

Anna Genovese

*Pratiche commerciali scorrette  
e offerta di servizi di investimento*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Specificità della disciplina del Testo unico della finanza e nuovo articolo 27 del Codice del consumo. – 2.1. Una rivisitazione del tema dei rapporti fra tutela finanziaria del risparmiatore (TUF) e tutela codicistica del consumatore (Cod. cons.). – 3. Margini di incertezza nell’allocazione delle competenze tra Consob e AGCM. – 4. Ipotesi di cooperazione tra Consob e AGCM.

1. *Introduzione*

Nel considerare l’impatto del recepimento della Direttiva 2011/83/UE sull’offerta *retail* di servizi di investimento, mi pare corretto prendere le mosse da un dato normativo specifico, ossia dall’art. 47 del Codice del consumo (che sostituisce i precedenti artt. 46 e 51 del medesimo Codice, di seguito anche: Cod. cons.). L’articolo citato, siccome novellato dal d.lgs. n. 21/2014 di recepimento della direttiva<sup>1</sup>, stabilisce che «*le disposizioni delle Sezioni da I a IV del presente Capo<sup>2</sup> non si applicano ai contratti: (...)*

---

<sup>1</sup> Il Capo I del Titolo III del Codice del consumo è stato interamente sostituito dall’art. 1.1, del d. lgs. n. 21/2014 e le modifiche, in vigore dal 13 giugno 2014, si applicano ai contratti conclusi dopo tale data. Più in dettaglio, il nuovo Capo I ‘*Diritti dei consumatori nei contratti*’, ha accorpato – innovando – le norme contenute nelle precedenti Sezioni I, II e III, rubricate rispettivamente ‘*Contratti negoziati fuori dei locali commerciali*’, ‘*Contratti a distanza*’, ‘*Disposizioni comuni*’.

<sup>2</sup> Le nuove Sezioni da I a IV sono rubricate ‘*Informazioni precontrattuali per i consumatori nei contratti diversi dai contratti a distanza o negoziati fuori dei locali commerciali*’, ‘*Informazioni precontrattuali per il consumatore e diritto di recesso nei contratti a distanza e nei contratti negoziati fuori dei locali commerciali*’, ‘*Altri diritti dei consumatori*’, ‘*Disposizioni generali*’.

d) di servizi finanziari». La previsione, che con il termine ‘servizi finanziari’ si riferisce all’offerta di servizi bancari, assicurativi e anche di investimento<sup>3</sup>, dà attuazione a quanto la direttiva sopracitata dispone in tema di rapporti tra discipline consumeristiche e norme sui servizi finanziari (cfr. il Considerando n. 32 secondo cui «*La legislazione dell’Unione esistente, tra l’altro nell’ambito dei servizi finanziari (...), contiene numerose regole per la tutela dei consumatori. Per questo motivo la presente direttiva non dovrebbe applicarsi ai contratti in detti settori. Per quanto riguarda i servizi finanziari, gli Stati membri dovrebbero essere incoraggiati ad ispirarsi alla legislazione dell’Unione esistente in materia, in fase di legiferazione in settori che non sono regolamentati a livello di Unione, in modo tale da garantire la parità di condizioni per tutti i consumatori e per tutti i contratti relativi ai servizi finanziari*»).

L’esclusione dell’offerta di servizi finanziari, e segnatamente dell’offerta di servizi di investimento, dall’area di applicazione di determinate parti di disciplina del Cod. cons., in quanto materia regolata dal Testo Unico dell’intermediazione Finanziaria (di seguito: TUF), risulta ribadita, in termini più generalizzati quanto ad ambito – ossia per tutti i settori regolati, ma anche in termini più specifici quanto a presupposti – dall’art. 46, comma 2, Cod. cons., a mente del quale «*In caso di conflitto tra le disposizioni delle Sezioni da I a IV del presente Capo e una disposizione di un atto dell’Unione europea che disciplina settori specifici, quest’ultima e le relative norme nazionali di recepimento prevalgono e si applicano a tali settori specifici*».

In prima lettura, quindi, sembrerebbe corretto ritenere che il recepimento della direttiva in esame non abbia avuto un impatto sui termini e i contenuti della tutela del risparmiatore/consumatore che sottoscrive i contratti di investimento che gli vengono offerti dall’intermediario/professionista autorizzato e vigilato dalla CONSOB. Nel diritto italiano, tali

---

<sup>3</sup> Ai sensi dell’art. 45 del Cod. cons. che elenca le definizioni funzionali all’applicazione delle Sezioni I-IV del Capo I del medesimo Codice, per ‘servizio finanziario’ si intende – come indicato al comma 1, lett. n) – ‘qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, assicurativa, servizi pensionistici individuali, di investimento o di pagamento’. Analoga definizione si riscontra con riguardo all’applicazione della Sezione IV-bis del Codice, rubricata ‘Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori’; l’art. 67-ter, comma 1, lett. b) definisce servizio finanziario ‘qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di investimento, di assicurazione o di previdenza individuale’.

termini e tali contenuti restano quelli stabiliti dalla normativa di settore e quindi dal TUF, dalla regolazione e dall'*enforcement* CONSOB.

Nel quadro delle disposizioni pro-consumeristiche, del resto, la previsione di un regime specifico di tutela del risparmiatore/consumatore, in qualità di investitore, non è certo una novità. La peculiarità della contrattazione del settore finanziario, a livello europeo, veniva riconosciuta già dalla Direttiva 2002/65/CE che argomentava la necessità di disporre di un corpo normativo affatto specifico in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari in considerazione a) della 'natura immateriale' di tali servizi, particolarmente adatta alle tecniche di commercializzazione a distanza e b) della necessità di conseguire gli obiettivi del piano di azione per i servizi finanziari elaborato dalla Commissione europea nel 2001<sup>4</sup>. E tale approccio specifico alla tutela del risparmiatore/investitore, mantenuto anche dalla legislazione europea successiva, non potrà che consolidarsi ove si proceda nel più ambizioso piano europeo che, dopo la Banking Union, già avviata per taluni profili, punti, come sembra, anche alla Capital Market Union.

---

<sup>4</sup> Proprio il piano d'azione per un mercato finanziario unico proponeva, infatti, alcune priorità indicative e un calendario di misure specifiche volte a raggiungere tre obiettivi strategici: istituire un mercato unico dei servizi finanziari all'ingrosso; rendere accessibili e sicuri i mercati al dettaglio; rafforzare le norme di vigilanza prudenziale. Tali obiettivi andavano a coniugarsi con l'introduzione della moneta unica che sarebbe divenuta il catalizzatore della modernizzazione dei mercati europei dei valori mobiliari e dei prodotti derivati. In questa cornice di riferimento, la Commissione indicava un certo numero di misure pratiche da prendere nel mercato al dettaglio dei servizi di investimento, in alcuni ambiti chiave di azione quali 1) l'informazione e la trasparenza delle informazioni rese agli investitori; 2) le procedure di risoluzione stragiudiziale delle controversie; 3) il commercio elettronico e la vendita a distanza dei prodotti finanziari. Le misure si sono poi susseguite con interventi molteplici i più significati dei quali sono la Direttiva 2002/65/CE concernente la vendita a distanza di servizi finanziari ai consumatori; la Direttiva 2002/92/CE sulla intermediazione assicurativa; la direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari; il lancio della rete FIN-NET nel 2001 tra organismi ADR nazionali per agevolare la risoluzione extragiudiziale delle controversie nel settore finanziario. La funzione di queste misure appare quindi peculiare nel quadro della legislazione consumeristica perché servente rispetto a un disegno più ampio che vede non solo la necessità di agevolare la costruzione di un mercato unico dei servizi finanziari, ma anche quella di assicurare che la commercializzazione dei prodotti finanziari si svolga correttamente, evitando che eventuali disfunzioni nella contrattazione si trasformino o agevolino crisi di ordine sistemico.

In effetti, e ciò almeno sin dal 2002, le direttive applicabili ai contratti di offerta *retail* di servizi di investimento sono sempre state specifiche e basate sulla considerazione dei risvolti sistemici delle attività di investimento (e dal lato dell'offerta e dal lato della domanda) e sulla considerazione delle peculiarità dei contratti di investimento e del mercato dei capitali. Tali direttive inoltre, sono sempre state di massima armonizzazione e, per ciò stesso, difficilmente permeabili da innesti di regole poste da discipline consumeristiche a spettro applicativo generalista, ovvero da *enforcement* o interventi da parte di autorità amministrative diverse dall'autorità preposta a vigilare sulla trasparenza e la correttezza dell'operato degli intermediari.

## 2. *Specificità della disciplina del Testo unico della finanza e nuovo art. 27 del Codice del consumo*

A partire da tali note introduttive, anche prescindendo da un esame dei rapporti fra le nuove disposizioni del Cod. cons. in materia di contratti e quelle ivi presenti in materia di pratiche commerciali scorrette (di seguito anche: PCS), si potrebbe affermare che il recepimento della direttiva non ha inciso sul regime di inapplicabilità della disciplina sulle pratiche commerciali scorrette all'offerta *retail* di contratti di investimento. Le ragioni che militano per la specificità ed esaustività della normativa TUF rispetto alla normativa del Codice del consumo sulle PCS, siccome delineate dal Consiglio di Stato nel noto parere del 2008<sup>5</sup>, sembrano così superare la prova di resistenza cui

---

<sup>5</sup> Prima del d. lgs. n. 21/2014, il legislatore italiano aveva recepito la disciplina delle pratiche commerciali sleali nel Codice del consumo in modo 'orizzontale', senza distinzione rispetto a settori di mercato e tale scelta era stata affiancata dall'individuazione di un'unica autorità amministrativa, l'Antitrust cui erano conferiti i poteri di *enforcement* (vigilanza, inibitori e sanzionatori) in tutti i settori di mercato. Tale approccio ha da subito portato, con riferimento al settore dei servizi finanziari, a verificare l'ambito di applicazione della disciplina generale del Codice del consumo, alla luce della preesistente disciplina di settore in materia di correttezza delle informazioni al pubblico, trasparenza e correttezza dei comportamenti degli operatori, e a individuare soluzioni per risolvere eventuali sovrapposizioni di disciplina. Come noto, nel 2008, l'AGCM ha provveduto a richiedere al Consiglio di Stato un parere in ordine all'applicabilità del Titolo III del Codice del consumo e le competenze dell'Autorità Antitrust nel settore dei servizi finanziari. Il Consiglio di Stato, rilevata la generale necessità di non duplicare né soggetti preposti

le sottopone l'evoluzione dell'ordinamento. Si dovrebbe perciò continuare a ritenere che il risparmiatore trovi nelle norme del TUF, nella regolazione secondaria CONSOB e nella vigilanza di questa autorità amministrativa un ventaglio di tutele amministrative speciali, congrue ed esaustive, che sostituisce i divieti di PCS presidiati dall'*enforcement* dell'AGCM.

Nel TUF e nella regolazione secondaria di emanazione CONSOB vi sono, in effetti, varie e specifiche disposizioni che impongono, all'intermediario che offre al *retail* servizi di investimento, obblighi di professionalità, trasparenza e correttezza. Questi obblighi sono anche affiancati dall'esplicito divieto (norma di chiusura) di offrire al risparmiatore/investitore soluzioni di investimento inadeguate<sup>6</sup> e da numerose disposizioni volte

---

alla vigilanza di settore, né tantomeno possibili giudizi tra loro contrastanti nonché di individuare un'unica autorità competente nella materia sottoposta al suo parere ha concluso che, relativamente al settore dei servizi finanziari, che «*la disciplina generale sulle pratiche commerciali scorrette, per la quale è competente l'AGCM, non si applica se ed in quanto operano disposizioni sugli obblighi informativi e di correttezza nella commercializzazione dei servizi finanziari, la cui applicazione è riservata alla CONSOB*». Con tale posizione si è voluta ribadire la rilevanza del principio di specialità per il settore dei servizi finanziari, utilizzandolo quale criterio suppletivo, cioè applicabile in assenza di disposizioni positive sul tema. Evidenziata la sussistenza di un duplice apparato normativo volto alla tutela del medesimo interesse, (ovvero la normativa di ordine speciale recata dal TUF, preesistente al Codice del consumo, e quella di ordine generale di successiva introduzione, il Consiglio di Stato ha affermato che il conflitto tra le due discipline deve essere risolto non già riferendosi all'eventuale «*sovrapponibilità [...] delle diverse strumentazioni*», bensì mediante l'*identificazione [...] di quale dei due ordinamenti si debba qui invocare*». È stato, quindi, adottato il principio di specialità per settore, contrapposto alla specialità tra norme, in quanto non è stata effettuata la verifica puntuale degli ambiti residui di eventuale competenza dell'AGCM. Infatti, il Consiglio di Stato ha sostenuto che, nel caso di specie, «*è la caratteristica distinta del settore finanziario a identificare [...] le ragioni della specialità*» e che è il soggetto 'investitore', ovvero il 'risparmiatore' (inteso come investitore non professionale) ad essere «*una specie del genere consumatore, in quanto destinatario finale di un prodotto standardizzato seppur finanziario*», ovvero un «*consumatore di servizi finanziari*». Pertanto se l'AGCM, ai sensi del Cod. cons., è l'Autorità posta a tutela della concorrenza nel mercato in generale ed il suo beneficiario naturale è il 'consumatore', la CONSOB, ai sensi del TUF, è l'Autorità preposta alla tutela degli «*investitori e della efficienza, trasparenza e sviluppo del mercato mobiliare*» e, pertanto, trova i suoi beneficiari naturali nei 'risparmiatori' e negli 'investitori', *species* del *genus* 'consumatori'.

<sup>6</sup> V. le disposizioni del Titolo II, Parte II, del TUF 'Servizi e attività di investimento' e le relative norme di attuazione contenute nel Libro III 'Prestazione dei servizi e delle attività

a proteggere il risparmiatore dall'opportunità dell'intermediario, anche in assenza di condotte aggressive o ingannevoli<sup>7</sup>. Il prossimo recepimento della Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II) dovrebbe segnare ulteriori e significativi passi in tale direzione. Potrebbe, dunque, in rapporto a quanto stabilito dall'art. 46 del Cod. cons., e rispetto ai divieti pro-consumeristici di PCS, ancora riconoscersi la specificità e specialità della regolazione del settore finanziario in quanto finalizzata ad assicurare al risparmiatore una tutela rafforzata e legittima. Tale attributo della regolazione del settore finanziario promana dalla sua derivazione e anche proiezione comunitaria (la direttiva in materia di PCS, essendo di massima armonizzazione, non consente agli Stati, in sede di recepimento, di introdurre presidi di tutela consumeristica rafforzati se non per taluni settori individuati<sup>8</sup>, e proprio a tale condizione: derivazione comunitaria dei presidi). Conseguentemente, dovrebbe essere escluso che la novella dell'art. 27 del Cod. cons. prescriva alla CONSOB qualche forma di collaborazione strutturata con l'AGCM per finalità di presidio dei divieti di PCS<sup>9</sup>. La conclusione, se da conferma-

---

*di investimento e dei servizi accessori*<sup>7</sup>, del Regolamento intermediari adottato dalla CONSOB con delibera n. 16190/2007 e ss.mm..

<sup>7</sup> A titolo esemplificativo si richiama il tema degli *inducement*, termine che comprende ogni tipo di onorario, commissione o beneficio monetario o non monetario pagato o fornito da terzi agli intermediari finanziari in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ai clienti. Le previsioni che lo disciplinano si collocano a metà strada tra la materia delle regole di condotta e quella dei conflitti di interesse. La *ratio* di tali previsioni va ricercata nella necessità di assicurare, nei confronti dell'investitore, la trasparenza (*disclosure*) della remunerazione percepita dall'intermediario.

<sup>8</sup> Si rammenta che, benché l'obiettivo della Direttiva 2005/29/CE sia il raggiungimento di un quadro normativo unico per tutti i Paesi membri dell'Unione Europea, in due specifici settori – servizi finanziari e beni immobili – è stato fatto salvo il diritto degli Stati di andare «oltre» le disposizioni della direttiva, al fine di tutelare gli interessi economici dei consumatori (cfr. considerando n. 9 della direttiva secondo cui, «*nel settore dei servizi finanziari e dei beni immobili, la presente direttiva non pregiudica il diritto degli Stati membri di andare al di là delle sue disposizioni al fine di tutelare gli interessi economici dei consumatori*»).

<sup>9</sup> Il nuovo art. 27, co. 1-bis del Codice del consumo, siccome modificato in occasione del recepimento della Direttiva, così recita: «*Anche nei settori regolati, ai sensi dell'articolo 19, comma 3, la competenza ad intervenire nei confronti delle condotte dei professionisti che integrano una pratica commerciale scorretta, fermo restando il rispetto della regolazione vigente, spetta, in via esclusiva, all'Autorità garante della concorrenza e del mercato, che la esercita in*

re, sarebbe viepiù rilevante considerato che, invece, la Banca d'Italia (che vigila sugli istituti di credito e l'offerta *retail* di servizi bancari) e l'IVASS (che vigila sulle assicurazioni e l'offerta *retail* di servizi assicurativi), a ottobre del 2014 hanno già sottoscritto con l'AGCM i protocolli previsti dal nuovo art. 27, comma 1 *bis*, del Codice del consumo.

Una tale conclusione tuttavia, a mio parere, non può essere considerata tanto sicura se si prendono in considerazione alcuni dati ulteriori.

## 2.1 *Una rivisitazione del tema dei rapporti fra tutela finanziaria del risparmiatore (TUF) e tutela codicistica del consumatore (Cod. cons.)*

In primo luogo si deve notare che alcune disposizioni applicabili ai contratti di investimento sottoscritti dai risparmiatori sono collocate nel Codice del consumo. Il Codice del consumo reca previsioni in materia di contratti finanziari e di investimento e, segnatamente, in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori (artt. 67-*bis* e ss.). Tali previsioni, in qualche caso (si pensi all'art. 67 *duodecies*), sono in grado di integrare le corrispondenti disposizioni del TUF (art. 30 e ss.)<sup>10</sup> e di prevalere su di esse<sup>11</sup>. La regolamentazione del mercato finanziario del

---

*base ai poteri di cui al presente articolo, acquisito il parere dell'Autorità di regolazione competente. Resta ferma la competenza delle Autorità di regolazione ad esercitare i propri poteri nelle ipotesi di violazione della regolazione che non integrino gli estremi di una pratica commerciale scorretta. Le Autorità possono disciplinare con protocolli di intesa gli aspetti applicativi e procedurali della reciproca collaborazione, nel quadro delle rispettive competenze».*

<sup>10</sup> Il TUF, all'art. 32, dopo aver stabilito che *'per tecniche di comunicazione a distanza si intendono le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato'*, attribuisce alla CONSOB il potere di regolare la materia dettando una disciplina conforme alle disposizioni consumeristiche sull'offerta fuori sede e a quelle sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori. Ossia conforme alla Direttiva 2002/65/CE attuata con d. lgs. n. 190/2005, le cui norme sono state trasfuse (cfr. proprio gli artt. 67 *bis* e ss.) nel Codice del consumo con il d.lgs n. 221/2007.

<sup>11</sup> Sui rapporti fra diritto di recesso riconosciuto dall'art. 30, comma 6 del TUF e diritto di recesso riconosciuto dall'art. 67 *duodecies* del Cod. Cons. per l'investitore che stipula a distanza, si vedano F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino 2014; R. TORINO, *I contratti finanziari conclusi mediante l'internet*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno, nel volume 'I contratti del mercato finanziario', a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Utet, Torino 2004 e F. PARRELLA, *Offerta a distanza*, Giuffrè, Milano 2011.

TUF applicabile all'offerta *retail* di servizi di investimento dunque, almeno formalmente, non è completa ed autosufficiente rispetto alle previsioni contenute nel Cod. cons. Il dato ha riguardo alla collocazione formale della disposizione e non può essere sopravvalutato, ma neppure ignorato.

In secondo luogo, si deve considerare che nei confronti di discipline assistite da *enforcement* amministrativo – come sono quella TUF in tema di contratti di investimento e quella codicistica in tema di PCS, il ragionamento sussuntivo della fattispecie nella disciplina basato sul rapporto di specialità e prevalenza di una disciplina, in quanto più rigorosa (i.e. tutela rafforzata) rispetto all'altra, meno rigorosa – comunemente utilizzato per definire i rapporti fra diverse discipline di carattere privatistico – può risultare, per non marginali profili, inconferente. L'*enforcement* amministrativo di una disciplina, anche al netto delle differenze degli istituti e delle procedure da ciascuna disciplina contemplati<sup>12</sup>, è organizzato infatti sulla base di *policy*, prassi e indirizzi applicativi, strutturali e contingenti che in concreto caratterizzano i termini e i contenuti della tutela (più o meno 'rigorosa' o rafforzata) che una disciplina è in grado di accordare amministrativamente a determinati interessi diffusi.

Sicché non si può affermare, se non in termini astratti, che il TUF assicura ai risparmiatori, in quanto categoria differenziata, una tutela amministrativa rafforzata rispetto a quella che il Cod. cons. accorda ai consumatori. E non si può affermare, se non in termini tecnici, che il TUF prevale sul Cod. cons. perché legislazione 'speciale'. Ciò anche laddove si ritenesse, sulla base di un mero raffronto fra fattispecie e discipline, che tutte le PCS siano astrattamente perseguibili ai sensi del TUF e che, inve-

---

<sup>12</sup> Nel TUF si registrano alcune significative differenze in termini di *enforcement* e *driver* di sovrapposizione al Cod. cons. Si pensi all'assenza dell'istituto degli impegni, disciplinato invece all'art. 27 del Codice del consumo. Tuttavia, in occasione del recepimento della Direttiva 2013/36/UE (CRD IV) tramite d.lgs. n. 72 del 2015 è stata introdotta una nuova sanzione (alternativa alla sanzione pecuniaria), consistente nell'ordine – intimato da CONSOB e Banca d'Italia – di eliminare le infrazioni contestate anche indicando le misure da adottare e il termine per l'adempimento. L'istituto, tuttavia, si differenzia da quello degli impegni proprio del Codice del consumo, poiché trattandosi di una vera e propria sanzione presuppone, sempre e comunque, il completamento dell'iter procedurale e l'accertamento della violazione perpetrata da parte dell'organo competente. Diversamente, l'istituto degli impegni comporta la definizione del procedimento sanzionatorio in una fase antecedente all'accertamento della violazione.

ce, non tutte le pratiche vietate dal TUF siano astrattamente perseguibili come PCS. L'attributo 'amministrativo' delle rispettive tutele rimanda, infatti, alle caratteristiche dell'apparato, al *modus operandi* e alle *policy* della singola Autorità chiamata, nel tempo e nel contesto, a declinare la tutela amministrativa di tali interessi sulla base di necessarie scelte discrezionali di metodo e priorità. Del resto, anche il Consiglio di Stato, nel noto parere del 2008, dovette esprimersi nel senso di una peculiare specialità del settore piuttosto che della disciplina finanziaria (vedi *supra*, nt. 5).

Va, in terzo luogo, considerato che l'offerta professionale di servizi di investimento non è operata in regime di 'oggetto esclusivo'. Soggetti vigilati CONSOB possono commercializzare offerta *retail* di servizi di investimento in abbinamento a servizi diversi. La vigilanza amministrativa sull'offerta di servizi di investimento può perciò, nel suo divenire, occasionalmente intercettare una vasta gamma di attività ulteriori. In tal caso, non c'è solo da stabilire se e come CONSOB può valutare le strategie di collegamento fra offerte diverse per i fini di vigilanza specifica sull'offerta di servizi di investimento (ossia se offerte commerciali non disciplinate dal TUF integri-no, in presenza di talune circostanze, condotte rilevanti ai sensi del TUF). C'è anche da stabilire a quale tutela amministrativa (della controparte non professionale) è assoggettata l'offerta di servizi 'altri' (diversi da quelli di investimento) abbinata all'offerta di servizi di investimento. Sul punto, è stato recentemente deciso, in sede europea, che offerte di servizi diversi da quelli di investimento, ma a questi abbinati, possono essere attratte nella disciplina dell'offerta del servizio finanziario dal legislatore nazionale che voglia dettare per essi regimi di tutela più rigorosi di quelli ricavabili dai divieti di PCS<sup>13</sup>. Una tale soluzione di carattere normativo potrebbe essere

<sup>13</sup> L'offerta *retail* di servizi finanziari può legittimamente arrivare ad attrarre nella propria orbita (di tutela regolamentare rafforzata) offerte *retail* di altri prodotti o servizi. Cfr. il pronunciamento della C. GIUST. UE, 25 novembre 2014, C-265/12, *Citroen Belux*. In particolare, la Corte è stata chiamata a pronunciarsi – in sede di rinvio pregiudiziale – sulla compatibilità di una norma belga che vieta «ogni offerta congiunta al consumatore, in cui almeno un elemento consista in un servizio finanziario e che venga fatta da un'impresa o da diverse imprese che agiscono con un intento comune», al Trattato e alla direttiva in materia di PCS. Ciò sia in quanto possibilmente restrittiva della libera prestazione di servizi, sia in quanto incompatibile con la Direttiva 2005/29/CE che – in ossequio a esigenze di certezza del diritto – aveva stilato un elenco considerato tassativo di fattispecie integranti per sé pratica commerciale scorretta (lista nera). La Corte ha ritenuto compatibile tale disciplina

adottata su vasta scala, con guadagni di semplificazione e certezza del diritto. Tuttavia, in assenza di una indicazione di fonte primaria di tal fatta, l'attrazione non sembra praticabile. Deve dunque considerarsi ipotizzabile anche l'applicazione tanto del TUF quanto del Cod. cons. a operazioni commerciali che includono servizi di investimento e sono complesse. Diversamente si arriverebbe all'assurdo risultato di garantire ai soggetti autorizzati all'offerta *retail* di servizi di investimento uno statuto privilegiato ovvero un porto franco per effettuare offerte di beni e servizi diversi dagli investimenti (abbinate all'offerta di contratti di investimento) senza rispettare né le disposizioni in tema di servizi di investimento (oggettivamente inapplicabili) né le disposizioni in tema di PCS (in ipotesi, soggettivamente inapplicabili). La questione è trattata anche dall'ESMA nel *Final Report Guidelines on cross selling practices* pubblicato il 22 dicembre 2015 con un richiamo che, in prima lettura, sembrerebbe sancire l'assoggettabilità per lo meno residuale delle pratiche in questione alle prescrizioni ricavabili dalle clausole generali in materia di PCS.

In ultimo, va considerato che ci può essere offerta non autorizzata di servizi di investimento di vari tipi e suscettibile di vario rilievo. L'offerta di servizi di investimento ci può essere, come offerta illegittima (abusivismo), da parte di soggetti non autorizzati e non vigilati dalla CONSOB che per tali si presentano al pubblico e al risparmiatore. Ci può essere, però, anche offerta di soggetti che mentendo si dichiarano autorizzati o che sono autorizzati, ma per un altro servizio finanziario. In tal caso, occorre chiedersi se l'eventuale rilevanza penale dell'attività abusiva (cfr. l'art. 166 del TUF) escluda la possibilità di un intervento amministrativo concomitante e chi (l'AGCM per la pratica commerciale ingannevole o la CONSOB per abusivismo) sia competente. Sembrerebbe appropriato, peraltro, distinguere il caso del soggetto che abbia operato millantando un'autorizzazione in vero mai ottenuta (cfr. sul punto l'art. 23, comma 1, lettera d del Cod. cons.), dal caso del soggetto che, superando i confini della autorizzazione CONSOB di cui dispone, di essa in qualche modo si sia avvalso (per esempio facendo anche offerta fuori sede di servizi di investimento o consulenza finanziaria, abbinata all'investimento e in assenza di autorizzazione specifica).

---

nazionale con l'ordinamento comunitario, valutando perciò prevalente e assorbente la componente di offerta *retail* di servizi finanziari ai fini della corretta sussunzione della fattispecie nella disciplina europea rilevante.

Alcune risposte al riguardo sono state fornite dal legislatore in sede di recepimento della Direttiva 2013/36/UE (cd. direttiva CRD IV); il d. lgs. n. 72 del 2015 ha, infatti, espunto dall'art. 190 del TUF la potestà sanzionatoria della CONSOB con riferimento all'ipotesi di prestazione abusiva di servizi di investimento *ex art.* 18, comma 1 del TUF, ferma restando la competenza del giudice penale per il reato di abusivismo ai sensi dell'art. 166 del TUF e quella sanzionatoria di CONSOB per i casi in cui un soggetto abilitato travalichi il perimetro delle attività autorizzate. Tuttavia, anche tale assetto di competenze non manca di sollevare interrogativi: ovvero se ricorra una duplice competenza, del giudice penale e dell'Autorità di vigilanza, nel caso di soggetto abilitato che esorbita dal perimetro dell'attività autorizzata. La questione dovrebbe essere affrontata considerando anche la portata del recente intervento della C. Cost. n. 102/2016. Il Giudice delle leggi, infatti, pur avendo dichiarato inammissibile la specifica questione di legittimità sollevata con riguardo al c.d. doppio binario sanzionatorio CONSOB/giudice penale, ha tuttavia richiamato l'attenzione del legislatore sulla necessità di intervenire in tema di c.d. doppio binario.

### 3. *Margini di incertezza nell'allocazione delle competenze tra CONSOB e AGCM*

Fra tutela amministrativa del consumatore a norma del Cod. cons. e tutela amministrativa del risparmiatore a norma del TUF vi sono perciò punti di contatto e di sovrapposizione che non consentono di considerare le disposizioni TUF in conflitto con quelle del Cod. cons. in tema di PCS (perché più tutelanti) e, pertanto, speciali e prevalenti su queste a norma dell'art. 46 del Cod. cons. L'appropriata definizione dei rapporti fra tali discipline richiede un ragionamento sviluppato per tipologia di questioni da risolvere e di respiro più ampio.

Non si può escludere, per esempio, che talune pratiche sussumibili nei divieti del TUF siano astrattamente perseguibili anche come PCS. Non si può, però, concludere che in tali casi vi sia spazio per un intervento AGCM concorrente, oppure integrativo o suppletivo in caso di inerzia della CONSOB. I principi del *ne bis in idem* (come rivitalizzati dal sopra citato intervento del Giudice delle leggi), dell'efficienza dell'azione amministrativa, della certezza del diritto e il contrasto al *forum shopping* preclu-

dono tale conclusione. In tal senso, la considerazione della normativa del settore finanziario come speciale ed esaustiva può essere una soluzione.

Non si può escludere neppure che una condotta di offerta dell'intermediario consentita (ossia non vietata) dal TUF integri, per le caratteristiche dell'investimento offerto, del settore e del mercato una pratica commerciale scorretta. Non si può, però, solo per questo concludere che tale condotta possa essere amministrativamente perseguita come PCS. Possono, infatti, aversi condotte (per esempio una pubblicità omissiva) che sarebbero vietate dal Codice del consumo ma che, essendo conformi alle disposizioni del TUF, non possono essere valutate e sanzionate come PCS perché assoggettate a regolazione specifica e massimamente armonizzata a livello europeo. Si pensi alla pubblicità commerciale del collocamento. Potrebbero esserci, però, fattispecie non espressamente assoggettate ad una disciplina TUF. Certo può essere revocato in dubbio che, in generale, la tutela della libertà di scelta del consumatore, siccome declinata dal Codice del consumo nei confronti delle PCS, sia compatibile con la disciplina del mercato finanziario posta dal TUF e dalla regolazione secondaria relativamente alle fasi, agli attori e ai presidi del collocamento. La problematica, tuttavia, meriterebbe di essere affrontata caso per caso e non sul solo e assorbente presupposto della 'specialità' della normativa del settore finanziario. Proprio questo, peraltro, sembra il ragionamento alla base della recente pronuncia del Consiglio di Stato (C.d.S.) in A.P. n. 4 del 2016 che è tornata sul tema della applicabilità del Cod. cons. alle pratiche commerciali scorrette poste in essere nei settori regolati (nella fattispecie: TLC), per confermare la sussistenza delle competenze AGCM.

In tale prospettiva appare necessario riconsiderare le iniziali conclusioni e domandarsi se e quale impatto abbia, per i rapporti fra CONSOB e AGCM già contemplati dall'art. 21 della legge 262 del 2005, la riformulazione dell'art. 27 del Codice del consumo.

#### 4. *Ipotesi di cooperazione tra CONSOB e AGCM*

In effetti, con il recepimento della direttiva in esame, è stata confermata e rafforzata la scelta di implementazione delle norme in tema di PCS affidata, sin dal 2007, all'AGCM. Il decreto legislativo n. 21/2014 – che ha recepito la direttiva del 2011 – ha infatti attribuito la competenza ad

applicare la nuova disciplina in materia di contratti dei consumatori all'AGCM, ed ha anche, con il nuovo comma 1-*bis* dell'art. 27 del Cod. cons., espressamente riconosciuto a questa la competenza in materia di pratiche commerciali scorrette nei settori regolati. Ciò al fine di rimediare alla procedura di infrazione aperta nei confronti dello Stato italiano per la scorretta attuazione della Direttiva 2005/29/CE<sup>14</sup> ( siccome attestata anche dalla giurisprudenza<sup>15</sup>, prima del cambio di indirizzo operato da C.d.S., A.P. n. 4 del 2016).

Fuor di dubbio, la vicenda processuale (segnatamente le pronunce gemelle dell'Adunanza Plenaria del Consiglio di Stato del 2012) e il conseguente adeguamento normativo che ha innescato la procedura di infrazione, puntavano principalmente a fare chiarezza sul riparto di competenze tra ACGM e AGCOM<sup>16</sup>. Tuttavia, la norma è stata formulata in termi-

---

<sup>14</sup> Procedura di infrazione 2013/2169/Just del 18 ottobre 2013, ai sensi dell'art. 260 del Trattato FUE (già caso EU Pilot 4261/12/Just).

<sup>15</sup> V. Adunanza del Consiglio di Stato, sentenze nn. 11, 12, 13, 15, 16 del 2012; e l'art. 23, 12° *quinquiesdecies*, d.l. 6.7.2012, n. 95 convertito, con modificazioni, in l. 7.8.2012, n. 135. Tale disposizione ha positivamente sancito che la competenza ad accertare e sanzionare le pratiche commerciali scorrette è dell'AGCM, esclusi però quei casi in cui le medesime siano poste in essere in settori in cui esista una regolamentazione di derivazione comunitaria, con finalità di tutela del consumatore, affidata ad altra autorità munita di poteri inibitori e sanzionatori e limitatamente agli aspetti regolati. L'approccio del legislatore si è mostrato sin da subito non del tutto conforme alle condizioni imposte dall'ordinamento comunitario e, in particolare, alla soluzione interpretativa desumibile dall'art. 3, par. 4, della Direttiva 2005/29/CE: si è giunti, così, alla formale censura della Commissione europea con l'avvio della conseguente procedura di infrazione (*supra*, nt. 14). A giudizio della Commissione, infatti, la deroga alla disciplina generale, in quanto eccezionale, può trovare applicazione limitatamente agli «aspetti specifici» di una pratica commerciale presi in considerazione da singole disposizioni settoriali che posseggano lo status di legislazione comunitaria e contengano precetti incompatibili con le disposizioni generali contenute nella Direttiva 2005/29/CE. I rilievi mossi in questa sede sono derivati, dunque, da una diversa interpretazione del criterio di specialità che può trovare applicazione solo nel caso in cui vi sia radicale contrasto con le norme di settore. Per tale ragione, in ogni altro caso di sovrapposizione che non realizzi tale contrasto, deve venire in rilievo la disciplina consumeristica e le competenze dell'autorità preposta a implementarla (i.e., nel nostro ordinamento, l'AGCM).

<sup>16</sup> Non può però tacersi della scarsa efficacia della disposizione a tale scopo, considerato il contenzioso che ne è seguito e il giudizio che giunto all'Adunanza Plenaria del Consiglio

ni generali. Il nuovo coma dell'art. 27 del Cod. cons. è, dunque, parte integrante delle novità legislative recate dal recepimento della direttiva e assume, nell'ambito del ragionamento che si sta provando a sviluppare, specifica rilevanza.

Nella ricostruzione interpretativa che tiene conto della riformulazione dell'art. 27 del Codice del consumo vanno, però, esclusi taluni esiti impropri.

A mio parere la disposizione, allo stato, non può in nessun caso condurre ad affermare che l'offerta di servizi di investimento è stata assoggettata in blocco solo o anche alla disciplina in materia di PCS e alla vigilanza AGCM. Ciò posto, non dovrebbe solo per questo essere esclusa la possibilità di sottoscrizione di un protocollo di collaborazione fra AGCM e CONSOB a norma di essa. Non credo, infatti, si debba assumere che il protocollo di cui all'art. 27 del Cod. cons. abbia come premessa la generale applicazione della disciplina sulle PCS da parte dell'AGCM al settore, pur regolato e vigilato da un'autorità amministrativa diversa. Non è questa, però, l'unica possibile lettura della previsione. Altre letture sono possibili e preferibili anche alla luce delle indicazioni che si traggono dalla legge di delegazione e che inducono l'interprete del nuovo art. 27, nel ragionamento sui presupposti e le finalità del protocollo ivi citato, a porre l'accento non solo sul profilo dell'accentramento delle competenze sulle PCS in capo all'AGCM, quanto anche sul profilo più neutrale della leale cooperazione inter istituzionale fra autorità amministrative<sup>17</sup>.

---

di Stato a cui, con Ordinanza del 18 settembre 2015 della Sezione Sesta del Consiglio di Stato è stata rimessa la questione interpretativa posta dal nuovo art. 27 del Codice del consumo in punto di competenze AGCM di derivazione consumeristica nel settore vigilato dall'AGCOM, in considerazione, fra l'altro, del carattere eventualmente esaustivo e completo della disciplina settoriale di derivazione europea rispetto al comportamento specificamente sanzionato e ai poteri di cui è dotata l'AGCOM. Come già esposto, il C.d.S. ha poi confermato le competenze AGCM in contestazione.

<sup>17</sup> Si legge nella Relazione illustrativa allo schema di decreto legislativo che provvede a recepire la direttiva sui diritti dei consumatori che «*Il Governo è delegato ad adottare, secondo le procedure, i principi e i criteri direttivi di cui agli articoli 31 e 32 della legge 24 dicembre 2012, n. 234, i decreti legislativi per l'attuazione delle direttive elencate negli allegati A e B alla presente legge. Il riferimento all'art. 32 della legge 234/2012 consente l'introduzione, nella disciplina nazionale di trasposizione della direttiva, di una norma che regolamenti le competenze tra le diverse autorità amministrative coinvolte, nella misura in cui la lettera g)*

Questo approccio porta a ritenere che la specificità e tendenziale prevalenza della disciplina TUF (*enforcement* incluso) rispetto a quella consumeristica vada confermata anche alla luce del nuovo art. 27 del Cod. cons.; e che, tuttavia, la disposizione schiuda spazi utili per inverare il rapporto fra tali discipline entrambe dotate di presidi amministrativi in un modo più composito e articolato (più maturo, oserei dire) di quanto fino ad ora sia stato. Il nuovo art. 27 Cod. cons., in tal senso, può consentire di istituzionalizzare la collaborazione fra CONSOB e AGCM senza modificare i confini delle rispettive competenze, ma a partire da queste. Non essendoci ragione per ritenere che tale piena cooperazione trovi ostacolo di sorta nell'art. 4 del TUF che definisce il perimetro della cooperazione fra autorità finanziarie con riguardo soltanto alla CONSOB, alla Banca d'Italia, all'IVASS e alla COVIP.

Peraltro, la Commissione europea proprio nell'ambito della procedura di infrazione avviata nei confronti dell'Italia (vedi *supra*) ha annotato che, nonostante gli Stati membri conservino la facoltà di adottare e mantenere disposizioni più protettive/specifiche nel settore dei servizi finanziari, in questo campo la direttiva mantiene una funzione di 'rete di sicurezza', stabilendo il livello minimo di protezione e colmando le lacune delle norme UE o nazio-

---

*dell'articolo prevede espressamente che: «quando si verificano sovrapposizioni di competenze tra amministrazioni diverse o comunque siano coinvolte le competenze di più amministrazioni statali, i decreti legislativi individuano, attraverso le più opportune forme di coordinamento, rispettando i principi di sussidiarietà, differenziazione, adeguatezza e leale collaborazione e le competenze delle regioni e degli altri enti territoriali, le procedure per salvaguardare l'unitarietà dei processi decisionali, la trasparenza, la celerità, l'efficacia e l'economicità nell'azione amministrativa e la chiara individuazione dei soggetti responsabili». A margine, vale osservare che i considerando iniziali della direttiva auspicano lo svolgimento di un'attività volta a «semplificare e aggiornare le norme applicabili, rimuovere le incoerenze e colmare le lacune indesiderate nella normativa» e, ancora, a «eliminare gli ostacoli derivanti dalla frammentazione delle norme» e, pertanto, appaiono propendere per una maggiore chiarezza in tema di competenze tra diversi organismi amministrativi. La questione da cui origina la procedura di infrazione è risolta riconoscendo l'intangibilità del potere di regolazione spettante alle singole Autorità di settore e, nel contempo, la generale competenza dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ad applicare il Codice del Consumo, acquisendo però i pareri delle Autorità di settore e senza poter considerare scorretta una pratica conforme alla regolazione. Le violazioni della regolazione che non comportano pratiche commerciali scorrette restano di competenza dell'Autorità di settore».*

nali più specifiche e di settore. Pertanto, a giudizio della Commissione «*non è possibile escludere a priori l'applicazione della direttiva sulle pratiche commerciali sleali nel settore dei servizi finanziari (comprese le assicurazioni)*».

Sembra esservi dunque spazio per scenari futuri di più intensa cooperazione CONSOB-AGCM nella tutela dei risparmiatori/consumatori. E a tale scopo uffici CONSOB e uffici AGCM sono già in contatto per valutare l'attivazione di un protocollo attuativo dell'art. 27 del Cod. cons. che, pur nella distinzione dei rispettivi ruoli e delle rispettive competenze, consenta alle due Autorità lo scambio di informazioni su temi ed esposti di comune interesse e, in presenza di fattispecie dubbie o 'di confine' o trasversali, di meglio cooperare secondo canoni di complementarietà, potenziamento e perimetrazione dei rispettivi interventi.

Nell'ambito di questa attività CONSOB sta portando avanti una verifica puntuale degli ambiti di competenza, attraverso una prima mappatura delle intersezioni di normativa che prende in considerazione Codice del consumo, Direttive di settore, Comunicazioni ESMA, TUF e Regolamenti. Una ulteriore attività ricognitiva verte sui provvedimenti adottati dall'AGCM nei confronti di operatori del settore bancario e finanziario onde rilevare i concreti allineamenti o scostamenti di approccio generale.

In seno a tali riscontri, a mio parere, alcune fattispecie paiono più di altre meritevoli di ulteriori approfondimenti nella prospettiva di una maggiore cooperazione fra CONSOB e AGCM:

a) il caso in cui la condotta di offerta di servizi di investimento sia stata abbinata, in modo aggressivo o ingannevole, all'offerta di altri servizi (di credito o finanziamento, ma non solo);

b) il caso in cui la condotta è legittima, ossia conforme alla normativa di settore TUF, ma per le circostanze di fatto che la contraddistinguono, suscettibile di integrare una PCS, per esempio, in ragione della struttura del mercato interessato o di altre dinamiche (o asimmetrie) esogene<sup>18</sup>.

L'analisi in corso potrebbe aprire spazi per dedurre nel Protocollo di collaborazione CONSOB/AGCM attività quali scambio di informazioni

---

<sup>18</sup> Per simili evenienze il Protocollo Banca d'Italia-AGCM, siglato il 14.10.14, stabilisce all'art. 3, comma 3 che «*In base a quanto previsto nell'articolo 27, comma 1-bis, del decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206, il rispetto della regolazione vigente da parte del professionista esclude, limitatamente a tale profilo, la configurabilità di una condotta contraria alla diligenza professionale*».

e trasmissione di segnalazioni per interventi integrativi o suppletivi; istituzione di tavoli e gruppi di studio; iniziative di educazione e prevenzione. Specifiche sinergie potrebbero trarsi dalla cooperazione anche nella individuazione delle criticità di settore e nella attivazione di iniziative coordinate di prevenzione ed educazione<sup>19</sup>. Sullo sfondo della questione aleggiano, peraltro, altre tematiche: quelle impattate dalla questione della compatibilità con il diritto europeo del doppio binario amministrativo e giudiziario/amministrativo siccome da ultimo rilevate dalla Corte Costituzionale nella decisione sopra citata. Si pensi al caso di una pratica commerciale scorretta, per esempio aggressiva posta in essere nel settore finanziario e che possa in astratto qualificarsi illecito plurioffensivo, suscettibile di essere perseguito e sanzionato amministrativamente a doppio titolo; oppure al caso in cui la condotta non sia perseguibile dalla CONSOB come violazione TUF, ma dal giudice come reato, eppure integri anche una PCS ingannevole o aggressiva (ad esempio, perché un soggetto opera scorrettamente nel settore dei servizi di investimento senza essere autorizzato e vigilato da CONSOB). Questioni di competenza riferite a simili casi e inerenti tali tematiche, in mancanza di intervento del legislatore, dovranno essere affrontate sulla base di un apprezzamento del caso per caso e in chiave di leale cooperazione fra le autorità coinvolte.

\* \* \*

Quando questo scritto era già in bozze è intervenuta l'Ordinanza n. 167/2017 del Consiglio di Stato (Sezione sesta), adottata in seguito alla sentenza dell'Adunanza Plenaria n. 4/2016 sopra citata. Tale Ordinanza può precludere ad ulteriori sviluppi ricostruttivi riguardo i rapporti fra regolazione settoriale e disposizioni in materia di pratiche commerciali scorrette.

---

<sup>19</sup> Sul versante della cooperazione inter istituzionale, CONSOB nella prevenzione è già impegnata a condividere e portare avanti in proprio, con le altre Autorità di vigilanza settoriale individuate dall'art. 4 del TUF, e con altri soggetti pubblici e privati, iniziative unitarie in tema di educazione finanziaria intesa come mezzo per: (i) innalzare i livelli di protezione degli individui, (ii) promuoverne la fiducia nei mercati finanziari e (iii) stimolare nei risparmiatori una più attenta e consapevole attività di pianificazione finanziaria e appropriato investimento del risparmio.

In particolare, il giudice amministrativo, con l'Ordinanza, ha ritenuto di dover rimettere alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea un primo gruppo di “*quesiti pregiudiziali ... di compatibilità del diritto 'vivente' nazionale, quale risultante dalla sentenza dell'Adunanza plenaria n. 4/2016, con l'ordinamento euro-unitario*”. I quesiti riguardano la qualificazione di pratica commerciale aggressiva con riferimento alla specifica condotta di una società di telecomunicazioni sanzionata dall'AGCM.

Inoltre, per quanto riguarda, la questione dell'individuazione dell'Autorità competente, il Consiglio di Stato ha formulato alla Corte un secondo gruppo di “*quesiti pregiudiziali ... di compatibilità con l'ordinamento euro-unitario [dell'] art. 27, comma 1-bis, Codice del consumo, anche alla luce dell'interpretazione al riguardo fornita dall'Adunanza plenaria con la sentenza n. 4/2016*”. Si tratta, segnatamente, di questioni che attengono alla declinazione del principio di specialità e della nozione di contrasto di cui all'art. 3, paragrafo 4 della Direttiva 2005/29/CE.