contratto deve avere un certo contenuto minimo: la presenza necessaria di un testo scritto con un determinato contenuto minimo ha per conseguenza la trasmissione di un certo quantitativo d'informazioni dall'intermediario al cliente, consentendo a quest'ultimo di migliorare il proprio assetto informativo. Essendo il contratto d'intermediazione finanziaria un contratto per adesione, il cui contenuto non è cono-

sciuto anticipatamente dal cliente, assume importanza trasmettere - mediante il testo scritto del contratto - informazioni dall'intermediario all'investitore, finalità particolarmente rilevante in un'area tecnicamente complessa - ed economicamente sensibile - come quella degli investimenti.

Anticipando la trattazione di quella che sopra abbiamo indicato cronologicamente come la quinta e ultima funzione della forma scritta, va segnalato che la funzione informativa del testo scritto del contratto si esplica senz'altro anche nella fase di attuazione del rapporto, consentendo all'investitore di controllare l'operato dell'intermediario rispetto alle previsioni contrattuali. Il contratto quadro, nel determinare le politiche d'investimento, esprime una sorta di "programma" dell'attività della banca, il quale dovrà poi essere rispettato in tutte le sue particolarità. Laddove emergano difformità fra quanto stabilito astrattamente in contratto e l'operato reale dell'intermediario, il cliente potrà sollevare contestazioni. La presenza di un testo scritto consente un controllo *ex post* da parte dell'investitore. Dunque, si può argomentare nel senso che la presenza di un testo scritto del contratto limita la discrezionalità dell'intermediario, definendo meglio i suoi poteri e doveri (e i limiti agli stessi).

Con riferimento alla funzione informativa del testo contrattuale, si può peraltro rilevare che l'eccesso d'informazioni può - paradossalmente - ostacolare l'appropriata comprensione dell'investitore. Nelle materie di tipo tecnico (si pensi, oltre all'interme-

#### Nota:

(14) In materia di forma dei contratti dell'intermediazione finanziaria cfr. L. Ballerini, *Neoformalismo e contratti di investimento: la forma degli ordini di negoziazione impartiti dall'investitore all'intermediario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 402 ss.; M. G. Baratella, *La forma scritta e i c.d. contratti di intermediazione finanziaria nella ricostruzione giurisprudenziale*, in *Resp. civ.*, 2010, 688 ss.; A. Barengi, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta*, in *Giur. mer.*, 2007, 59 ss.; A. Bertolini, *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina a tutela dell'investitore. Perequazione informativa o opportunismo rimediale?*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, 2336 ss.; M. D'Auria, *Forma "ad substantiam" e uso selettivo della nullità nei contratti di investimento*, in *Corr. merito*, 2011, 703 ss.; R. Della Vecchia, *Forma dei contratti e obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Società*, 2011, 682 ss.; I. Della Vedova, *Sulla forma degli ordini di borsa*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II, 161 ss.; R. Maragno, *La nullità del contratto di intermediazione di valori mobiliari per difetto di sottoscrizione dell'intermediario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, I, 932 ss.; L. Nocco, *Ordine di negoziazione di titoli "Parmalat" ed inosservanza della forma scritta*, in *Danno e resp.*, 2011, 865 ss.; V. Sangiovanni, *Mancata sottoscrizione e forma del contratto di intermediazione finanziaria*, in *Corr. merito*, 2011, 140 ss.; E. Scoditti, *Intermediazione finanziaria e formalismo protettivo*, in *Foro it.*, 2009, 190 ss.

diazione finanziaria, anche al diritto bancario), il contratto presenta talvolta clausole alquanto complesse. L'effetto prodotto da contratti particolarmente lunghi e articolati è, per paradosso, contrario a quello di un'adeguata informazione. Per certi versi, pertanto, l'importanza della finalità informativa preventiva data dalla presenza di un testo contrattuale dettagliato appare talvolta sopravvalutata nel dibattito dottrinale e nell'applicazione giurisprudenziale. È certamente meglio che il cliente sia informato (non si vuole qui sostenere la tesi che sarebbe meglio eliminare i doveri informativi degli intermediari finanziari), ma allo stesso tempo non si può non rilevare come l'effetto utile dell'obbligo informativo si espliciti meglio nei casi in cui l'investitore sia in grado (per competenza ed esperienza) e desideri assumere informazioni e riflettere prima sui contenuti e significato del contratto.

Una seconda funzione della forma scritta del contratto d'intermediazione finanziaria, connessa peraltro strettamente a quella informativa, è quella di far riflettere l'investitore sul significato dell'atto che sta per compiere. I contratti relativi alla prestazione dei servizi d'investimento incidono sul patrimonio degli investitori e talvolta una parte considerevole delle ricchezze del soggetto interessato può essere coinvolta nelle operazioni finanziarie: di qui la necessità di un'adeguata riflessione preventiva sugli effetti dell'atto che si sta per compiere. Apporre una sottoscrizione in calce a un testo contrattuale richiede più tempo di quanto serva a dare il proprio consenso oralmente e presupporrebbe l'attenta preventiva lettura del medesimo. A ben vedere, però, la funzione di riflessione sul significato dell'atto può esplicarsi correttamente solo se l'investitore ha tempo, prima di firmare il testo contrattuale, di leggerlo attentamente; è dubbio che ciò avvenga sempre nella prassi. Un obbligo di consegna anticipata rispetto alla firma non è statuito dall'art. 23 comma 1 t.u.f., che si limita a prescrivere che un esemplare del contratto sia consegnato al cliente: questa disposizione si riferisce alla consegna di una copia del contratto già firmata dalle parti. Inoltre, anche in ipotesi di consegna anticipata del testo contrattuale, non sempre ogni singolo investitore sarà capace di comprendere l'effettiva rilevanza di ogni informazione contenuta nella documentazione (15).

Sotto un terzo profilo il requisito della forma scritta potrebbe, astrattamente, facilitare fra le parti la negoziazione del contenuto del testo contrattuale. Attraverso la preventiva consegna delle bozze, queste possono - teoricamente - essere oggetto di trattativa fra i contraenti. Nella realtà dei fatti, peraltro, spes-

so gli investitori non si premurano nemmeno di leggere attentamente i testi; ancor meno di trattarne le condizioni. All'investitore può mancare la volontà di effettuare tale operazione oppure, ancora più semplicemente, può non essere in grado di svolgerla in modo efficace, in quanto il contratto ha contenuto particolarmente tecnico e il cliente non dispone delle competenze per negoziarlo. Dunque non di rado capita che gli investitori si limitino a farsi spiegare velocemente i termini essenziali del rapporto, per poi firmare un lungo testo, senza avere realmente preso conoscenza in anticipo di tutte le condizioni che regoleranno la relazione. Nella prassi è piuttosto raro che il contratto possa essere negoziato fra le parti, anche perché il testo è normalmente predisposto su di un modulo prestampato e l'intermediario potrà eccepire - anche solo per tale ragione - che non può essere modificato. Il controllo sul contratto avviene pertanto in modo diverso: mediante la prescrizione, fatta dal testo del regolamento intermediari, del suo contenuto minimo. A ciò si aggiunga che in diversi casi l'investitore può essere qualificato come consumatore e, trovando applicazione le disposizioni del codice del consumo, le clausole contenute nel contratto potrebbero essere vessatorie (art. 33 cod. cons.) e dunque nulle (art. 36 cod. cons.). Sotto un quarto profilo la forma scritta richiesta dalla legge per il contratto d'intermediazione finanziaria può essere utile a fini probatori. Nel caso in cui sorgano contestazioni fra le parti, il fatto di avere un testo scritto consente di ricostruire quelle che sono state le pattuizioni fra i contraenti. La forma scritta può dunque giocare un ruolo importante *ex post*, nel momento in cui sorgono dissidi fra le parti. Ecco allora che, contratto alla mano, si può chiedere il rispetto di certe clausole che vi erano state inserite oppure si può

### Nota:

(15) Più in generale si può affermare che tutta l'informazione precontrattuale, sia essa dovuta in forza di disposizioni generali oppure di norme specifiche in materia d'intermediazione finanziaria, serve a garantire che il contraente comprenda in anticipo il significato dell'atto che sta per compiere. In materia d'informazione precontrattuale cfr. la monografia di F. Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010. V inoltre, sotto vari profili, i contributi di G. Alpa, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Econ. dir. terziario*, 2009, 395 ss.; M. Conforti, *Responsabilità precontrattuale e dovere di informazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 207 ss.; A. L. Oliva, *Il reticolo protettivo dell'informazione precontrattuale e delle prescrizioni formali*, in *Foro it.*, 2012, V, 194 ss.; F. Romeo, *Dovere di informazione e responsabilità precontrattuale: dalle clausole generali alla proceduralizzazione dell'informazione*, in *Resp. civ.*, 2012, 173 ss.; U. Salanitro, *Gli obblighi precontrattuali di informazione: le regole e i rimedi nel progetto acquis*, in *Eur. dir. priv.*, 2009, 59 ss.

contestare la validità di determinate pattuizioni. In quest'ottica il requisito della forma scritta serve anche a diminuire il pericolo di controversie fra i contraenti. Se l'assetto contrattuale è pre-determinato per iscritto, si riduce il rischio di divergenze fra le parti. Si consideri che normalmente i contratti d'intermediazione finanziaria sono molto dettagliati (anche perché è prescritto un contenuto minimo), toccando pressoché ogni aspetto del rapporto contrattuale. Grazie alla forma scritta si può così, almeno talvolta, evitare di dare corso a controversie giudiziarie, con tutti gli effetti negativi che esse comportano.

### **Analisi del contenuto minimo del contratto di gestione**

Il contratto di gestione non è solo un contratto a forma vincolata *ad substantiam*, ma anche un contratto che deve presentare un certo contenuto minimo. Le disposizioni del regolamento intermediari stabiliscono difatti quali indicazioni esso debba contenere. Gli artt. 37 e 38 reg. intermediari si applicano però solo ai contratti con i clienti al dettaglio, e non a tutti i contratti di gestione. È un tratto caratteristico di tutta la disciplina dell'intermediazione finanziaria la distinzione fra soggetti professionali e non professionali. Dal momento che i primi hanno una maggiore capacità di auto-tutelarsi (soprattutto nel senso di comprendere le caratteristiche e i rischi delle operazioni d'investimento), non trovano applicazione nei loro confronti - con la medesima intensità - alcune norme che si applicano invece ai clienti al dettaglio. Ciò vale in primo luogo per il contenuto del contratto, che deve essere particolarmente analitico (e cioè presentare il contenuto minimo indicato negli artt. 37 e 38 reg. intermediari) solo nel caso di clienti al dettaglio.

Bisogna pertanto preliminarmente comprendere cosa si intenda con cliente al dettaglio. Detto cliente viene definito dal regolamento solo negativamente, quale cliente che non sia professionale o controparte qualificata (art. 26 lett. e reg. intermediari). Dal momento che il cliente professionale è il cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume (allegato n. 3 al reg. intermediari), si può allora affermare che è cliente al dettaglio chi non possiede siffatte esperienze, conoscenze e competenze. Il cliente al dettaglio, oltre a essere destinatario di norme di comportamento più stringenti, riceve tutela mediante la previsione del diritto a ottenere un testo contrattuale maggiormente dettagliato. Tale contenuto più dif-

fuso del contratto soddisfa - almeno astrattamente - un'esigenza informativa del piccolo investitore, consentendogli di conoscere in anticipo tutte le condizioni contrattuali e di prestare consapevolmente il proprio consenso.

In questa sede non possiamo esaminare analiticamente tutte le voci che il contratto di gestione con i clienti al dettaglio deve contenere. Alcune di esse, fra l'altro, valgono per tutti i contratti di intermediazione finanziaria (art. 37 reg. intermediari) e non solo per i contratti di gestione. Illustriamo però qui di seguito, brevemente, quali siano le prescrizioni contenutistiche per il contratto di gestione (art. 38 reg. intermediari).

Secondo quanto prescrive espressamente il regolamento, il contratto di gestione deve anzitutto indicare i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti (art. 38 comma 1 lett. a reg. intermediari). Questa disposizione ha a che fare con l'oggetto del contratto e impone in primo luogo di determinare quali siano gli strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente. La composizione del portafoglio è elemento di centrale rilevanza, in quanto da essa dipendono le potenzialità di rendimento degli investimenti e, in modo correlato, i relativi rischi.

Il contratto di gestione indica altresì gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità (art. 38 comma 1 lett. b reg. intermediari). La politica degli investimenti operati del gestore può essere estremamente diversa da caso a caso ed è per questa ragione che il contratto di gestione deve indicare gli obiettivi perseguiti e il livello di rischio che può essere assunto. Gli obiettivi di gestione possono risultare dal fatto che viene indicato nel contratto, talvolta mediante un apposito allegato costituente parte integrante del testo contrattuale, la linea di gestione perseguita. Tale linea deve corrispondere alle caratteristiche del cliente, così come emerse in sede di profilatura, e l'intermediario non è autorizzato a compiere operazioni che si collocano al di fuori della linea concordata.

Il contratto di gestione indica anche se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da effetto leva (art. 38 comma 1 lett. c reg. intermediari). Tale effetto si realizza quando l'investitore può indebitarsi oltre il valore dei beni conferiti in investimento. Vedremo sotto come al ricorrere di questa fattispecie sia previsto anche un obbligo di rendicontazione più

stringente. La disposizione regolamentare è però lacunosa, nel senso che si sarebbe potuto imporre di prevedere in contratto anche il limite fino al quale l'intermediario può usare l'effetto leva (16).

Il regolamento Consob prevede inoltre che il contratto di gestione fornisce la descrizione del parametro di riferimento al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente (art. 38 comma 1 lett. d reg. intermediari) (17). Il "parametro di riferimento" viene, nella prassi, più frequentemente denominato con l'espressione inglese di "benchmark". Il regolamento prevede che, quando prestano il servizio di gestione di portafogli, gli intermediari adottano un metodo appropriato di valutazione e comparazione dei risultati della gestione, anche mediante indicazione di un parametro di riferimento significativo, che sia coerente con gli obiettivi di investimento del cliente e con i tipi di strumenti finanziari inclusi nel portafoglio del cliente, in modo da consentire al cliente la valutazione del servizio prestato (art. 29 comma 2 reg. intermediari). Dal punto di vista dell'investitore è importante sapere quali siano i rendimenti ragionevolmente realizzabili da un determinato intermediario; il conseguimento di risultati particolarmente positivi può essere indice di una speciale abilità. Al fine di un'appropriata valutazione dell'andamento degli investimenti, uno strumento utile è rappresentato dall'individuazione di un parametro di riferimento che permetta al risparmiatore, mediante un confronto, un'immediata consapevolezza (18).

A scanso di equivoci va però chiarito che il *benchmark* ha solo una funzione informativa e non fonda il diritto dell'investitore a un certo andamento degli investimenti. Se i risultati non vengono raggiunti, il risparmiatore non può chiedere il risarcimento del danno; ancor meno può chiedere la risoluzione del contratto. Al più, se riterrà essere venuto meno il rapporto fiduciario con l'intermediario, potrà sciogliersi dal contratto esercitando il diritto di recesso.

In quest'ottica - se letto con attenzione - può essere interpretato un precedente del Tribunale di Biella, secondo cui nella gestione di portafogli l'inosservanza di una strategia d'investimento coerente con il grado di propensione al rischio e con il profilo di *benchmark* fissato dal cliente determina la responsabilità contrattuale dell'intermediario abilitato (19). Secondo l'autorità giudiziaria biellese il danno risarcibile per la gestione di portafogli in difformità al *benchmark* fissato dal cliente è quantificabile in una data percentuale della differenza fra i risultati di gestione effettivi e quelli che avrebbe offerto una gestione

conforme al *benchmark*. Nel caso di specie però la responsabilità non derivava in sé dalla circostanza di non avere raggiunto i risultati ipotizzati nel parametro di riferimento, ma dal fatto di avere errato nella politica d'investimento (errore di *asset allocation*) e nella selezione dei titoli (*stock picking*). Più specificamente la consulenza tecnica d'ufficio disposta dal giudice era giunta alla conclusione che nel corso della gestione il rischio effettivamente corso dall'investitore era stato del 44% superiore a quello risultante dal *benchmark*. Il consulente tecnico ha precisato che è statisticamente dimostrato che un patrimonio gestito è sempre più rischioso del *benchmark* (che non è possibile riprodurre perfettamente), ma ha altresì aggiunto che nella specie il maggior rischio è dipeso anche dal fatto che la percentuale d'investimento in titoli rischiosi è stata decisamente superiore a quella utilizzata per il conteggio del *benchmark*. Il medesimo Tribunale di Biella afferma che l'obbligazione che assume l'intermediario finanziario è pur sempre un'obbligazione di mezzi, ove l'alto grado delle competenze tecniche richieste al gestore non prelude a un risultato, ma è espressione della particolare tecnicità della prestazione. L'intermediario proverà a conseguire risultati di gestione capaci di corrispondere al *benchmark* o a fare anche di meglio, ma il conseguimento di un rendimento inferiore non costituisce di per sé inadempimento del gestore, il quale non assume alcun obbligo di risultato.

Il contratto di gestione indica anche se l'intermediario delega a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando i dettagli della delega (art. 38 comma 1 lett. e reg. intermediari). La delega di gestione assume nella prassi una certa importanza. Non è necessariamente detto che l'intermediario che conclude il contratto di gestione sia il soggetto

---

### Note:

(16) G. Gobbo, *op. cit.*, 288.

(17) Sul parametro di riferimento nel contratto di gestione cfr. R. Ferretti e E. Rubaltelli, *Il benchmark nella percezione degli investitori*, in *Banca impr. soc.*, 2008, 333 ss.; P. Lucantoni, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità dal benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva Mifid*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 76 ss.

(18) L'obbligo di rendicontazione dell'intermediario, di cui ci occuperemo nel paragrafo successivo, comprende anche un raffronto del rendimento durante il periodo oggetto del rendiconto con il parametro di riferimento convenuto fra l'intermediario e il cliente (art. 54 comma 2 lett. e reg. intermediari).

(19) Trib. Biella, 5 aprile 2007, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 63 ss., con nota di P. Lucantoni. L'autorità giudiziaria biellese si è occupata di una vicenda assoggettata al regime previgente, in particolare al regolamento Consob n. 11522/1998, ma i ragionamenti svolti devono ritenersi applicabili anche al sistema attuale.

che pone in essere direttamente tutti gli investimenti. Al contrario non è infrequente delegare ad altri soggetti l'esecuzione dell'incarico ricevuto, ponendosi così l'intermediario in un ruolo di "intermediario" nel senso letterale del termine anche rispetto al secondo intermediario delegato all'esecuzione dell'incarico. Il soggetto cui viene delegato l'incarico deve a sua volta essere un intermediario e rispettare il complesso della disciplina prevista per il suo operare (20).

Il regolamento prevede infine che il contratto specifica la possibilità per l'intermediario di investire in strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, in derivati o in strumenti illiquidi o altamente volatili; o di procedere a vendite allo scoperto, acquisti tramite somme di denaro prese a prestito, operazioni di finanziamento tramite titoli o qualsiasi operazione che implichi pagamenti di margini, deposito di garanzie o rischio di cambio (art. 38 comma 2 reg. intermediari). Si tratta di un'ulteriore disposizione finalizzata a tutelare l'investitore, nel senso di ridurre la discrezionalità di cui dispone l'intermediario. Le tipologie di operazioni indicate nella norma possono essere eseguite dalla banca se vi è una apposita previsione contrattuale, trattandosi di operazioni particolarmente rischiose per il risparmiatore. Si pensi solo alla possibilità di investire in strumenti finanziari trattati su mercati non regolamentati: le relative operazioni non sono assoggettate a particolari controlli. Un ragionamento simile vale per i prodotti illiquidi, essendo altrimenti l'investitore esposto al rischio di non poter rivendere con facilità gli strumenti che compra.

## **I doveri di rendiconto nel servizio di gestione di portafogli**

Corollario necessario del potere che, con il contratto di gestione, viene affidato all'intermediario è il potere di controllo sull'attività svolta dal medesimo. A questo fine un ruolo centrale è giocato dal dovere in capo all'impresa d'investimento di fornire il rendiconto dell'attività svolta (21). Al riguardo le disposizioni di riferimento sono gli artt. 54 e 55 reg. intermediari, che andremo ora ad analizzare in dettaglio. È stato correttamente osservato come l'obbligo di rendiconto altro non sia che una declinazione degli obblighi informativi che fanno capo all'intermediario finanziario (22). In forza della previsione dell'art. 21 comma 1 lett. b t.u.f., l'intermediario deve operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati. Tale obbligo, proprio in considerazione dell'uso dell'espressione "sempre", si estende a tutte le fasi del rapporto contrattuale, dai

primi contatti fra le parti fino alla completa estinzione delle relazioni. L'art. 21 comma 1 lett. b t.u.f. è la disposizione generale sull'obbligo d'informazione, che trova poi specificazione in norme di rango secondario, di cui il dovere di rendiconto costituisce un esempio.

Passando ad analizzare il contenuto dell'obbligo di rendiconto quale emergente dalla normativa regolamentare, il principio di fondo è che gli intermediari che prestano il servizio di gestione di portafogli forniscono ai clienti rendiconti periodici, su supporto duraturo, del servizio svolto a meno che tale rendiconto sia fornito da un altro soggetto (art. 54 comma 1 reg. intermediari). Si tratta di un dovere che insiste, a carattere periodico, sull'impresa d'investimento: non sarà dunque necessario che il cliente chieda il rendiconto, dovendo invece essere l'intermediario a presentarlo alle scadenze previste. L'art. 54 comma 2 reg. intermediari prevede poi in dettaglio il contenuto del rendiconto.

Per quanto riguarda la frequenza della rendicontazione la disposizione di riferimento è l'art. 54 comma 3, che prevede quale regola generale una rendicontazione semestrale. Il regolamento fa però alcune eccezioni, sulle quali giova soffermarsi perché consentono d'identificare le situazioni nelle quali vi è una diversa ragione di tutela degli investitori che giustifica un trattamento differenziato. Anzitutto, se il cliente lo richiede, il rendiconto periodico è fornito ogni tre mesi (art. 54 comma 3 lett. a reg. intermediari). L'investitore ha dunque la possibilità di ottenere il rendiconto con una maggiore frequenza e, mi pare, nulla vieti alle parti di prevedere in contratto che la rendicontazione sia ancora più frequente, ad esempio mensile. Non sembra tuttavia dal testo del regolamento di potersi ricavare un vero e proprio diritto del cliente a una rendicontazione più frequente se nulla è stato pattuito al riguardo nel contratto. Viene poi prevista la possibilità che il rendiconto venga fornito solo ogni dodici mesi (art. 54 comma 3 lett. b reg. intermediari). Parrebbe trat-

### **Note:**

(20) Il contratto indica anche il metodo e la frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente (art. 38 comma 1 lett. f reg. intermediari).

(21) Sul dovere dell'intermediario di rendere il conto della gestione cfr. M. D'Auria, *Sull'obbligo di rendiconto nella gestione di portafogli di investimento*, in *Giur. it.*, 2011, 1819 ss.; L. Picardi, *Gli obblighi di rendiconto dell'intermediario nella gestione di portafogli*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 479 ss.; G. Marino, *L'obbligo del rendiconto ed il recesso anticipato del cliente nel contratto di gestione di patrimoni*, in *Riv. dir. econ. tras. amb.*, 2012, 15 ss.

(22) L. Picardi, *op. cit.*, 479.

tarsi di una riduzione della tutela di cui gode l'investitore. In realtà la possibilità del rendiconto solo annuale opera quando il cliente abbia esercitato l'opzione di essere informato in relazione a ogni singola operazione (23). Vi è pertanto una duplicazione d'informazioni: una prima informazione *ad hoc* su ogni singola operazione e una seconda informazione riassuntiva annuale. Infine il regolamento prevede che, quando il contratto fra l'intermediario e il cliente al dettaglio autorizza un portafoglio caratterizzato da effetto leva, il rendiconto periodico è fornito almeno una volta al mese (art. 54 comma 3 lett. c reg. intermediari). Si tratta di una situazione eccezionale, in cui l'intermediario è legittimato ad assumere oneri particolarmente gravosi per l'investitore. Proprio per la rischiosità di una fattispecie del genere, è importante che il risparmiatore sia informato con maggiore frequenza dell'andamento degli investimenti (24).

La disciplina regolamentare presenta una lacuna, nel senso di non specificare se ed entro quale termine il rendiconto possa essere contestato dal cliente. Il problema è risolto in modo diverso nel contesto bancario, prevedendosi qui - con apposita disposizione - che in mancanza di opposizione scritta da parte del cliente, gli estratti conto e le altre comunicazioni periodiche alla clientela si intendono approvati trascorsi 60 giorni dal ricevimento (art. 119 comma 3 t.u.b.). La questione dell'approvazione del rendiconto è stata oggetto di una recente sentenza della Corte di cassazione, la quale - pur esprimendosi con riferimento alla normativa previgente - ha affermato dei principi che possono ritenersi applicabili anche nell'attuale regime (25). Secondo la Cassazione, con riguardo al contratto di gestione individuale di patrimoni, premesso che la normativa di settore non pone alcun termine entro cui il cliente sia onerato della contestazione del rendiconto, non si può dare applicazione analogica all'art. 119 t.u.b. Potrebbe peraltro essere il testo contrattuale a prevedere un termine per le contestazioni del rendiconto. Secondo la Corte di cassazione, il mancato reclamo entro il termine eventualmente fissato nel contratto non comporta la decadenza dal diritto di agire in responsabilità nei confronti del gestore. Non può in particolare trovare applicazione l'art. 1712 c.c., che prevede - nel contesto del mandato - come la mancata contestazione tempestiva da parte del mandatario dell'operato del mandante implichi approvazione dell'attività svolta da quest'ultimo. La Cassazione indaga la *ratio* dell'art. 1712 c.c., concludendo nel senso che essa non può reputarsi coincidente con quella del dovere di rendiconto nel con-

tratto di gestione. L'art. 1712 c.c. si riferisce, come indica espressamente la rubrica del medesimo articolo, al mandato "eseguito", cioè al compimento di tutti gli atti giuridici che sono stati demandati al mandante. Tale situazione non può essere confusa con quella che caratterizza il rapporto di gestione, in cui la comunicazione dei rendiconti è periodica e non interviene solo alla fine del rapporto. In altre parole, ai sensi dell'art. 1712 c.c., può aversi tacita approvazione in quanto il rapporto è finito, mentre nel diverso contesto della gestione il rapporto continua e ciò impedisce un effetto preclusivo del decorso di un termine per le contestazioni. In buona sostanza la Cassazione fa prevalere un'interpretazione "sostanzialistica" che lascia aperto il campo alle contestazioni dell'investitore, togliendo effetti liberatori alla comunicazione del rendiconto, che finisce così con l'avere un significato meramente informativo. In definitiva se, a causa di una violazione dei doveri gravanti sull'intermediario nell'adempimento degli obblighi che è tenuto a rispettare nell'interesse del cliente, quest'ultimo abbia subito un danno, il suo diritto a pretenderne il risarcimento è esercitabile fin quando non sia estinto per prescrizione.

---

#### Note:

(23) L'art. 54 comma 5 reg. intermediari prevede che, qualora il cliente scelga di ricevere le informazioni volta per volta sulle operazioni eseguite, gli intermediari forniscono prontamente a tale cliente, all'atto dell'esecuzione di un'operazione, le informazioni essenziali su supporto duraturo.

(24) Il regolamento specifica poi gli obblighi che fanno capo all'intermediario nel caso di previsione di comunicazione ad ogni singola comunicazione. In presenza di una siffatta clausola contrattuale, quando il cliente interessato sia un cliente al dettaglio, l'intermediario invia una comunicazione di conferma dell'operazione al più tardi il primo giorno lavorativo successivo all'esecuzione (art. 54 comma 6 reg. intermediari). Si tratta, all'evidenza, di un termine particolarmente breve. Certo, l'operazione è già stata compiuta e dunque gli effetti in capo al patrimonio dell'investitore si sono già realizzati. Tuttavia il risparmiatore, avendo conoscenza pressoché immediata dell'operazione compiuta, potrà se del caso sollevare subito contestazioni all'intermediario e, nei casi più gravi, decidere addirittura di recedere dal contratto. Infine vale la pena ricordare il disposto dell'art. 55 reg. intermediari secondo cui gli intermediari che svolgono il servizio di gestione di portafogli per clienti al dettaglio, o amministrano conti di clienti al dettaglio che includono una posizione aperta scoperta su operazioni con passività potenziali, comunicano al cliente eventuali perdite che superino una soglia predeterminata convenuta tra l'intermediario e il cliente non più tardi della fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata.

(25) Cass., 2 dicembre 2010, n. 24548, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 474 ss., con nota di L. Picardi; in *Giur. it.*, 2011, 1817 ss., con nota di M. D'Auria.