

SOSTANZA E RIGORE NELLA GIURISPRUDENZA AMBROSIANA DEL CONFLITTO DI INTERESSI

DANIELE MAFFEIS

La presente nota è redatta per la rivista Corriere Giuridico ed è ivi in corso di pubblicazione.

Violazione dell'obbligo di astensione e nesso di causalità

Con una sentenza meditata e rigorosa il Tribunale di Milano porta alla definitiva emersione della regola, elaborata dalle Sezioni Unite con le sentenze nn. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007, secondo cui l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito¹. La regola era già emersa nella stessa giurisprudenza del foro milanese², ma è soltanto con la sentenza in commento che la regola emerge con una motivazione pienamente solida, che applica in modo convincente e consapevole il principio – statuito dalle Sezioni Unite – per cui, quando <<l'obbligo di astensione sia stato violato (...), assumono rilievo le conseguenze del fatto che l'intermediario non si sia astenuto dal compiere un'operazione dalla quale, in quelle circostanze, avrebbe dovuto astenersi (...), non quelle derivanti dalle modalità con cui l'operazione è stata in concreto realizzata o avrebbe potuto esserlo ipoteticamente da altro intermediario>>³.

È smentita, così, l'idea – finalizzata a svuotare completamente di contenuto la disciplina del conflitto di interessi nei servizi di investimento –

¹ D. Maffeis, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contratti*, 2008, pagg. 345 ss.

² Trib. Milano, 3 giugno 2008, in www.ilcaso.it cui adde ancora prima Trib. Venezia, 28 febbraio 2008, in www.ilcaso.it.

³ D. Maffeis, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 403 ss.

secondo cui l'intermediario che abbia violato l'obbligo di astensione in situazione di conflitto di interessi andrebbe pur tuttavia esente da responsabilità ove il cliente non possa provare che la perdita non si sarebbe verificata se l'operazione fosse stata posta in essere da altro intermediario. Un'idea che pretende, o pretendeva, di presentarsi come fondata su una lettura *seria* del requisito del nesso di causalità (la cui prova incombe sul cliente), ma al costo di cancellare del tutto il significato dell'obbligo di astensione, che è quello di fare dell'intermediario un guardiano dell'integrità dei mercati, che ha la precipua funzione di evitare che si verifichino situazioni di pericolo quali sono quelle che seguono alla stipulazione di contratti conclusi in situazioni di conflitto di interessi.

Resta inoltre definitivamente chiarito il superamento ad opera delle Sezioni Unite dell'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi nei servizi di investimento qual era quella che la Prima Sezione della Corte di cassazione – prima dell'intervento delle Sezioni Unite – aveva, criticabilmente, sostenuto⁴. Motiva, al riguardo, perspicuamente la sentenza in commento che, dopo le Sezioni Unite, <<*sul rimedio (risarcimento e non nullità) e sul nesso inadempimento e danno (da considerarsi sussistente in re ipsa per il semplice fatto della violazione del divieto) non residuano spazi di dubbio. E questo collegio, al di là del doveroso rispetto per l'autorevole pronuncia, ritiene di condividere il principio secondo cui nella fattispecie di conflitto (e di inadeguatezza) deve considerarsi irrilevante l'indagine sul nesso causale fra inadempimento e danno*>>.

La sentenza segna sicuramente un inizio, non solo perché è ben motivata e per questo sembra destinata ad incidere in maniera significativa sul dibattito dottrinale e sul panorama giurisprudenziale relativo al regime *ante* Mifid, ma anche perché – sono parole della sentenza – assicurando <<*il risarcimento dell'intero interesse positivo*>> (qui inteso come l'intero investimento) essa <<*rende effettivo il precetto (di astensione) che, diversamente, sarebbe del tutto svuotato e refluirebbe nel generico dovere di diligenza professionale*>> ed in questo modo assicura sostanza e rigore alla stessa disciplina Mifid del conflitto di interessi, che contempla a sua volta – al ricorrere di certe condizioni – un obbligo di astensione in situazioni di conflitto di interessi, che ha carattere particolarmente pregnante, posto che la nuova disciplina del conflitto di interessi si applica tanto ai clienti al dettaglio

⁴ D. Maffeis, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv.dir.civ.*, 2007, II, pagg. 71 ss.

quanto ai clienti professionali ed alle controparti qualificate ⁵.

Il modello di disciplina del conflitto di interessi

La regola di cui alla sentenza in commento non impedisce agli intermediari di *agire* in situazione di conflitto di interessi: perché i giudici di Milano hanno cura di precisare che la soggezione al rimedio del risarcimento del danno *in re ipsa* concerne il solo *obbligo di astensione* che, in presenza di una *situazione* di conflitto di interessi, integra un *divieto di agire* che è *derogabile* da parte del cliente, con specifica autorizzazione, allorché l'intermediario lo abbia compiutamente informato della sussistenza dell'interesse in conflitto (il tutto nel rispetto delle forme imposte dalla normativa di settore).

Una volta esclusa la violazione di un obbligo di astensione, il *risultato dell'azione* in conflitto di interessi – cioè i termini a cui l'operazione di investimento risulta poi essere posta in essere – rileva esso pure sul piano della diligenza professionale dell'intermediario, ma qui il risarcimento del danno non è *in re ipsa*, spettando al cliente di fornire la prova che la mancata organizzazione preventiva dell'intermediario o il suo comportamento in sede di esecuzione costituiscono l'antecedente giuridicamente rilevante del danno.

A tanto giunge la sentenza in commento recependo i risultati dell'indagine condotta in sede civilistica sul conflitto di interessi nel contratto ed in particolare distinguendo tra conflitto di interessi inteso come *situazione*, come *azione* e come *risultato dell'azione* ⁶; si legge nella motivazione dei giudici milanesi che <<*proprio perché il divieto legale a carico dell'intermediario di compiere operazioni in difetto di informazione e di successiva autorizzazione del cliente opera sul semplice presupposto della presenza di un interesse in conflitto (situazione) ed indipendentemente dall'incidenza dell'interesse sulla condotta dell'intermediario (azione) o sui termini dell'operazione (risultato dell'azione), deve ritenersi irrilevante accertare il nesso di causalità fra la violazione dell'obbligo di astensione ed il pregiudizio patito dal cliente, consistito nella perdita totale o parziale dell'investimento*>>.

Il recepimento in chiave squisitamente civilistica dei fondamenti della teoria del conflitto di interessi nel contratto dovrebbe anche consentire di

⁵ D. Maffei, *Sostanza e rigore nella disciplina Mifid del conflitto di interessi*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2008.

⁶ D. Maffei, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002, pagg. 137 ss.

superare qualsiasi equivoco intorno alla rilevanza, sul piano della diligenza professionale dell'intermediario e del conseguente regime di responsabilità, del *risultato dell'investimento* (ad es., l'obbligazione ha assicurato la restituzione del capitale, il valore dell'azione è aumentato, il differenziale del derivato è stato positivo), che è cosa ben diversa dal *risultato dell'azione* dell'intermediario (ad es., l'operazione è stata compiuta anzi che non, se è stata compiuta l'obbligazione acquistata appare sicura perché ha un ottimo *rating*, l'azione acquistata concerne una società che presenta ottimi fondamentali, il derivato su valute consente di dare effettiva copertura ad un'esigenza aziendale del cliente in relazione all'entità delle sue importazioni dall'estero). È ovvio, infatti, che il *risultato dell'investimento* non ha alcuna rilevanza nel giudizio di responsabilità – perché qualsiasi operazione di investimento è *per sua natura aleatoria* – quanto è ovvio che ha una rilevanza centrale il *risultato dell'azione* (al pari dell'*azione*) – perché la natura aleatoria *dell'investimento* non solo *non elimina*, ma tutto al contrario *accentua* il grado di diligenza professionale cui l'intermediario è tenuto ⁷.

Il *risultato dell'investimento* non è altro che ciò che integra l'*interesse ad agire* del cliente, quale requisito dell'azione rilevante sul piano squisitamente processuale: non diversamente da qualsiasi altra fattispecie risarcitoria, anche quella che riguarda il cliente nei confronti dell'intermediario presuppone un danno. Motiva assai nitidamente la sentenza in commento che <<la circostanza che le operazioni di investimento siano per loro natura aleatorie (non) vale a vanificare (il) nesso (causale): aleatorio è infatti il risultato economico delle operazioni (in quanto legato all'andamento del mercato), ma non il contenuto dell'obbligazione di fedeltà e diligenza dell'intermediario nel rapporto con l'investitore che, anzi, deve atteggiarsi in modo ancor più stringente laddove si consideri che le operazioni di investimento sono intrinsecamente pericolose (potendo comportare la perdita totale o parziale del capitale investito o, in certe operazioni, addirittura di un capitale maggiore di quello inizialmente investito)>>.

⁷ <<Proprio perché il risultato economico è incerto, si pone in maniera cristallina il problema dell'osservanza sino a tutto il compimento di ogni operazione della diligenza professionale richiesta e la conseguente necessità che l'interprete attribuisca alla normativa vigente la funzione di proteggere il cliente – cui resta addossato il rischio dell'investimento – dal rischio della negligenza e dell'infedeltà>>: D. Maffei, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv.dir.priv.*, 2005, pag. 578.

Il conflitto di interessi nei servizi di investimento a cinque anni dalla sentenza del Tribunale di Mantova

A cinque anni di distanza dalla prima sentenza – del Tribunale di Mantova – sul conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento, si registra con la sentenza in commento la compiuta affermazione della decisione *corretta* dei casi in cui l'intermediario non ha informato il cliente dell'interesse in conflitto (di cui era portatore nel caso deciso alla sentenza in commento sia come <<finanziatore per linee di credito>>, sia come <<titolare di diritto di voto nelle assemblee quale creditore pignoratizio>>, sia come <<lead manager nel consorzio di collocamento>>) e per questo ha violato una disciplina che ha carattere preventivo⁸.

Resta così superata l'erronea convinzione che il conflitto di interessi nel contratto *di investimento* risponda ad un modello unitario riconducibile al conflitto come risultato dell'azione, che caratterizza invece la diversa disciplina del conflitto di interessi nella rappresentanza (art. 1394 cod.civ.) e nel mandato (art. 1711 cod.civ.)⁹.

La sua corretta collocazione dentro il modello del conflitto come situazione è il frutto della meditata adesione da parte del Tribunale di Milano alla ricostruzione della disciplina dell'intermediazione finanziaria come una disciplina che, per proteggere l'interesse del cliente (e, prima e più, per preservare l'integrità dei mercati, art. 21 TUF), si affida, in presenza di situazioni *sospette*, quale è quella dell'*intermediario finanziario in conflitto di interessi*, ad obblighi di *astensione* derogabili solo *alla condizione che vi sia stata una compiuta informazione del cliente ed una successiva autorizzazione*.

La restituzione dell'investimento *sub specie* di risarcimento del danno *in re ipsa* è poi la conseguenza lineare e coerente del carattere preventivo della disciplina di tutela (una volta esclusa, con le Sezioni Unite, la soluzione che sarebbe più esatta della *nullità per illiceità dell'operazione*¹⁰).

La *sensibilità* per il carattere di *pericolo* della *situazione di conflitto di interessi* precede, e di molto, la novità della disciplina comunitaria dei servizi

⁸ D. Maffei, *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, pagg. 452 ss.

⁹ D. Maffei, *Tutela dell'interesse e conflitto di interessi nella rappresentanza e nel mandato*, in *Riv.dir.priv.*, 2004, 253 ss.

¹⁰ D. Maffei, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi*, *cit.*, pagg. 71 ss.

di investimento. Basta sfogliare il *Manuale di diritto privato* per scorgervi la stessa identica sequenza: situazione di conflitto di interessi, obbligo di astensione, violazione, vizio del contratto, restituzione. A partire dalla VII edizione, quando ad Andrea Torrente si aggiunge Piero Schlesinger, ed ancora nella edizione ultima (XVIII) noi leggiamo: <<Se il rappresentante è portatore di interessi (...) in contrasto con quelli del rappresentante si ha conflitto di interessi (...) Può darsi che (il rappresentante) sia stato diligentissimo ed abbia conseguito un risultato vantaggiosissimo per il rappresentato: ma vi è il sospetto che anziché curare gli interessi del dominus abbia avuto di mira il proprio vantaggio (...). L'atto posto in essere dal rappresentante in conflitto di interessi è viziato perciò indipendentemente dal fatto che il rappresentato sia stato effettivamente danneggiato>>¹¹.

In materia di servizi di investimento, il fatto oggettivo concomitante della presenza di un interesse in conflitto in capo all'intermediario è idoneo a fondare un *divieto di agire*, essendo l'esigenza di *ordine pubblico di tutela dell'integrità dei mercati* prevalente rispetto a qualsiasi possibile affidamento di terzi, a differenza di ciò che accade in materia di contratto rappresentativo stipulato con il terzo nell'esercizio del potere di rappresentanza *volontaria*¹².

Il contenuto dell'informazione sul conflitto di interessi

Secondo l'art. 27 del Regolamento Consob 11522 del 1998 l'intermediario doveva avere <<preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del(l)'interesse>>, considerandosi equipollente allo scritto la <<registrazione su nastro magnetico o altro supporto equivalente>> ed essendo comunque rimessa all'interprete la valutazione del contenuto della preventiva informazione.

L'art. 23, comma 4 del nuovo Regolamento congiunto di Consob e Banca d'Italia, laddove dispone che <<Le informazioni di cui al comma 3 sono fornite su supporto duraturo [dunque, anche lo scritto] e presentano un grado di dettaglio sufficiente, considerata la natura del cliente>>, diverge forse solo per un minor grado di dettaglio (<<un grado di dettaglio sufficiente, considerata la natura del cliente >>) dalla precedente disciplina regolamentare.

Certo è, a mio avviso, che l'informazione sul conflitto di interessi deve

¹¹ Ora A. Torrente – P. Schlesinger, *Manuale di diritto privato* a cura di F. Anelli e C. Granelli, XVIII edizione, Milano, 2007, pagg. 504 s.

¹² D. Maffei, *Conflitto di interessi nel contratto*, cit., pag. 89 ss.

essere data *per ciascuna singola operazione* e deve contenere *lo specifico riferimento all'interesse in conflitto concretamente sussistente, non essendo sufficiente un'astratta e generica menzione di una imprecisata situazione di conflitto di interessi*. Così la situazione di conflitto, ad esempio, tra l'attività di esecuzione di ordini per conto e la consulenza, verrà, per ciascuna operazione, specificata, in relazione agli elementi del caso, che di volta in volta potrebbero rendere il pericolo più o meno grave.

In casi come quello deciso dalla sentenza in commento l'obbligo di astensione potrà considerarsi inoperante soltanto se nell'ordine, o separatamente, compaia, chiaramente evidenziato, il riferimento all'interesse dell'intermediario quale finanziatore, titolare di diritti di voto nelle assemblee, *lead manager* nel collocamento, e così via.

L'estensione dei principi affermati al profilo dell'inadeguatezza

La sentenza in commento ha cura di precisare che il rimedio del risarcimento del danno *in re ipsa* opera anche nel caso di violazione dell'obbligo di astenersi dal compiere un'operazione inadeguata, secondo quanto previsto dall'art. 29 del Regolamento Consob 11522 del 1998.

Anche a tale riguardo la sentenza in commento rivela la sua importanza, posto che la Mifid perpetua obblighi di astensione, non solo in materia di conflitto di interessi, ma, *testualmente*, in relazione al precetto di adeguatezza che opera nei servizi di consulenza e di gestione, ai sensi dell'art. 39, comma 6 del Nuovo Regolamento Intermediari Consob n. 16190.