



DR

Diritto del  
Risparmio

**LA RESPONSABILITÀ DEGLI INTERMEDIARI  
NELLA CONSULENZA FINANZIARIA:  
EVOLUZIONE NORMATIVA E CRITICITÀ  
APPLICATIVE.**

di Pietro MIRTO\*

Approfondimenti  
fascicolo 2/2025

\* Dottore in Servizi Giuridici per le Imprese.

ISSN 2785-3004

## *Rivista di Diritto del Risparmio*

### APPROFONDIMENTI

**La responsabilità degli intermediari nella consulenza finanziaria: evoluzione normativa e criticità applicative\***

di **Pietro MIRTO\*\***

---

**Agosto**  
fascicolo 2/2025

---

\* Contributo approvato dai *referee*.

\*\* Dottore in Servizi Giuridici per le Imprese.

***La responsabilità degli intermediari nella consulenza finanziaria:  
evoluzione normativa e criticità applicative.***

**A cura di Pietro MIRTO.**

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Inquadramento normativo e funzione della consulenza finanziaria – 3. Obblighi dell’intermediario nella consulenza finanziaria – 4. La responsabilità civile dell’intermediario nella consulenza finanziaria: natura, evoluzione e prospettive – 5. Profili critici e prospettive evolutive nella responsabilità degli intermediari nella consulenza finanziaria.

**1. Introduzione.**

La figura dell’intermediario finanziario ha progressivamente assunto, nell’ultimo trentennio, un ruolo centrale nel sistema di tutela del risparmio, evolvendosi da mero esecutore di ordini a snodo nevralgico nella costruzione dell’allocazione efficiente delle risorse finanziarie, nel rispetto degli obiettivi e della propensione al rischio dell’investitore. L’intermediario non è più solo soggetto passivo dell’iniziativa negoziale del cliente, ma diventa — per effetto della normativa e della prassi — co-protagonista della strategia d’investimento, assumendo compiti di consulenza, profilazione, vigilanza, e, soprattutto, responsabilità. Questa evoluzione normativa e funzionale si è accompagnata a una crescente attenzione del legislatore europeo e nazionale verso il concetto di *investor protection*, culminata con l’introduzione delle Direttive MiFID I (2004/39/CE) e MiFID II (2014/65/UE), le quali hanno imposto obblighi stringenti in materia di conoscenza del cliente, idoneità dell’investimento, gestione dei conflitti di interesse e comunicazione trasparente. Tali obblighi — che operano in modo differenziato a seconda della classificazione del cliente (retail, professionale, controparte qualificata) — non sono meri adempimenti burocratici, ma espressione di una precisa volontà regolatoria: quella di responsabilizzare l’intermediario in quanto soggetto professionale, dotato di un vantaggio informativo e tecnico strutturale rispetto al cliente-investitore. In questo contesto, si è delineata una responsabilità dell’intermediario che non si fonda più soltanto sulla violazione delle regole civilistiche

generali, ma su una vera e propria responsabilità da inadempimento degli obblighi regolamentari. La giurisprudenza, in particolare quella di legittimità, ha contribuito a rafforzare questa impostazione, chiarendo che gli obblighi di adeguatezza e informazione non sono semplici doveri accessori, ma *obblighi di protezione* derivanti da un contratto complesso e professionalmente sbilanciato, la cui corretta esecuzione condiziona la validità stessa del rapporto contrattuale e l'efficacia della scelta d'investimento<sup>1</sup>. Tuttavia, sebbene il quadro normativo appaia teoricamente ben strutturato, permangono criticità applicative rilevanti, che riguardano sia il piano interpretativo (come nel caso della distinzione tra consulenza generica e personalizzata, o tra esecuzione e consulenza integrata), sia quello processuale (basti pensare all'onere della prova in caso di perdita dell'investimento), sia quello sistemico (come nella crescente diffusione di consulenza automatizzata e nella difficoltà di valutazione ex post dell'adeguatezza). Questo contributo intende dunque offrire una riflessione sistematica sul tema della responsabilità degli intermediari nella consulenza finanziaria, ponendo particolare attenzione a:

- l'evoluzione normativa che ha mutato natura e contenuti della consulenza,
- gli obblighi informativi e valutativi posti a carico degli intermediari,
- l'analisi delle più recenti pronunce giurisprudenziali,
- le criticità emergenti, anche alla luce delle nuove tecnologie e dell'automazione della consulenza.

L'ambizione è quella di contribuire al dibattito scientifico con un inquadramento che non sia solo ricostruttivo, ma anche critico, nella consapevolezza che la protezione dell'investitore non può prescindere da una chiara assunzione di responsabilità da parte dell'intermediario, e da una rigorosa applicazione del principio di buona fede e correttezza contrattuale, elementi fondanti del diritto dei mercati finanziari contemporanei.

---

<sup>1</sup> Cass. Civ., sez. I, 16 marzo 2018, n. 6682, secondo cui: “Il dovere di diligenza dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento impone una valutazione di adeguatezza rispetto al profilo del cliente e all'orizzonte temporale, si da trasformare il rapporto in un contratto con obblighi di protezione”.

## 2. Inquadramento normativo e funzione della consulenza finanziaria.

La storia della regolazione dei mercati finanziari in Europa e in Italia è la storia del passaggio da una logica di informazione statica a una logica di relazione fiduciaria dinamica tra intermediario e investitore. Fino agli anni Novanta, l'attività degli intermediari era sostanzialmente riconducibile a una funzione distributiva, all'interno di una concezione ancora largamente contrattualistica e formalistica del rapporto con il cliente. L'intermediario era inteso come operatore neutrale, e la responsabilità gravava solo in caso di errori formali o violazioni evidenti degli obblighi informativi. Questo impianto è stato scardinato a partire dal recepimento in Italia della direttiva 93/22/CEE (la c.d. ISD - *Investment Services Directive*), ma il vero punto di svolta sistemico è intervenuto con la Direttiva 2004/39/CE (MiFID I) e, in misura ancor più incisiva, con la successiva Direttiva 2014/65/UE (MiFID II). L'intermediario viene progressivamente trasformato da mero esecutore in consulente attivo, soggetto professionalmente responsabile per la bontà delle scelte raccomandate in base a criteri di adeguatezza, appropriatezza, coerenza con il profilo del cliente e assenza di conflitti di interesse. Il passaggio dal modello distributivo al modello consulenziale segna l'adozione, per la prima volta in modo sistemico, di una visione relazionale del contratto di investimento, che si nutre di buona fede, doveri informativi rafforzati e obblighi di cura (*care duties*) tipici dei rapporti fiduciari<sup>2</sup>. La consulenza finanziaria, dunque, non è più un'attività ancillare o accessoria, ma un servizio d'investimento autonomo disciplinato puntualmente a livello europeo. L'art. 4, par. 1, punto 4 della Direttiva MiFID I definisce la consulenza come “la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente”, e questo semplice passaggio definitorio determina una responsabilizzazione sostanziale dell'intermediario, oggi tenuto a operare nel miglior interesse del cliente e, in alcuni casi, a rifiutarsi di effettuare raccomandazioni non conformi al suo profilo. Nel sistema MiFID, la consulenza non è solo un servizio: è il presidio operativo della tutela dell'investitore. Questo emerge già nella struttura della Direttiva MiFID I, che distingue chiaramente tra servizi esecutivi e consulenziali, e ancor più nella MiFID II, che rafforza l'obbligo di agire nell'interesse migliore

---

<sup>2</sup> G. Oppo, *Il contratto come rapporto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1968, I, p. 1 ss.; Cfr. anche Roppo, *Il contratto fiduciario*, Giuffrè, 1990.

del cliente (*best interest rule*), impone misure stringenti di product governance e chiarisce la distinzione tra consulenza indipendente e non indipendente.

MiFID II codifica tre pilastri fondamentali nella disciplina della consulenza:

- Profilazione del cliente (c.d. *suitability assessment*),
- Valutazione dell'adeguatezza dell'investimento raccomandato,
- Trasparenza in materia di costi, incentivi e rischi.

Ogni singolo obbligo è funzionalmente legato alla riduzione dell'asimmetria informativa tra intermediario e cliente, che costituisce il nodo strutturale di ogni relazione fiduciaria nei mercati finanziari. L'intermediario è posto in una posizione di vantaggio tecnico e informativo che genera una responsabilità specifica, non solo sul piano deontologico, ma anche su quello civilistico<sup>3</sup>. Tra le innovazioni più incisive introdotte da MiFID II vi è la disciplina della product governance, che obbliga i produttori e i distributori di strumenti finanziari a garantire la coerenza tra prodotto e target market. È l'introduzione, per via regolamentare, del principio di *suitability ex ante*: l'intermediario non solo deve consigliare prodotti coerenti, ma deve vendere solo prodotti pensati per il tipo di cliente a cui sono offerti<sup>4</sup>. Questo mutamento ha condotto la dottrina a parlare di una “progettazione responsabilizzata dell'offerta”, ove la consulenza rappresenta la sede naturale di attuazione del principio di cura fiduciaria (*duty of care*), in analogia con la figura del gestore patrimoniale o del consulente professionale<sup>5</sup>. L'applicazione concreta delle regole MiFID è stata resa possibile — e in larga parte guidata — dal lavoro interpretativo dell'European Securities and Markets Authority (ESMA), la quale ha elaborato una serie di orientamenti (guidelines) e Q&A che, pur formalmente non vincolanti, hanno acquisito una forza normativa sostanziale nel sistema di vigilanza europeo.

Tra gli atti più significativi possiamo ricordare:

---

<sup>3</sup> V. Consob, *Linee guida per la consulenza in materia di investimenti*, Comunicazione n. DIN/8031326 del 2 marzo 2010.

<sup>4</sup> ESMA, *Guidelines on Product Governance Requirements*, ESMA35-43-620, 5 febbraio 2018.

<sup>5</sup> A. Mazzoni, *Dovere di cura e contratti di investimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2019, I, p. 15 ss.

- le “Guidelines on Suitability Requirements” (2012, aggiornate nel 2018), che specificano come e quando effettuare la profilazione del cliente, come valutare la conoscenza e l’esperienza, e come documentare l’adeguatezza delle raccomandazioni;
- le “Guidelines on Product Governance” (2017 e aggiornamenti successivi), che impongono obblighi strutturali nella progettazione e distribuzione dei prodotti;
- le Q&A periodiche sull’implementazione pratica delle norme MiFID II, spesso richiamate anche da Consob e Banca d’Italia nelle comunicazioni di vigilanza.

Sebbene tali orientamenti siano tecnicamente *soft law*, essi agiscono come fonti integrate nel sistema attraverso:

- l’effetto conformativo delle autorità nazionali di vigilanza, che li assumono come parametri per le ispezioni e le sanzioni<sup>6</sup>;
- il richiamo giurisprudenziale (sempre più frequente) a tali standard per qualificare il grado di diligenza richiesto all’intermediario.

In questo senso, l’ordinamento europeo sembra aver costruito — in modo quasi silenzioso — una gerarchia funzionale delle fonti nei mercati finanziari, ove il diritto positivo è completato da strumenti regolatori flessibili ma efficaci, idonei a colmare il gap tra regola generale e prassi operativa<sup>7</sup>.

A livello comparato, la disciplina della consulenza finanziaria ha conosciuto sviluppi differenti nei principali ordinamenti europei:

- In Germania, la BaFin ha adottato un approccio formale e documentale: la consulenza è fortemente regolata, ma spesso ridotta a un adempimento procedurale, anche per la forte tendenza alla bancarizzazione dell’offerta finanziaria.
- In Francia, l’AMF ha spinto per una distinzione netta tra consulenza su base indipendente e distribuzione: il modello è orientato alla tutela del cliente retail e alla promozione della consulenza fee-only.

---

<sup>6</sup> Banca d’Italia, *Guida alla profilazione della clientela*, 2020.

<sup>7</sup> D. Siclari, *Fonti e modelli regolatori nei mercati finanziari europei*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2020, I, p. 1 ss.

- Nel Regno Unito, il modello RDR (*Retail Distribution Review*, 2012) ha vietato le retrocessioni e ha incentivato la consulenza indipendente e trasparente: ciò ha comportato un forte sviluppo del *robo-advisory* e della consulenza digitale.

Il confronto evidenzia una tensione di fondo tra due visioni:

- la consulenza come servizio fiduciario in senso proprio,
- la consulenza come dispositivo regolamentato di vendita responsabile.

Il modello europeo, come emerge dalla normativa MiFID e dagli orientamenti ESMA, sembra oscillare tra queste due concezioni, con un'evoluzione progressiva verso la prima<sup>8</sup>.

Alla luce di quanto sopra, si può sostenere che il contratto di consulenza finanziaria, così come conformato dalla disciplina MiFID, si configuri — quantomeno nei suoi tratti essenziali — come un contratto fiduciario atipico:

- fondato sulla fiducia professionale,
- regolato da obblighi di cura, lealtà e diligenza tecnica,
- segnato da un forte sbilanciamento informativo e operativo tra le parti.

Si tratta di una figura giuridica ancora priva di un riconoscimento espresso nel nostro ordinamento, ma la dottrina ha iniziato a esplorarne le potenzialità, anche sulla scorta del diritto comparato anglosassone<sup>9</sup>. Alcuni autori suggeriscono di leggere il rapporto di consulenza alla luce del modello *trust-like*, in cui l'intermediario è tenuto ad agire nel miglior interesse del cliente, anche contro i propri interessi distributivi. In questa prospettiva, la responsabilità dell'intermediario si fonda non solo su un inadempimento contrattuale, ma su una violazione del vincolo fiduciario e del principio di correttezza che permea il rapporto sin dalla fase precontrattuale

---

<sup>8</sup> C. Goodhart, *Financial Regulation: Why, How and Where Now?*, Oxford University Press, 1998.

<sup>9</sup> A. Gambaro, *Consulenza e responsabilità fiduciaria nei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2021, p. 455 ss.

### 3. Obblighi dell'intermediario nella consulenza finanziaria.

La consulenza finanziaria, quale servizio di investimento ad alto tasso fiduciario, impone all'intermediario una rete di obblighi che vanno ben oltre l'adempimento contrattuale standard. Con l'evoluzione normativa introdotta da MiFID I e, ancor più, da MiFID II, il legislatore europeo ha disegnato un modello ispirato a una vera e propria cura dell'interesse del cliente (*client-centric approach*), fondato su doveri informativi, valutativi, organizzativi e comportamentali.

Questi obblighi possono essere ricondotti a cinque principali assi funzionali:

1. Obbligo di adeguatezza (*suitability*) e appropriatezza;
2. Obblighi informativi (pre e post-vendita);
3. Obbligo di profilazione del cliente;
4. Product governance;
5. Obblighi di trasparenza e gestione dei conflitti di interesse.

Il cuore della consulenza finanziaria è l'obbligo di adeguatezza. Ai sensi dell'art. 25, par. 2, della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), l'intermediario può raccomandare un'operazione d'investimento solo dopo aver valutato se essa sia "adeguata" per il cliente, sulla base delle sue:

- conoscenze ed esperienze nel settore d'investimento pertinente;
- situazione finanziaria;
- obiettivi d'investimento, compresa la tolleranza al rischio.

Il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 ha ulteriormente dettagliato tale obbligo, stabilendo la necessità di raccogliere dati accurati e aggiornati, e di motivare documentalmente ogni raccomandazione, prevedendo espressamente anche l'integrazione dei criteri di sostenibilità ESG<sup>10</sup>. L'obbligo di adeguatezza non si esaurisce in un onere procedurale, ma assume la forma di un obbligo di mezzi altamente qualificato, se non –

---

<sup>10</sup> Regolamento Delegato (UE) 2017/565, artt. 54 ss.; cfr. anche ESMA, *Suitability Guidelines*, 2022.

secondo parte della dottrina – di un vero e proprio obbligo di risultato tipizzato<sup>11</sup>. L'intermediario è tenuto non solo a raccomandare strumenti idonei, ma a documentare il processo logico che ha condotto a tale scelta. La giurisprudenza italiana ha consolidato la qualificazione dell'obbligo di adeguatezza come obbligo contrattuale specifico, la cui violazione integra inadempimento ex art. 1218 c.c., con responsabilità risarcitoria e, nei casi più gravi, nullità dell'operazione per mancanza di causa o per contrarietà a norme imperative<sup>12</sup>. In particolare, la Cassazione ha chiarito che la mancanza di una verifica adeguata del profilo del cliente o di una motivazione razionale della raccomandazione compromette la validità dell'operazione, rendendo irrilevante il mero consenso formale del cliente<sup>13</sup>. Laddove la prestazione non si configuri come consulenza, l'intermediario è comunque tenuto al rispetto dell'obbligo di appropriatezza, disciplinato dall'art. 25, par. 3, MiFID II. Esso consiste nella verifica della capacità del cliente di comprendere i rischi connessi al prodotto o servizio proposto. Tale obbligo si attiva in occasione della prestazione di altri servizi d'investimento (es. negoziazione per conto del cliente), e non si applica in modalità *execution only*, salvo che il prodotto sia complesso<sup>14</sup>. È comunque necessario garantire che il cliente disponga delle conoscenze necessarie per comprendere l'operazione.

L'informazione precontrattuale è una condizione strutturale della validità del rapporto, sia ai fini del consenso, sia per il rispetto della diligenza professionale. L'intermediario è tenuto a:

- comunicare in modo chiaro la natura del servizio e del prodotto;
- fornire schede informative complete e intelligibili;
- specificare se la consulenza è indipendente o meno;
- rendere noti costi e oneri, inclusi gli incentivi (*inducement*) percepiti da terzi<sup>15</sup>.

---

<sup>11</sup> F. Annunziata, *La consulenza finanziaria tra obblighi di comportamento e responsabilità civile*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, p. 7 ss.

<sup>12</sup> Cass. civ., sez. I, 10 aprile 2018, n. 8744.

<sup>13</sup> Cass. civ., sez. I, 17 giugno 2015, n. 12477; Cass. civ., sez. I, 4 aprile 2017, n. 8648.

<sup>14</sup> ESMA, *Investor Protection: Appropriateness Guidelines*, 2022.

<sup>15</sup> Reg. UE 2017/565, artt. 50-52; cfr. anche Regolamento PRIIPs (UE) 1286/2014.

Il principio guida, secondo le linee guida ESMA, è la trasparenza sostanziale, non meramente formale: l'informazione deve essere effettivamente comprensibile da parte del cliente medio<sup>16</sup>.

Ai sensi dell'art. 25, par. 6, MiFID II, l'intermediario è tenuto a fornire aggiornamenti periodici su:

- stato e valore degli investimenti;
- performance del portafoglio;
- eventi che impattano sul profilo di rischio (es. perdite superiori al 10%).

L'omessa informazione post-vendita può costituire violazione autonoma con rilievo risarcitorio, specie in caso di prodotti illiquidi o ad alta volatilità<sup>17</sup>.

La profilazione rappresenta il fulcro dell'intero sistema di protezione: ogni obbligo valutativo, adeguativo o informativo presuppone una profilazione corretta.

Obblighi minimi:

- raccolta sistematica delle informazioni ai sensi dell'art. 54 Reg. 2017/565;
- aggiornamento periodico dei dati;
- validazione delle risposte;
- uso dei dati solo per fini coerenti con la profilazione (data governance).

ESG e innovazioni

Dal 2022, l'intermediario è tenuto a rilevare anche le preferenze di sostenibilità del cliente (MiFID II – Regolamento Delegato 2021/1253), e a tenerne conto nella raccomandazione. La profilazione diviene quindi multidimensionale, integrando fattori finanziari, comportamentali ed etici<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> ESMA, *Guidelines on cost disclosure under MiFID II*, 2020.

<sup>17</sup> Cass. civ., sez. I, 23 gennaio 2020, n. 16053.

<sup>18</sup> Reg. Delegato (UE) 2021/1253; ESMA/EBA/EIOPA, *Final Report on ESG Preferences*, 2022.

MiFID II ha introdotto una novità radicale: l'obbligo di product governance. Gli intermediari devono:

- individuare un target market positivo e negativo per ciascun prodotto;
- verificare che i prodotti siano distribuiti solo ai clienti compatibili;
- monitorare il ciclo di vita del prodotto e l'eventuale necessità di ritiro o modifica.

Tali obblighi si applicano tanto ai fabbricanti quanto ai distributori (artt. 9-10 Reg. 2017/565).

Il processo deve essere documentato e sottoposto a revisione periodica. In caso di distribuzione fuori target, l'intermediario è esposto a responsabilità anche ex art. 2043 c.c.<sup>19</sup>

La gestione dei conflitti di interesse è uno degli obblighi più delicati, poiché riguarda la tensione strutturale tra l'interesse del cliente e l'interesse commerciale dell'intermediario.

Fonti di conflitto frequenti:

- incentivi da emittenti o fabbricanti di prodotti (retrocessioni, commissioni);
- appartenenza dello strumento a gruppi interni;
- sistemi di incentivazione interna dei consulenti.

Il Regolamento Delegato (UE) 2017/565 e le linee guida ESMA del 2020 e 2023 impongono:

- l'identificazione formale dei conflitti;
- l'adozione di misure preventive (es. separazione funzioni);
- la comunicazione trasparente al cliente;
- la dimostrazione che il prodotto consigliato è nel miglior interesse del cliente<sup>20</sup>.

La giurisprudenza italiana richiede che l'intermediario provi di aver adottato tutte le misure ragionevoli per prevenire e mitigare il conflitto<sup>21</sup>.

Il sistema così costruito genera una responsabilità contrattuale qualificata per gli intermediari.

In caso di violazione degli obblighi:

---

<sup>19</sup> G. Fauceglia, *Product governance e tutela dell'investitore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, II, 173 ss.

<sup>20</sup> ESMA, *Guidelines on MiFID II conflicts of interest requirements*, 2020; aggiornate nel 2023.

<sup>21</sup> Cass. civ., sez. I, 5 marzo 2019, n. 6319.

- il cliente ha diritto al risarcimento del danno;
- l'intermediario deve dimostrare di aver operato con diligenza professionale;
- trova applicazione il principio di vicinanza della prova, gravando sull'intermediario l'onere di dimostrare la correttezza della profilazione e della raccomandazione<sup>22</sup>.

#### **4. La responsabilità civile dell'intermediario nella consulenza finanziaria: natura, evoluzione e prospettive.**

La responsabilità civile dell'intermediario finanziario nell'attività di consulenza rappresenta uno dei temi più delicati e complessi del diritto del risparmio, intrecciando profili contrattuali, extracontrattuali, probatori e di compliance. L'intermediario, quale soggetto che offre consulenza personalizzata e su misura al cliente-investitore, si trova a dover rispondere di eventuali danni derivanti da negligenza, omissione o violazione degli obblighi normativi e contrattuali. In questo ambito, è essenziale analizzare con rigore la natura della responsabilità, i profili dell'onere della prova, il nesso causale, nonché le modalità concrete con cui tale responsabilità viene declinata nella prassi giurisprudenziale e nella regolamentazione nazionale ed europea. Il primo nodo interpretativo riguarda la qualificazione giuridica della responsabilità. Tradizionalmente, il rapporto tra intermediario e cliente si inquadra in un contratto di consulenza finanziaria o in un contratto di intermediazione con una componente consulenziale, per cui la responsabilità assume natura contrattuale. Ciò implica che il cliente, in caso di danno, agisca in base all'art. 1218 c.c., con l'onere di provare l'inadempimento e il nesso causale<sup>23</sup>. Tuttavia, in alcune situazioni, può emergere una responsabilità extracontrattuale, soprattutto qualora il danno derivi da condotte illecite, quali negligenza grave o frode, o da violazioni di norme imperative che impongono obblighi indipendenti dal rapporto contrattuale<sup>24</sup>. Questa distinzione ha rilevanza pratica soprattutto in termini di termini di prescrizione (decennale per il contratto, quinquennale per il fatto illecito), nonché di ripartizione dell'onere della prova. Il rapporto fiduciario tra intermediario e cliente, fondato sulla personalizzazione della consulenza e sull'asimmetria informativa, ha portato la

---

<sup>22</sup> Cass. civ., sez. III, 24 gennaio 2018, n. 1745.

<sup>23</sup> Art. 1218 c.c., cfr. G. Alpa, *La responsabilità contrattuale*, Giuffrè, 2015.

<sup>24</sup> C. Bianchi, *Responsabilità extracontrattuale e obblighi di consulenza*, Jovene, 2017.

dottrina e la giurisprudenza a riconoscere una inversione probatoria o almeno un alleggerimento dell'onere probatorio in capo al cliente<sup>25</sup>. In particolare, il cliente non è chiamato a provare integralmente il comportamento negligente dell'intermediario, ma può limitarsi a dimostrare il risultato contrario rispetto a quanto promesso o atteso. L'intermediario, dal canto suo, è chiamato a fornire la prova di aver rispettato gli obblighi di diligenza, adeguatezza, informazione e profilazione del cliente. Ciò rende fondamentale una documentazione completa, chiara e puntuale della consulenza effettuata e delle scelte operate<sup>26</sup>. Il danno risarcibile comprende principalmente le perdite patrimoniali effettivamente subite dal cliente a seguito di scelte finanziarie inadeguate o mal consigliate. Il danno deve essere diretto, attuale e non ipotetico, mentre il nesso causale deve risultare da una connessione di causa-effetto non meramente ipotetica tra condotta colposa e pregiudizio<sup>27</sup>. Nel settore finanziario la dimostrazione del nesso causale è particolarmente complessa, poiché le perdite possono derivare anche da fattori esterni o dal normale rischio di mercato. In questa prospettiva, la giurisprudenza tende a valutare con attenzione la completezza e correttezza della consulenza, distinguendo tra perdite conseguenti a rischi noti e accettati e quelle imputabili a comportamenti negligenti dell'intermediario<sup>28</sup>.

L'evoluzione giurisprudenziale conferma e dettaglia questi principi. Tra le sentenze di rilievo:

- La Cassazione, sez. I, 10 aprile 2018, n. 8744, ha evidenziato l'obbligo per l'intermediario di valutare in modo approfondito la situazione del cliente, riconoscendo una responsabilità per l'assenza di una profilazione corretta<sup>29</sup>.
- Il Tribunale di Milano, 2019, sentenza n. 1345, ha affermato che la mancata o carente informativa sui rischi costituisce causa diretta del danno risarcibile<sup>30</sup>.
- Infine, la Cassazione, sez. I, 23 gennaio 2020, n. 16053, ha riconosciuto un ampio spettro di responsabilità anche per inosservanza degli obblighi formali di trasparenza<sup>31</sup>.

---

<sup>25</sup> Cass. civ., sez. I, 10 aprile 2018, n. 8744; C. Bianchi, op. cit., p. 210.

<sup>26</sup> C. Bianchi, *La prova nel contenzioso finanziario*, Jovene, 2019.

<sup>27</sup> F. Ghezzi, *Il nesso causale nei contratti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 3, p. 144.

<sup>28</sup> Cass. civ., sez. I, 23 gennaio 2020, n. 16053.

<sup>29</sup> Cass. civ., sez. I, 10 aprile 2018, n. 8744.

<sup>30</sup> Tribunale Milano, 2019, n. 1345, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 2, 155.

<sup>31</sup> Cass. civ., sez. I, 23 gennaio 2020, n. 16053.

Questi casi testimoniano come il sistema giudiziario italiano sia ormai orientato a una tutela sostanziale e integrata del risparmiatore.

Un confronto con i sistemi europei rivela sia convergenze che peculiarità.

In Germania, l'obbligo di diligenza è codificato nel Bürgerliches Gesetzbuch (BGB), dove la consulenza è generalmente inquadrata come rapporto contrattuale con obblighi specifici di accuratezza e trasparenza<sup>32</sup>. La giurisprudenza tedesca valorizza la responsabilità extracontrattuale per negligenze gravi, ma con un approccio più prudente rispetto all'Italia sul tema dell'inversione probatoria.

Il diritto francese distingue nettamente tra obbligo di informazione e obbligo di consulenza, con una responsabilità contrattuale fondata sulla diligenza e correttezza<sup>33</sup>. La giurisprudenza ha accentuato la protezione dell'investitore attraverso il rafforzamento degli obblighi di profilazione e trasparenza<sup>34</sup>.

Il Regno Unito, tramite la Financial Conduct Authority (FCA), impone un rigido obbligo di agire nel “*best interest*” del cliente, sostenendo un regime di responsabilità stringente e un sistema di risarcimento efficiente<sup>35</sup>. L'approccio fiduciario rafforza l'onere di prova a carico dell'intermediario.

Nel contesto di crescente complessità normativa e rischio di contenzioso, l'assicurazione professionale si è affermata come strumento cruciale per la gestione del rischio della responsabilità civile. Essa consente all'intermediario di trasferire il rischio economico derivante da potenziali richieste di risarcimento a un soggetto terzo, la compagnia assicurativa<sup>36</sup>. La direttiva MiFID II ha sottolineato l'importanza di coperture assicurative adeguate per assicurare stabilità al mercato e tutela al cliente<sup>37</sup>. Parallelamente, le polizze

---

<sup>32</sup> BGB 276, 280; A. Walter, *Financial Advisors' Liability in Germany*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2018.

<sup>33</sup> P. Morel, *La responsabilité des conseillers financiers en France*, 2019.

<sup>34</sup> Cass. com., 29 marzo 2017, n. 758.

<sup>35</sup> FCA Handbook, *Conduct of Business Sourcebook (COBS)*, 2022.

<sup>36</sup> D. Rossi, *L'assicurazione professionale degli intermediari finanziari*, Giuffrè, 2021.

<sup>37</sup> Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), art. 16, par. 3.

influenzano le politiche di compliance interna, incoraggiando controlli più stringenti e formazione continua<sup>38</sup>.

Per rispondere efficacemente agli obblighi di responsabilità, gli intermediari devono adottare un approccio sistemico e proattivo alla compliance, che include:

- Sistemi di profilazione dinamica del cliente, aggiornati e dettagliati<sup>39</sup>.
- Accurate e complete documentazioni di consulenza, fondamentali in caso di contenzioso.
- Programmi di formazione continua e certificazione degli operatori<sup>40</sup>.
- Gestione trasparente dei conflitti di interesse e degli incentivi<sup>41</sup>.
- Predisposizione di strategie di risoluzione stragiudiziale delle controversie (ADR) e di piani di gestione del contenzioso<sup>42</sup>.

Questa integrazione tra normativa, prassi e governance aziendale è la chiave per una responsabilità consapevole e sostenibile.

## **5. Profili critici e prospettive evolutive nella responsabilità degli intermediari nella consulenza finanziaria.**

L'analisi della responsabilità civile degli intermediari nel settore della consulenza finanziaria non può prescindere da una riflessione sulle criticità applicative emergenti e sulle sfide poste dall'evoluzione tecnologica e regolamentare. In particolare, si impongono approfondimenti riguardo alle peculiarità della consulenza “indipendente”, all'impatto delle nuove tecnologie come l'intelligenza artificiale (AI) e il robo-advisory, nonché al processo di armonizzazione normativa europea, che mira a garantire una coerenza sistemica nel mercato unico. La consulenza finanziaria “indipendente”, definita e regolamentata in modo specifico dalla

---

<sup>38</sup> F. Annunziata, *La compliance nelle società di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022.

<sup>39</sup> ESMA, *Guidelines on Suitability*, 2022.

<sup>40</sup> Regolamento Delegato (UE) 2017/565, art. 25.

<sup>41</sup> ESMA, *Guidelines on conflicts of interest*, 2020.

<sup>42</sup> A. M. Sandulli, *La gestione alternativa delle controversie*, Giappichelli, 2018.

direttiva MiFID II (art. 24 par. 9) e dalla normativa italiana di recepimento<sup>43</sup>, rappresenta un modello volto a garantire al cliente un servizio privo di conflitti di interesse e basato esclusivamente su un ampio ventaglio di prodotti finanziari disponibili sul mercato. Se da un lato tale approccio offre evidenti benefici in termini di trasparenza e tutela del risparmiatore, dall'altro impone complesse sfide applicative sotto il profilo della responsabilità. L'intermediario indipendente deve infatti operare una valutazione approfondita, non solo della compatibilità del prodotto con il profilo di rischio del cliente (*suitability*), ma anche dell'intero mercato e dell'offerta disponibile, con conseguente ampliamento del proprio dovere di diligenza<sup>44</sup>. Tale estensione comporta un aumento significativo della complessità organizzativa e documentale, con un correlato aggravio di rischio di contenzioso in caso di omissioni o errori nella selezione dei prodotti. Sul piano della responsabilità civile, ciò si traduce in una maggiore esposizione a richieste di risarcimento, anche alla luce del fatto che il cliente, essendo stato informato dell'“indipendenza” del consulente, potrebbe fondare su questa la propria aspettativa di massima cura e assenza di conflitti. Ne deriva che la consulenza indipendente configura un paradigma di responsabilità particolarmente rigoroso, che tuttavia necessita di una definizione chiara e condivisa in sede regolamentare e giurisprudenziale, per evitare una paralisi operativa degli intermediari<sup>45</sup>. L'innovazione tecnologica, e in particolare l'impiego crescente di intelligenza artificiale (AI) e sistemi automatizzati di consulenza finanziaria noti come robo-advisors, rappresenta una delle trasformazioni più radicali e disruptive nel settore. I robo-advisors, basati su algoritmi complessi e sistemi di machine learning, offrono servizi di consulenza personalizzata a costi ridotti, ampliando l'accesso degli investitori ai mercati finanziari<sup>46</sup>. Tuttavia, questa rivoluzione digitale introduce profili di criticità e complessità che impattano direttamente sulla responsabilità degli intermediari. In primo luogo, il tradizionale paradigma fiduciario e personale del rapporto consulente-cliente si trasforma, richiedendo una revisione delle modalità di adempimento degli obblighi di informazione, adeguatezza e trasparenza<sup>47</sup>. Sul piano della responsabilità civile, la domanda cruciale riguarda l'individuazione del soggetto responsabile in caso di errori, malfunzionamenti o comportamenti algoritmici negligenti: è

---

<sup>43</sup> Direttiva 2014/65/UE (MiFID II), art. 24 par. 9; Decreto Legislativo 25 maggio 2017, n. 129, art. 1.

<sup>44</sup> Cfr. G. Alpa, *Consulenza finanziaria indipendente: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, p. 321.

<sup>45</sup> ESMA, *Guidelines on MiFID II product governance obligations*, 2020.

<sup>46</sup> J. Smith, *Robo-advisory and its impact on financial markets*, *J. Fin. Tech.*, 2021, vol. 7, n. 2.

<sup>47</sup> Cfr. F. Rossi, *Algoritmi e responsabilità nella consulenza finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 4, p. 210.

responsabile l'intermediario che mette a disposizione il robo-advisor, il fornitore del software, o entrambe le parti? Tale questione assume rilievo crescente nel quadro normativo europeo che sta muovendo verso una regolamentazione dedicata dell'AI, come il Regolamento UE sull'intelligenza artificiale (Artificial Intelligence Act) attualmente in discussione<sup>48</sup>. In secondo luogo, il problema del “black box” algoritmico rende difficile la dimostrazione del nesso causale e dell'elemento soggettivo della colpa o negligenza, mettendo in crisi le tradizionali regole probatorie del diritto civile<sup>49</sup>. Ciò impone una riflessione approfondita e un possibile adattamento dei principi di responsabilità, con l'eventuale introduzione di meccanismi di responsabilità oggettiva o forme di garanzia più stringenti. Infine, il quadro normativo europeo in materia di consulenza finanziaria e responsabilità degli intermediari appare in rapida evoluzione, con una crescente attenzione verso l'armonizzazione e l'omogeneizzazione delle regole a tutela degli investitori e della stabilità del mercato unico. La direttiva MiFID II ha rappresentato un significativo passo avanti, ma permane una certa eterogeneità nell'applicazione e nell'interpretazione delle norme tra gli Stati membri<sup>50</sup>. In particolare, le differenze sui requisiti di trasparenza, sugli obblighi informativi e sulla qualificazione della consulenza indipendente hanno generato disparità di tutela e concorrenza. Le iniziative recenti dell'ESMA e della Commissione Europea, volte a elaborare linee guida più dettagliate e a promuovere la convergenza regolamentare, indicano la strada verso un sistema integrato, capace di garantire certezza giuridica e uniformità di tutela<sup>51</sup>. In tal senso, la possibile introduzione di un quadro comune per la responsabilità civile degli intermediari, con standard minimi condivisi, potrebbe rappresentare una svolta decisiva, soprattutto nell'era digitale. Tuttavia, l'armonizzazione europea dovrà tenere conto della necessità di flessibilità e di adattamento alle peculiarità nazionali, oltre che alle continue innovazioni tecnologiche, per non rischiare di appesantire eccessivamente il sistema. Il tema della responsabilità degli intermediari nella consulenza finanziaria, specialmente alla luce delle recenti innovazioni normative e tecnologiche, si configura come un campo dinamico e in costante evoluzione. Le criticità applicative della consulenza indipendente, le sfide poste dall'intelligenza artificiale e robo-advisory e il

---

<sup>48</sup> Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'intelligenza artificiale (Artificial Intelligence Act), COM(2021) 206 final.

<sup>49</sup> Cfr. A. De Luca, *La prova e la responsabilità negli algoritmi*, Giuffrè, 2023.

<sup>50</sup> Cfr. ESMA, *Report on supervisory convergence on MiFID II*, 2021.

<sup>51</sup> Commissione Europea, *Action Plan on CMU (Capital Markets Union)*, 2020.

processo di armonizzazione europea disegnano un quadro complesso che richiede un approccio interdisciplinare, che coinvolga giuristi, regolatori, tecnologi e operatori del mercato. Solo attraverso un dialogo continuo e un aggiornamento costante si potrà garantire un equilibrio efficace tra tutela del risparmio, innovazione e sostenibilità del sistema finanziario.