

**CONSIGLIO SUPERIORE DELLA MAGISTRATURA**

**ROMA, 11 LUGLIO 2006**

**IL PUNTO SULLA GIURISPRUDENZA IN TEMA DI RESPONSABILITA'  
DELL'INTERMEDIARIO NELLA NEGOZIAZIONE DI PRODOTTI  
FINANZIARI**

**AVV. LUCA ZITIELLO – Foro di Milano**

## CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

Credo si possa affermare, senza tema di smentita, che, quantomeno a partire dal dopoguerra, non è dato di riscontrare un così alto livello di contenzioso tra intermediari abilitati e clienti.

Peraltro vi è un ulteriore elemento di tipicità: si tratta infatti di un fenomeno tipicamente italiano. Nonostante la crisi dei mercati finanziari internazionale degli ultimi anni, la tragica fine della c.d. *new economy*, l'11 settembre 2001, i grandi scandali finanziari americani (Enron per tutti) siano fenomeni che hanno coinvolto tutti, non consta che negli altri paesi a capitalismo avanzato vi sia stato un così alto degrado del rapporto di fiducia tra banche e clienti, né un livello di contenzioso così elevato per numero di posizioni e per relativo controvalore complessivo.

E' un fenomeno quindi che, seppur letto nell'ambito del mercato finanziario mondiale, va poi interpretato e riferito alla nostra realtà nazionale per capirne le vere ragioni di fondo.

Tutto ciò rappresenta un'unicità anche per gli operatori del diritto.

Il presente lavoro trae origine e riproduce alcune parti della pubblicazione *La giurisprudenza sul cosiddetto "risparmio tradito"*, a cura di L. Zitiello, ITA Edizioni, Torino 2005. Desidero formulare un vivo ringraziamento agli autori delle singole sezioni di quella pubblicazione (Federica Malerba, Ludovica D'Ostuni, Fabio Civale, Benedetta Musco Carbonaro), che, con cura e dedizione, hanno attivamente contribuito anche al presente lavoro.

## **1. - GLI OBBLIGHI INFORMATIVI PREVISTI DALL'ART. 21 DEL T.U.F. E DALL'ART. 28 DEL REGOLAMENTO INTERMEDIARI**

SOMMARIO: 1.1 L'obbligo dell'intermediario di richiedere all'investitore informazioni circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio – gli effetti del rifiuto del cliente di fornire informazioni. - 1.2 L'obbligo di consegna all'investitore del documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3 del Regolamento Intermediari. - 1.3 L'obbligo di assicurare all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, necessarie per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento

L'esame del corretto adempimento da parte degli intermediari degli obblighi informativi previsti dalla normativa di riferimento, rappresenta il tema centrale dei giudizi instaurati dai risparmiatori nei recenti casi di *default* dei *bond* Cirio, Parmalat e Argentina.

Quali informazioni avrebbero dovuto fornire gli intermediari ai risparmiatori interessati ad acquistare i citati *bond* ?

E' questa certamente la problematica principale dei giudizi già definiti e di quelli ancora pendenti.

L'art. 21 del T.U.F., rubricato "*criteri generali*", stabilisce che:

*"Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:*

*a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;*

*b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;*

*(omissis)".*

*c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;*

*d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;*

*e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.*

*2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente".*

I criteri generali enunciati nell'art. 21 del T.U.F. trovano precisazione del loro contenuto precettivo nel Regolamento Intermediari, Libro III, Parte II, Titolo I, Capo I, contenente le "*disposizioni di carattere generale*" applicabili ai servizi di investimento e accessori.

In tale ambito, l'art. 28 del Regolamento Intermediari, rubricato "*Informazioni tra gli intermediari e gli investitori*", prevede che:

*“Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell’inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono:*

*a) chiedere all’investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L’eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall’investitore;*

*b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all’Allegato n. 3.*

*2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all’investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento (omissis)”.*

La normativa di riferimento, sopra richiamata, prevede un complesso di obblighi informativi gravanti sull’intermediario che, in ossequio ai principi di carattere civilistico relativi alla dovuta diligenza, correttezza e trasparenza, impone agli operatori di settore di agire *“nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati”*.

Tale complesso di obblighi informativi si articola in senso dinamico e permanente: partendo dal duplice obbligo dell’intermediario, collocato prima dell’inizio della prestazione dei servizi di investimento, di consegna al cliente del *“Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari”* e di acquisizione dal cliente delle *“informazioni necessarie”*, procede senza soluzione di continuità nel corso dell’intero rapporto contrattuale imponendo allo stesso intermediario di fornire all’investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni di ogni specifica operazione di investimento.

La Consob ha svolto nel tempo una funzione di orientamento per gli operatori di settore in relazione alle concrete modalità di adempimento dei citati obblighi informativi.

Con riferimento all’obbligo dell’intermediario di acquisire dal cliente le *“informazioni necessarie”*, nella comunicazione n. DAL/RM/95007939 del 25 settembre 1995, la Consob ha chiarito che *“sono (...) lasciate alla discrezionalità dell’intermediario sia le modalità di acquisizione delle informazioni (o del rifiuto di fornirle) sia le modalità di conservazione della relativa documentazione scritta”*.

Negli stessi termini, la comunicazione n. DI/99065403 del 3 settembre 1999 ha ribadito che *“la disciplina vigente non indica specifiche procedure di acquisizione delle informazioni sull’investitore di cui all’art. 28, comma 1, lett. a) del regolamento Consob n. 11522/1998. La*

*definizione di tali procedure è conseguentemente rimessa alla discrezionalità degli intermediari (ferma restando la rispondenza delle procedure ai criteri di cui all'art. 21, comma 1, lett. d) del decreto legislativo n. 58/1998 e all'art. 56, comma 2, del regolamento Consob n. 11522/1998”.*

Nella ulteriore comunicazione n. DI/98087230 del 6 novembre 1998, la Consob ha precisato che: *“Il regolamento prevede che le informazioni sul cliente (...) siano raccolte prima di iniziare la prestazione dei servizi d'investimento. Quindi, in considerazione del fatto che la fase preliminare all'instaurazione di un rapporto tra intermediario e cliente ha carattere interattivo, la raccolta di tali informazioni dovrebbe avvenire di norma nell'ambito di un incontro personale e diretto con l'investitore. Ciò premesso, che l'intermediario raccolga le informazioni attraverso un modulo inviato dal cliente, non pare di per sé costituire una modalità contraria ai principi di correttezza e trasparenza che devono regolare i rapporti tra intermediario e investitore, nel presupposto che vi sia stata una preventiva interazione tra le parti e che, comunque, le informazioni siano ottenute prima dell'inizio della prestazione dei servizi d'investimento. Si ritiene, inoltre, che raccogliere le informazioni per iscritto, anche avvalendosi di un supporto prestampato, sia conforme all'obbligo organizzativo generale di cui all'articolo 56, comma 2, lett. a), del reg. Consob n. 11522/98. (omissis). Peraltro, si osserva che le informazioni sul cliente non possono limitarsi a quelle acquisite nella fase di compilazione della scheda; l'intermediario deve infatti mantenerle aggiornate, tenendo anche conto dell'operatività del cliente e di ogni altra notizia di cui può venire in possesso nello svolgimento della propria attività”.*

In relazione all'obbligo di consegna del *“Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari”*, sembra opportuno richiamare la comunicazione n. DI/98068218 del 21 agosto 1998, attraverso cui la Consob ha precisato come *“nei casi di rapporti con molteplicità di intestatari, (...) il documento sui rischi generali debba essere consegnato a ciascuno di essi. Ciò in quanto tale disposizione è finalizzata ad innalzare la consapevolezza dei rischi che gli investitori possono assumere con l'investimento mobiliare”.*

### ***1.1. L'obbligo dell'intermediario di richiedere all'investitore informazioni circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio – gli effetti del rifiuto del cliente di fornire informazioni***

Il principio di origine anglosassone *“know your customer”*, impone agli intermediari di acquisire dall'investitore le *“informazioni necessarie”* relative alla sua esperienza in materia di investimenti

in strumenti finanziari, alla situazione finanziaria, agli obiettivi di investimento ed alla propensione al rischio.

L'acquisizione delle predette informazioni dal cliente si pone in un rapporto di strumentalità in relazione all'ulteriore obbligo, previsto dall'art. 29 del Regolamento Intermediari, di valutare l'adeguatezza delle disposizioni di investimento impartite dall'investitore.

**Il Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, chiamato a pronunciarsi in relazione ad un caso concreto in cui non sarebbero stati assolti i predetti obblighi informativi da parte dell'intermediario, ha ritenuto che:

*“la violazione da parte della convenuta degli obblighi a suo carico è consistita (...) nel non avere acquisito dai clienti le informazioni necessarie per servire al meglio i loro interessi o nell'averle trascurate nel concreto svolgimento del servizio, che avrebbe dovuto essere conforme a quei principi di diligenza, correttezza e trasparenza, imposti dalla lett. a dell'art. 21 TUF e da espresse e generali prescrizioni del codice civile (art. 1337 c.c.), essendo dovere professionale dell'intermediario richiedere notizie al cliente quanto all'esperienza di investitore in strumenti finanziari e alla sua situazione patrimoniale anche con riferimento a propensione al rischio e ad obiettivi di portafoglio”.*

Una recente pronuncia del **Tribunale di Foggia, 21 aprile 2006**, ha analizzato il caso in cui l'intermediario aveva richiesto all'investitore le “*informazioni necessarie*” ex art. 28, comma 1, lett. a), del Regolamento Intermediari in un momento successivo rispetto all'esecuzione dell'operazione di investimento oggetto del giudizio. Il Tribunale di Foggia, in particolare, ha rilevato che “*la ratio della norma è di consentire all'intermediario di valutare l'adeguatezza della operazione di investimento (anche) sulla base delle informazioni raccolte sulla situazione finanziaria del cliente, sulla sua propensione al rischio e sui suoi obiettivi di investimento, con la conseguenza che la acquisizione delle informazioni in un momento successivo all'esecuzione dell'ordine di acquisto diventa del tutto inutile e, pertanto, irrilevante al fine di escludere l'inadempimento*”..

In un caso diverso, in cui risultavano richieste dall'intermediario ed ottenute dal cliente le “*informazioni necessarie*” ex art. 28, comma 1, lett. a), del Regolamento Intermediari, il **Tribunale di Lecce, 29 ottobre 2004 (ordinanza)**, ha concluso per il corretto operato dell'intermediario in quanto:

*“La lettura del contratto esclude (...) che la banca abbia omesso di verificare la esperienza dell'investitore in materia di investimenti, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio. Risulta infatti nel testo sottoscritto dalla ricorrente che la stessa, richiesta di fornire le notizie di cui innanzi, riferì di avere esperienza finanziaria e propensione al rischio alto. Non vi sono elementi per ritenere – o anche solo sospettare che tali*

*indicazioni inserite nella prima pagina del contratto sottoscritto dalla ricorrente – siano state introdotte dalla banca all’insaputa del cliente, ovvero che si tratti di notizie non rispondenti ai dati reali riferiti dalla cliente a chi proponeva l’investimento. Anche sotto tale profilo dunque deve escludersi – per lo meno sulla base di quanto risulta allo stato – che la condotta della banca sia in alcun modo viziata sul piano della legittimità”.*

In termini analoghi, in relazione ad un caso di acquisto di obbligazioni Argentina, il **Tribunale di Bergamo, 16 febbraio 2005, n. 495**, ha ritenuto il corretto adempimento degli obblighi gravanti sull’intermediario *ex art. 28, comma 1, lett. a)* del Regolamento Intermediari in quanto:

*“la banca non ha alcun compito contrattuale se non l’esecuzione di quanto disposto dal cliente, nell’ambito del rapporto sinallagmatico come concretamente disposto nella volontà delle parti. E appare conforme a tale volontà contrattuale, nell’ambito comunque del principio di buona fede come contrattualmente rilevante, che in tale contratto sia indicato il grado di esperienza e la propensione al rischio dell’intestatario del deposito titoli, come da compilazione di apposito modulo contrattualmente richiamato. Inoltre, nella medesima data di stipula del contratto di negoziazione, l’attore risulta avere sottoscritto documento ove indica, tra le ipotesi nessuna, bassa, media, alta conoscenza, “ALTA conoscenza approfondita di strumenti finanziari e mercati finanziari”, e tra i gradi bassa, moderata, media, alta propensione al rischio, “ALTA” propensione al rischio suddetto (...). Non appare allora, in difetto di contestazione relativa all’esperimento degli ordini di causa, che alla Banca possa essere imputata la violazione degli obblighi come dall’attore dedotti, sia per la specifica natura del contratto di negoziazione in essere tra le parti, sia in considerazione di quanto sottoscritto dall’attore in ordine a quanto specificamente sopraevidenziato, alla luce di quei principi di buona fede e lealtà operanti in sede contrattuale e richiamati secondo gli stessi assunti attori”.*

Il **Tribunale di Pistoia, 3 dicembre 2004, n. 1266**, in relazione ad un caso relativo ad un contratto 4You, si è soffermato sui requisiti di forma e documentazione della richiesta di informazioni da parte dell’intermediario al cliente, ritenendo che:

*“ciò che è richiesto (art. 21 Lett. B dLgs 58/98) è che l’operatore abbia acquisito le “informazioni necessarie” (specificate dall’art. 28 Reg. CONSOB 1522/98), non è invece necessario che queste siano riportate per iscritto nel contratto; dunque, riconosciuto espressamente dal sottoscrittore di avere fornito all’intermediario notizie sulla sua esperienza, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio, l’obbligo normativo risulta essere stato assolto, non potendosi far derivare la sanzione della nullità dalla mancanza di una forma non espressamente esatta”.*

E' stato, inoltre, affrontato un caso in cui tra l'intermediario ed i clienti erano stati conclusi diversi rapporti di intermediazione finanziaria. In relazione a tale fattispecie, si è quindi posta la questione se le "informazioni necessarie" ex art. 28, comma 1, lett. a) del Regolamento Intermediari, dovessero essere richieste volta per volta in relazione a ciascun rapporto di intermediazione finanziaria concluso con il cliente.

A tal riguardo il **Tribunale di Monza, 16 dicembre 2004**, ha concluso che:

*“dalla documentazione prodotta in atti dalla difesa della Banca (...) risulta che in occasione della stipulazione di altrettanti contratti di gestione portafogli in titoli mobiliari, le clienti attrici abbiano, per sei volte, reso alla Banca, che richiedeva le notizie previste dalla normativa sopra richiamata, il diniego di informativa, rifiutando di fornire informazioni circa la loro esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la loro situazione finanziaria, i loro obiettivi di investimento, la loro propensione al rischio. (...)*

*Eguale rifiuto di fornire le informazioni rilevanti per l'individuazione della propensione al rischio dell'investitore è stato sottoscritto in occasione della stipulazione del contratto di negoziazione titoli su base individuale (...).*

*Ritiene il Collegio che la Banca abbia dunque adempiuto integralmente agli obblighi formali imposti dalla normativa di settore per quanto concerne la raccolta di informazioni rilevanti dagli investitori.*

*Né vale al contrario argomentare, come fa la difesa delle attrici, che manca una espressa dichiarazione di rifiuto alla facoltà di fornire dette informazioni in relazione al contratto di deposito titoli intestato a R.B., dove sono materialmente transitate le operazioni di acquisto contestate, giacché la collocazione degli obblighi nascenti dall'art. 28 del Regolamento CONSOB nelle "disposizioni di carattere generale" (Capo I del Titolo I del Regolamento) consente di ritenere adempiuto l'obbligo, in presenza di una pluralità di rapporti, ogniqualvolta la Banca si sia premurata di richiedere le informazioni idonee ad individuare la tipologia del cliente, in rapporto al rischio dell'investimento finanziario proposto, all'inizio del rapporto di gestione generalmente inteso.*

*Del resto, è lo stesso tenore letterale della norma a implicare tale soluzione, laddove fa espresso riferimento alla fase anteriore alla stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimento, mentre l'obbligo di acquisire le informazioni rilevanti non è espressamente ripetuto o ribadito nella disciplina specifica di ogni singolo servizio, ed, in particolare, con riferimento alla cosiddetta "negoziazione su base individuale", disciplinata dall'art.32 del Regolamento”.*



Nello stesso caso, il **Tribunale di Monza, 16 dicembre 2004**, ha altresì analizzato le conseguenze del rifiuto del cliente di fornire le informazioni richieste dalla Banca, ritenendo che: *“da tale omissione non possano discendere conseguenze sfavorevoli al cliente, nel senso che dall'assenza di informazioni, l'intermediario autorizzato non può che desumere una propensione al rischio minima o ridotta, una scarsa conoscenza degli strumenti finanziari e, di conseguenza, obiettivi di investimento orientati alla conservazione del capitale investito, piuttosto che alla massimizzazione della redditività, con l'unica salvezza dell'eventualità che le informazioni in argomento non siano desumibili aliunde, dalle scelte di investimento ed, in generale, dal comportamento in precedenza tenuto dall'investitore nel rapporto con la Banca”*.

Il **Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005**, ha analizzato un caso in cui non risultavano essere state richieste dall'intermediario le “informazioni necessarie” ai clienti, concludendo che:

*“nella fattispecie in esame la società Cassa di Risparmio (...) non ha osservato le descritte regole di comportamento.. L'art. 28 del richiamato regolamento della Consob prevede, come si è visto, che prima di iniziare la prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari autorizzati devono chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio.*

*23. La società convenuta non ha fornito alcuna prova scritta o orale del fatto che i propri funzionari abbiano chiesto a L. F. e a R. R. F. tali notizie. Ciò basta, di per sé, a rendere le operazioni illegittime”*.

## **1.2. L'obbligo di consegna all'investitore del documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3 del Regolamento Intermediari**

Nell'ambito del complesso dei doveri informativi gravanti sull'intermediario, il **Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, ha preso in esame l'obbligo di consegna del “Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari” affermando che:

non “vale a soddisfare tale esigenza di tutela del risparmiatore la circostanza che agli investitori sia stato consegnato il documento sui rischi generali degli investimenti finanziari, trattandosi di informativa del tutto generica che non garantisce quella conoscenza concreta ed effettiva del titolo negoziato che l'intermediario deve assicurare in modo da rendere il cliente capace di tutelare il proprio interesse e di assumersi consapevolmente i rischi dell'investimento compiuto”.

In termini analoghi, il **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, ha precisato che:

*“non si può ritenere che il rispetto dell’obbligo di trasparenza si esaurisca nella consegna di un contratto (spesso scritti con caratteri minuscoli); di un prospetto informativo, inerente agli strumenti finanziari offerti; o dalla preliminare consegna del documento Consob sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari”.*

Ad opinione dello stesso **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004:**

*“non si può presumere che sia pienamente consapevole l’investitore, cui l’intermediario ha consegnato i suddetti documenti e questi non deve ritenere che il mero rispetto dell’obbligo in questione renda il cliente capace di tutelare da sé il proprio interesse e di assumersi i rischi dell’investimento compiuto. Invero, l’intermediario deve comunque assicurare all’investitore la propria assistenza e la propria guida nella scelta delle operazioni da compiere, anche al di là delle asettiche e standardizzate informazioni riportate nel documento”.*

In senso conforme, il **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, ha ritenuto che:

*“Né merita adesione la deduzione difensiva dell’istituto secondo cui il risparmiatore sarebbe comunque stato in grado di valutare la pericolosità dell’operazione alla luce delle indicazioni contenute, in particolare, nell’art. 1.3 del documento previsto dall’art. 28 lett. b) del regolamento Consob n. 11522/98, atteso che tali indicazioni hanno carattere generale laddove, si ribadisce, la banca doveva fornire precise indicazioni circa la pericolosità di quell’investimento”.*

In termini adesivi al suddetto orientamento giurisprudenziale, è da ritenersi la pronuncia del **Tribunale Mantova, 12 novembre 2004**, secondo cui :

*“la consegna del documento informativo (non) può ritenersi idonea a determinare una presunzione di conoscenza dei rischi dell’investimento in capo al risparmiatore sia per il carattere generale delle informazioni ivi contenute sia in considerazione del differenziato grado di comprensione da parte degli investitori non professionali”.*

Particolarmente argomentata è da ritenersi la motivazione della sentenza del **Tribunale di Treviso, 26 novembre 2004, n. 2579**, in merito ad un caso di avvenuto acquisto di obbligazioni Cirio.

Secondo l’opinione espressa da tale Tribunale:

*“il punto focale del processo è dato dalla completezza delle informazioni fornite dalla Banca circa la natura, rischi e implicazioni della specifica operazione (a norma dell’art. 28 del Regolamento Consob 11522/98) e dalla diligenza, correttezza, trasparenza nello svolgimento dei servizi di investimento di cui all’art. 21 lett. A e B D.L.vo 58/98.*

*Nel caso di specie e stando alle risultanze probatorie, la Banca ha fornito (...) quasi un anno prima dell’acquisto dei bond Cirio il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari (...), documento del tutto generico nei contenuti, senza alcun riferimento alla categoria di titoli in questione (corporate bond emessi da società estera senza prospetto informativo e rating).*

*Maggiori informazioni reca la scheda relativa all'obbligazione Cirio Holding Lux 6,25 % (...), che riporta i dati essenziali del titolo (taglio, data emissione e scadenza, prezzo di vendita e rimborso, cedola rendimento).*

*Ma si tratta con tutta evidenza di informazioni del tutto insufficienti nella prospettiva di una valutazione ponderata dei rischi e della natura dell'investimento.*

*Non vi è alcun riferimento alla struttura del gruppo, alla garanzie offerte, al rischio per l'investitore: in altre parole manca qualsiasi approfondimento e valutazione professionale tali da porre in grado il cliente di decidere se acquistare o meno quel prodotto finanziario in relazione all'interesse offerto.*

*Anzi, quel documento è parzialmente fuorviante nella parte introduttiva quando la Banca "propone" un'euroobbligazione di "un'emittente molto noto a livello internazionale" creando nel cliente l'idea che l'emittente proprio perché noto è anche affidabile: nulla di meno vero atteso che l'emittente non era noto, trattandosi di una società lussemburghese che di conosciuto aveva solo il richiamo alla Cirio.*

*La Banca ha omesso di precisare il collegamento esistente tra le due società e soprattutto le garanzia eventualmente connesse all'emissione.*

*In conclusione e sotto il profilo documentale, le informazioni fornite dalla Banca al cliente in ordine alla natura, rischi e specifiche implicazioni sono risultate del tutto insufficienti sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo e in parte addirittura fuorvianti".*

Sempre in termini conformi al richiamato orientamento giurisprudenziale e con particolare riferimento ad un ulteriore caso di avvenuto acquisto di obbligazioni Cirio, il **Tribunale di Palermo, 17 gennaio 2005**, ha rilevato che:

*"E' appena il caso di osservare come l'obbligo di trasfondere informazione (...) non può ritenersi assolto per effetto della pur indispensabile, ai fini della validità del negozio consegna del prospetto sui rischi generali di investimento predisposto dalla Consob. La consegna di tale documento, nel caso di specie comprovata, dà corpo secondo quanto condivisibilmente segnalato dalla dottrina, ad una delle tecniche adoperate dal legislatore per colmare il divario del bagaglio informativo delle parti, ed in alcun modo può essere valutata alla stregua di una presunzione di consapevolezza da parte del consumatore. Anche tralasciando il dato, invero non trascurabile, della non immediata e diffusa comprensibilità dei concetti ivi espressi, non può invece non evidenziarsi la genericità del contenuto, tendente ad illustrare le caratteristiche delle diverse tipologie di strumenti finanziari ed i rischi a ciascuna astrattamente connessi ma non ritagliato sull'oggetto della singola negoziazione".*

A conclusioni non dissimili giunge anche il **Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230**, secondo cui:

*“La circostanza che all'investitore sia stato consegnato il documento sui rischi generali degli investimenti finanziari non è sufficiente a soddisfare tale esigenza di tutela del risparmiatore, trattandosi di informativa del tutto generica che non garantisce quella conoscenza concreta ed effettiva del titolo negoziato che l'intermediario deve assicurare in modo da rendere il cliente capace di tutelare il proprio interesse e di assumersi consapevolmente i rischi dell'investimento compiuto”.*

L'orientamento giurisprudenziale sopra esaminato, è condiviso dal **Tribunale di Foggia, 21 aprile 2006**, secondo cui il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari contiene una *“informativa inidonea, a causa del suo contenuto altamente generico, a garantire quella conoscenza concreta ed effettiva del titolo negoziato che l'intermediario deve assicurare in modo da rendere il cliente capace di tutelare il proprio interesse e di assumere consapevolmente i rischi dello specifico investimento. (...) Peraltro, opinando diversamente, l'art. 28, comma 2, reg. Consob, a norma del quale “gli intermediari autorizzati non possono effettuare ...operazioni...se non dopo aver fornito all'investitore le informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento”, finirebbe per restare assorbito dal disposto del primo comma, che obbliga l'intermediario a consegnare all'investitore il documento sui rischi generali”.*

Il **Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005**, ha analizzato un caso in cui non risultava essere stata fornita dall'intermediario la prova dell'avvenuta consegna ai clienti del *“Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari”*, rilevando che:

*“La (...) norma prescrive che gli intermediari debbano consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari. La società convenuta non ha fornito la prova di aver consegnato a L. F. e a R. R. F. tale documento. 25. In comparsa di risposta il procuratore della società convenuta scrive: “La spedizione delle relative e prescritte note informative è avvenuta nel pieno rispetto della normativa vigente”. Non risulta tuttavia che la banca convenuta abbia consegnato agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari. 26. Va, peraltro, ricordato che tale informativa non può essere generica, ma deve essere il più possibile particolareggiata ed attagliata allo specifico investimento. Nel caso in esame, invece, la società convenuta non ha prodotto in giudizio tale nota informativa e si è limitata a chiedere l'ammissione di una prova per testimoni, sulla quale peraltro non ha insistito in sede di precisazione della conclusioni, del tutto generica sul punto”.*

### ***1.3. L'obbligo di assicurare all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, necessarie per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento***

L'art. 28, comma 2, del Regolamento Intermediari impone agli intermediari di fornire al cliente *“informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione”* che l'investitore intende concludere. Tali informazioni, ai sensi di quanto previsto dalla stessa norma, devono consentire al cliente un livello di conoscenza *“necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento”*.

L'obbligo di informativa specifica nei confronti del cliente, è evidentemente collegato all'ulteriore obbligo previsto dall'art. 26, comma 1, lett. e), del Regolamento Intermediari che impone agli intermediari di acquisire una *“conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi (...) propri o di terzi, da essi stessi offerti”* che sia *“adeguata al tipo di prestazione da fornire”* al cliente.

Gli obblighi imposti all'intermediario si sostanziano quindi nel *“dovere di informarsi”* e nel *“dovere di informare”*.

L'intermediario è primo luogo tenuto ad acquisire una conoscenza degli strumenti finanziari e dei servizi offerti che sia *“adeguata al tipo di prestazione da fornire”* al cliente. Il *“dovere di informarsi”* non è quindi posto in termini assoluti ma deve necessariamente essere riferito e graduato alla *“prestazione”* che l'intermediario fornisce al cliente.

Lo stesso intermediario è poi tenuto al rispetto del *“dovere di informare”* il cliente e di rendere lo stesso edotto delle informazioni assunte, in ragione del rispetto del citato *“dovere di informarsi”*, che possano consentire al cliente di effettuare *“consapevoli scelte di investimento o disinvestimenti”*.

Appare evidente che i citati obblighi informativi gravanti sull'intermediario si trovano in un rapporto di interdipendenza reciproca, secondo cui il rispetto del *“dovere di informarsi”* rappresenta l'antecedente logico, il presupposto ed al tempo stesso la misura del corretto adempimento del *“dovere di informare”* il cliente.

In sostanza, le informazioni dovute al cliente ai sensi dell'art. 28, comma 2, del Regolamento Intermediario sono le stesse informazioni che l'intermediario è tenuto ad acquisire ai sensi dell'art. 26, comma 1, lett. e) del Regolamento Intermediari.

In merito all'adempimento degli obblighi di informativa gravanti sull'intermediario ai sensi degli artt. 26, comma 1, lett. e) e 28, comma 2, del Regolamento Intermediari, il **Tribunale di Roma, 8**

**ottobre 2004**, chiamato a pronunciarsi in merito ad un caso di acquisto di *bond* Cirio, ha rilevato che:

*“Nel caso concreto, la violazione da parte della convenuta di tali doveri è consistita, in primo luogo, nella violazione delle regole generali di comportamento sancite (...) dall'art. 26 D. Consob 11522/98, tra le quali assume rilievo primario nella presente controversia quello di cui alla lett. e "Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare... e) acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dai servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire.”*

*Tale disposizione pone a carico degli intermediari e nell'interesse degli investitori un obbligo di conoscenza, che è più della semplice informazione, sui prodotti da loro offerti, conoscenza che si estende alla loro provenienza, alla situazione degli stessi nei mercati, alla loro destinazione tra il pubblico dei consumatori.*

*Va sottolineato che si tratta di conoscenza che l'investitore risparmiatore, per esperienza, per cultura o per diverso campo lavorativo non potrà mai acquisire, pervenendo ad un giudizio completo sulla operazione finanziaria che si appresta a sottoscrivere. Tanto più, se si considera che la negoziazione in esame è stata posta in essere nel periodo di grey market (dalla data di lancio alla data di primo regolamento) e quindi in epoca antecedente alla prima fisica possibile consegna del titolo e in assenza di rating.*

*I fatti dedotti (...) evidenziano che la banca si è del tutto sottratta al dovere di informarsi in ordine alla tipologia e affidabilità del titolo e, dunque, al livello relativo di adeguatezza e, comunque, ha assunto in tale attività un comportamento non diligente e non rispondente al need of protection degli investitori non professionali”.*

Secondo l'opinione espressa dallo stesso **Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, in relazione alla specifica fattispecie oggetto del giudizio, l'intermediario non avrebbe assolto pienamente al “dovere di informarsi” in quanto :

*“la valutazione positiva fornita dai funzionari della banca si rivela estremamente lacunosa ed ingiustificata e non corrisponde alla tipologia dei titoli emessi concretamente desumibile dalla offering circular, nella quale si legge che, in base al livello di indebitamento raggiunto ed al livello di capacità produttiva di Cirio: "Non ci può essere nessuna garanzia che Cirio produrrà nelle prossime operazioni flussi di cassa sufficienti a soddisfare il suo debito e a consentirle di effettuare i necessari investimenti in conto capitale" (...). La offering circular detta inoltre regole molto rigorose in materia di vendita e di sottoscrizione muovendo dal presupposto che l'offerta delle*

*obbligazioni non è stata registrata presso la Consob (...) e di tali regole la convenuta non ha tenuto adeguatamente conto”.*

**Il Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, ha quindi altresì ritenuto l’inadempimento dell’intermediario del “dovere di informare” il cliente in merito alle caratteristiche dei *bond* Cirio. Ai fini di inquadrare l’inadempimento dell’intermediario al citato obbligo informativo previsto dall’art. 28, comma 2 del Regolamento Intermediari, lo stesso Tribunale ha richiamato:

*l’“insegnamento giurisprudenziale secondo il quale la violazione dell’obbligo del venditore di informare costituisce inadempimento in quanto: "nei contratti con prestazioni corrispettive i doveri di correttezza, di buona fede e di diligenza, di cui agli art. 1338, 1374, 1575 e 1175 c.c., si estendono anche alle cosiddette obbligazioni collaterali di protezione, di informazione, che presuppongono e richiedono una capacità discretiva ed una disponibilità cooperativa e, quindi, nel tenere conto delle controparti all’acquisto. Tali doveri ed obblighi impongono che l’imprenditore, anzitutto, si preoccupi dell’esatta specificazione delle caratteristiche del bene compravenduto al momento dell’acquisto (Cass. 16.11.2000 n. 14865). L’insegnamento richiamato assume significato peculiare nella negoziazione dei prodotti finanziari, che devono avvenire secondo regole di diligenza, correttezza e trasparenza nell’interesse dei clienti, specificate nel TUF e nel Regolamento attuativo della Consob in maniera così rigorosa e dettagliata da rendere i relativi contratti "tipizzati" secondo una terminologia proposta in dottrina, in quanto i doveri di informazione richiesti agli intermediari si pongono come obbligazioni di carattere primario, il cui adempimento deve essere valutato a stregua dell’art. 1176 c.c. co. 2°, nel quale è indicato il criterio di determinazione della specifica diligenza richiesta nell’adempimento da parte di chi svolge attività professionale.”.*

In relazione ad un ulteriore caso concreto concernente l’avvenuto acquisto di *bond* Cirio, il **Tribunale di Roma, 11 marzo 2005**, ha posto in particolare risalto l’assenza di *rating* dei citati titoli che, ad opinione dello stesso Tribunale, segnerebbe profondamente l’obbligo dell’intermediario di acquisire una conoscenza adeguata degli strumenti finanziari negoziati. In particolare:

*“ ai sensi degli artt. 21 T.U.F., 28 e 28 Regolamento CONSOB 11522/1998, la società d’intermediazione mobiliare aveva, innanzitutto, il dovere di informarsi e, poi, quello di informare la cliente sugli strumenti finanziari negoziati. Sul punto, invero, le allegazioni della Banca convenuta, onerata della prova, ai sensi dell’ultimo comma dell’art. 23 T.U.F. (...) appaiono del tutto inadeguate. Ed invero, l’insistente richiamo alle conoscenze personali della G. e del marito di questa, P.G., commercialista, nonché alla circostanza che il prezzo sul mercato delle obbligazioni si fosse mantenuto sempre su livelli elevati e costanti sino all’imminenza del default ed ancora, che*

*i bilanci consolidati del Gruppo Cirio vennero regolarmente certificati dalle società di revisione, non appaiono elementi sufficienti ad escludere la prospettata responsabilità dell'intermediario. Quel che balza con evidenza, nella fattispecie in esame, è, infatti, che l'assenza di rating dei titoli presso la Borsa di Lussemburgo, e cioè di una obiettiva valutazione del rischio di credito - concernente la più o meno alta probabilità che l'emittente non sia in grado di onorare i propri obblighi di pagamento delle cedole o di rimborso del capitale obbligazionario - avrebbe dovuto consigliare l'intermediario, che è un operatore professionale al quale è richiesto un adeguato livello di diligenza, di procurarsi una effettiva conoscenza dei prodotti finanziari negoziati, al di là di quella ricavabile dalle notizie da chiunque acquisibili sulla stampa specializzata o con la mera lettura dei bilanci sociali”.*

Sulla base di tali premesse, lo stesso **Tribunale di Roma, 11 marzo 2005**, ha ritenuto che nel caso di specie:

*“non si vede (...) come possa la difesa della convenuta sostenere di aver fornito informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione della quale si discute, in conformità del disposto dell'art. 28 n. 2 del succitato Regolamento, onde consentire all'attrice una consapevole ed ottimale scelta d'investimento visto che non ha indicato le fasi di studio e di analisi dei prodotti finanziari che devono necessariamente precedere la negoziazione degli stessi con i clienti.*

*In altri termini, l'adeguata informazione dell'investitore è il presupposto indefettibile della liceità della esecuzione dell'ordine da parte dell'intermediario in quanto il primo, una volta reso edotto del rischio che l'operazione finanziaria comporta, ne assume su di sé tutte le conseguenze. (...)*

*Fuorviante appare, ai fini qui considerati, l'affermazione che il default delle società del Gruppo Cirio non era, all'epoca dei fatti, prevedibile dal momento che, com'è ovvio, non è in discussione la prevedibilità di tale evento ma la - colposa - carenza di informazioni sulla affidabilità del debitore, informazioni tanto più necessarie, per valutare la congruità del rendimento offerto dall'emittente rispetto al rischio di mancato rimborso dei titoli, mancando il giudizio espresso da quei soggetti specializzati ed indipendenti che sono le agenzie di rating (cfr. classificazioni Standard & Poor's, Moody's, FitchIBCA)”.*

Particolarmente analitica è da ritenersi la motivazione della sentenza del **Tribunale di Milano, 15 marzo 2006**, che, in relazione ad un caso di avvenuto acquisto di Obbligazioni Argentina, ha rilevato che *“va, inoltre, considerato che nei primi mesi dell'anno 2001 le principali agenzie internazionali (Moody, Standard & Poor's, Fitch) avevano declassato il rating delle obbligazioni Argentina da “BB” a “B+”, cui corrispondeva un giudizio di incertezza circa la capacità dell'emittente di far fronte al proprio impegno; sottolineando, in tal modo, la maggiore rischiosità*



*dei titoli connessa alle pessime condizioni economiche e finanziarie dello Stato dell'Argentina. Ora, tali dati, ossia un'informazione esaustiva circa la natura speculativa del prodotto offerto e, soprattutto, l'inadeguatezza dell'operazione in rapporto al patrimonio dell'attrice dovevano alla stessa essere resi noti. Al contrario, la difesa di parte convenuta ha opposto che tale obbligo sarebbe stato assolto con la sottoscrizione, da parte dell'investitrice, della scheda cliente in data 14 novembre 2000 (doc. n. 4 della stessa parte). In tale documento risultavano apposte: una crocetta in corrispondenza del riquadro con indicato l'aggettivo "sufficiente" con riferimento all'esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari; altra crocetta in corrispondenza della dicitura "prevalenza di rivalutabilità rapportata al rischio di oscillazione dei corso e dei cambi" sotto la sezione C), denominata "obiettivi di investimento"; altra crocetta in corrispondenza del riquadro con specificato "medio – alta" con riguardo al settore D) intitolato "propensione al rischio". Parte convenuta ha poi prodotto il doc. n. 6 datato 8 maggio 2002 da cui risulta un'esperienza approfondita, una propensione al rischio medio – alta, obiettivi di investimento così qualificati: "prevalenza di rivalutabilità rapportata al rischio di oscillazione dei corsi e dei cambi. Ad avviso del Tribunale, il riempimento del modulo documento n. 4 nei termini sopra illustrati non è sufficiente a dimostrare l'assolvimento, da parte dell'istituto bancario, dell'obbligo di fornire un'informazione corretta, trasparente, improntata, in sostanza, alle regole di diligenza e di professionalità esigibili dall'operatore qualificato con riferimento ad un'operazione non adeguata".*

**Il Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, chiamato a pronunciarsi su un caso di acquisto di obbligazioni strutturate "reverse convertibile", ha precisato che:

*"la sottoscrizione dei titoli in questione richiede, (...), un'attenta valutazione e ponderazione (...) e presuppone una notevole competenza in materia essendo espressamente esclusa la possibilità di rimborso anticipato. Con questi prodotti si rischia, infatti, di rimetterci in termini di mancato guadagno se portati a scadenza. Per sottoscriverli occorre, quindi, conoscere molto bene la situazione sottostante attraverso il puntuale rispetto da parte degli istituti bancari degli obblighi informativi dettati dalla legge".*

L'informativa dovuta dall'intermediario al cliente ai sensi dell'art. 28, comma 2, del Regolamento Intermediari, secondo quanto rilevato dal citato **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**:

*"non può essere generica, ma deve essere il più possibile particolareggiata e dettagliata allo specifico investimento".*

Ad opinione dello stesso **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, gli obblighi previsti dall'art. 28, comma 2, del Regolamento Intermediari possono considerarsi concretamente adempiuti

dall'intermediario solo quando l'investitore abbia pienamente compreso le caratteristiche dell'operazione, atteso che:

*“la conoscenza deve essere una conoscenza effettiva e (...) l'intermediario (o il promotore) deve verificare che il cliente abbia compreso le caratteristiche essenziali dell'operazione proposta, non solo con riguardo ai relativi costi e rischi patrimoniali, ma anche con riferimento alla sua adeguatezza in rapporto alla situazione dell'investitore”.*

Con particolare riferimento al contratto concluso *inter partes*, il **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, ha altresì ritenuto opportuno precisare che:

*“l'obbligo di trasparenza non risulta in alcun modo dai contratti sottoscritti da parte attrice. Al contrario la disciplina del contratto è riportata solamente nel regolamento posto sul retro del documento e scritto in caratteri minuti. Esso, inoltre, si presenta per numerose clausole di difficile lettura e interpretazione (...). Le clausole contrattuali dovrebbero sempre essere redatte in modo chiaro e comprensibile, l'equivocità e la non trasparenza della clausola è essa stessa fonte di squilibrio tra le parti e di iniquità sostanziale, nella misura in cui contribuisce ad aggravare l'asimmetria informativa già presente nei contratti di adesione”.*

Tra le prime pronunce intervenute in merito all'avvenuto acquisto di obbligazioni Argentina, occorre esaminare la motivazione del **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, secondo cui:

*“i titoli obbligazionari argentini al momento dell'acquisto da parte degli istanti erano considerati ad alto rischio di insolvenza dovendosi evidenziare inoltre che, nel corso del 2001, entrambe le agenzie avevano ripetutamente rivisto in senso negativo il loro giudizio sull'affidabilità ad onorare gli impegni da parte dello stato argentino (c.d. down-grading): per quanto riguarda il rating leggermente più favorevole indicato da Standard & Poor's nel periodo antecedente l'acquisto, va osservato che, poiché rientra nelle massime di comune esperienza il dato secondo cui, di fronte a valutazioni divergenti (peraltro modeste nel caso di specie), gli investitori prendono in considerazione quella più negativa (peraltro già nell'ottobre del 2001 il rating attribuito da tale agenzia si era allineato a quello espresso da Moody's), deve ritenersi che costituisse dato acquisito per il mercato quello secondo cui i titoli del debito pubblico argentino erano considerati di problematico rimborso.*

*Al riguardo va osservato che la banca doveva fornire una completa informazione circa i rischi connessi a quella specifica operazione che il cliente intendeva porre in essere (obbligo imposto dall'art. 28 co. II del regolamento Consob n. 11522), informazione che, trattandosi di soggetto tenuto ad agire con la diligenza dell'operatore particolarmente qualificato (cfr. artt. 21 lett. a) d. lgs. 58/98, 26 lett. e) reg. Consob cit. e 1176 II co. c.c.) nell'ambito di un rapporto in cui gli è imposto di tutelare l'interesse dei clienti (v. artt. 5 e 21 lett. a) del d. lgs. 58/98, non senza*

*dimenticare che la tutela del risparmio è addirittura imposta dall'art. 47 della Costituzione), necessariamente comprendeva l'indicazione, non generica, della natura altamente rischiosa dell'investimento operata dalle maggiori agenzie specializzate in materia, dovendosi ritenere, sotto tale profilo, che la banca sia obbligata a conoscere tali dati e, conseguentemente, a riferirli al cliente.*

*Non vale poi a far ritenere immune da censure il comportamento da parte della [...] la circostanza che il funzionario escusso abbia riferito di avere evidenziato la rischiosità dell'investimento anche in relazione al paese emittente e di avere parlato di rating con il cliente: pur prescindendo da ogni considerazione circa l'attendibilità del teste, va detto che tali avvertenze avevano carattere del tutto generico laddove la banca avrebbe dovuto espressamente informare il cliente del fatto che gli analisti del mercato consideravano a rischio il rimborso stesso del capitale”.*

In senso conforme, il **Tribunale di Mantova, 12 novembre 2004**, ha rilevato che:

*“deve ritenersi che la convenuta non si sia comportata in conformità di quanto prescritto dal combinato disposto di cui agli artt. 21 lett. a) e b) del d. lgs. 24-2-1998 n. 58 e 28 del regolamento Consob 1-7-1998 n. 11522 che impongono all'istituto di credito di prestare i servizi di investimento con diligenza e di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati. In proposito occorre osservare che, secondo quanto risulta dall'indagine svolta dal c.t.u., ai titoli del debito argentino le maggiori agenzie internazionali avevano attribuito, nel corso del tempo, il rating (con andamento progressivamente negativo: cd. downgrading) di cui al seguente prospetto (...), per tutte le agenzie sopra menzionate, i titoli classificati con quel tipo di rating sono considerati not investment grade (ovvero high yield o junk) in quanto presentano, in linea generale, un elevato rischio di non incassare cedole e/o capitale a scadenza, tanto che molte società di gestione dei fondi comuni di investimento sono obbligate a non includere nel proprio portafoglio titoli con rating che appartengono alla categoria cd. speculativa (v. pg. 10 della relazione tecnica).*

*Ne deriva che i titoli obbligazionari argentini al momento del loro acquisto erano già considerati ad elevato rischio di rimborso dovendosi evidenziare inoltre che, nel corso del 2001, le agenzie avevano rivisto in senso negativo il loro giudizio sull'affidabilità ad onorare gli impegni da parte dello stato argentino. Orbene deve ritenersi che la banca avrebbe dovuto fornire una completa informazione circa i rischi connessi a quella specifica operazione che i clienti intendevano porre in essere (obbligo imposto dall'art. 28 co. II del regolamento Consob n. 11522; v. anche art. 11 co. I direttiva 93/22 CEE del 10-5-1993), dovendo l'intermediario finanziario agire con la diligenza dell'operatore particolarmente qualificato (cfr. artt. 21 lett. a) d. lgs. 58/98, 26 lett. e) reg. Consob cit. e 1176 II co. c.c.) nell'ambito di un rapporto in cui gli è imposto di tutelare*

*l'interesse dei clienti (v. artt. 47 Cost., 5 e 21 lett. a) del d. lgs. 58/98), obbligo implicante l'indicazione, non generica, della natura altamente rischiosa dell'investimento secondo la valutazione operata dalle maggiori agenzie specializzate in materia, dato questo che la banca è tenuta a conoscere e, quindi, a comunicare al cliente al fine di consentirgli di effettuare una scelta consapevole, dovendosi in proposito ritenere che la valutazione del titolo da parte del mercato costituisca fattore rilevante (c.d. material fact secondo l'espressione usata dalla giurisprudenza nordamericana) in quanto idoneo ad influenzare il processo decisionale dell'investitore”.*

Sempre il **Tribunale di Mantova, 5 aprile 2005**, ha ritenuto che *“la banca doveva fornire una completa informazione circa i rischi connessi a quella specifica operazione che il cliente intendeva porre in essere (obbligo imposto dall'art. 28 co. II del regolamento Consob n. 11522/98), informazione che, trattandosi di soggetto tenuto ad agire con la diligenza dell'operatore particolarmente qualificato (cfr. artt. 21 lett. a) d. lgs. 58/98, 26 lett. e) reg. Consob cit. e 1176 II co. c.c.) nell'ambito di un rapporto in cui gli è imposto di tutelare l'interesse dei clienti (v. artt. 5 e 21 lett. a) del d. lgs. 58/98 nonché l'art. 47 Cost. che impone la tutela del risparmio), necessariamente comprendeva l'indicazione della natura altamente rischiosa dell'investimento desumibile dall'essere i titoli originariamente destinati ad investitori qualificati, dall'assenza di rating e dall'esame del bilancio del gruppo Cirio che evidenziava una criticità nota all'interno dell'istituto, secondo le dichiarazioni rese in sede parlamentare dall'amministratore delegato del Gruppo, dovendosi ritenere, sotto tale profilo, che la banca sia obbligata a conoscere tali dati e, conseguentemente, a riferirli al cliente laddove, per contro, la convenuta neppure ha chiesto di essere ammessa a provare di avere fornito alle investitrici adeguate informazioni circa la rischiosità dell'investimento che si accingevano ad effettuare (pacifico poi che non sia stata consegnata l'offering circular, che deve contenere dettagliate informazioni sull'emittente e di cui la convenuta ha prodotto in giudizio un'unica pagina, dovendosi sottolineare che si tratta di documento che va messo a disposizione degli investitori professionali)”*

**Il Tribunale di Viterbo, 30 novembre 2004, n. 1059**, in relazione ad un caso relativo all'acquisto di obbligazioni Argentina, ha posto particolare attenzione al periodo dell'avvenuto investimento ed ha ritenuto che:

*“gli attori ebbero a percepire negli anni 1999/2001 cedole per oltre 30 milioni di lire (...), mentre il loro investimento diveniva non più remunerativo, ed a rischio di perdita del capitale, a decorrere dalla fine dell'anno 2001 coincidente con la crisi economico – finanziaria che ha colpito l'Argentina impedendo a tale paese di far fronte agli impegni assunti con gli investitori esteri (oltre*

*che con quelli nazionali, come le cronache di questi anni hanno ampiamente documentato). Ebbene, tenuto conto di tali dati di fatto e delle date in cui gli eventi in parola si sono concentrati, appare evidente l'infondatezza delle doglianze degli attori che non possono imputare alla banca convenuta il cattivo esito di una operazione di investimento che all'epoca dell'operazione si presentava priva dei caratteri della mera operazione speculativa a rischio elevato di pagamento a lungo termine. Questo appare evidente, sia per la circostanza che per i primi anni dopo l'acquisto dei titoli de quo, gli attori percepirono le cedole semestrali di rimborso dell'interesse maturato (a dimostrazione della validità dell'investimento), sia per l'epoca in cui si venne a consolidare la crisi economica del paese emittente obbligazioni (oltre tre anni dopo i due ordini di acquisto). In merito la fonte giornalistica prodotta dalla convenuta (articoli tratti dal quotidiano il Sole 24 Ore del 5.2.99 e del 6.3.99) dà una indiretta dimostrazione del giudizio precedente a dimostrazione che, in via di fatto, i titoli obbligazionari acquistati dagli attori si presentassero, a quell'epoca, come un investimento consigliato dai media e dagli operatori specialisti di settore pur con tutte le connotazioni di rischio insite nell'investimento in titoli esteri.*

*Violazioni specifiche imputabili alla banca convenuta, con riguardo ai doveri di informazione e diligenza verso la clientela, non sembrano rinvenirsi nel caso in esame alla luce di quelli che appaiono i dati di fatto evidenziati in precedenza e senza che sulla vicenda in esame possa avere influenza alcuna la situazione venutasi a creare per moltissimi investitori indotti a fare l'investimento in titoli argentini in periodo successivo all'apertura della crisi e quando i rating internazionali avevano già attribuito valutazioni negative a tale investimento.*

*Il caso in trattazione appare del tutto diverso, e nemmeno lontanamente paragonabile, ai casi sottoposti all'esame giurisprudenziale nei quali si controverteva (e si controverte) di investimenti effettuati negli anni dal 2001 in poi quando molti istituti di credito (che avevano accumulato nel proprio portafoglio quantitativi di titoli argentini) avevano tentato di ridurre le perdite di tale investimento "scaricandolo" su ignari clienti invogliati da promesse di lauti guadagni e da prezzi di acquisto convenienti. (...). Nello svolgimento del servizio di investimento (di cui al titolo II del D.lgs 24.2.1998 n. 58) la banca convenuta non appare aver violato i doveri imposti dall'art. 21 lett. A e B del D.lgs 58/98 (come integrato nel regolamento Consob 17.1998 n. 11522 peraltro successivo al contratto in esame); e comunque su tale specifica questione le doglianze di parte attrice sembrano una semplice petizione di principio (a fronte del dato scritto emergente dal contratto 15.4.1998)".*

Si ritiene opportuno riportare le osservazioni sul punto svolte dallo stesso **Tribunale di Viterbo, 30 novembre 2004, n. 1059**, secondo cui:

*“Dal lato della domanda occorre rendersi conto che ogni tipo di investimento ( e tanto più quelli che esula dalle normali operazioni care all’investitore medio italiano: titolo di stato, CCT, BOT ecc.) è comunque e sempre, almeno in qualche misura, rischioso: contiene in sé, altrettanto fisiologicamente, possibilità di guadagno e perdita. Il passaggio dall’epoca dei titoli di Stato e dei depositi bancari a quello dell’investimento di massa in borsa o su mercati internazionali implica che, necessariamente, l’assuefazione ad un diverso tipo di aspettative e postula un diverso modo di concepire la tutela, che non è più, come si usa dire, quella di cui hanno bisogno smarrite vedove e orfani di campagna, bensì quella adeguata per consapevoli e responsabili padri di famiglia. In altre parole, ciascuno deve imparare a misurare il proprio passo a seconda della propria capacità, e quindi, assumere solo rischi nella misura i cui si è in grado di valutarli (sia per entità che per durata), anche ricorrendo ad aiuti di esperti o a consigli di soggetti autorizzati ad operare nei servizi di investimento (ex artt. 18 e 19 D.lgs 58/1998).*

*Dal lato dell’offerta, però, è necessario essere corretti e diligenti e tenere informati i clienti circa i rischi connessi all’operazione di investimento, sotto pena di sanzioni sia amministrative che civili”.*

*Nello stesso senso, in relazione agli obblighi di diligenza cui è tenuto anche l’investitore, appaio importi le osservazioni svolte dal **Tribunale di Parma, 3 marzo 2006**, secondo cui “il cliente non può - né deve - partecipare supinamente alle trattative, adattandosi in maniera acritica a quanto prospettato gli dall’intermediario. Il suo ruolo è attivo. L’Allegato n. 3 del citato Regolamento, nelle “Avvertenze generali”, documento ricevuto dal V., impone all’investitore, prima di effettuare un investimento in strumenti finanziari, il preciso “dovere” di informarsi presso il proprio intermediario sulla natura ed i rischi delle operazioni che si accinge a compiere nonché il “dovere” di concludere un’operazione solo dopo aver ben compreso la sua natura ed il grado di esposizione al rischio che essa comporta. Sempre il predetto Allegato, nella Parte “A” (“La valutazione del rischio di un investimento in strumenti finanziari), avverte l’investitore non soltanto del rischio generico o sistematico dell’investimento in titoli di capitale e di debito ma anche di quello specifico (dipendente “dalle caratteristiche peculiari dell’emittente) insito in siffatte operazioni (cfr. § 1.2) e nel soffermarsi, in particolare, sul “rischio emittente dei titoli di debito, enuncia chiaramente alcuni semplici criteri atti ad individuarlo e percepirlo: “..il rischio che le società o gli enti finanziari emittenti non siano in grado di pagare gli interessi o di rimborsare il capitale prestato si riflette nella misura degli interessi che tali obbligazioni garantiscono all’investitore. Quanto maggiore è la rischiosità percepita dell’emittente tanto maggiore è il tasso d’interesse che l’emittente dovrà corrispondere all’investitore. Per valutare la congruità del tasso d’interesse pagato da un titolo si devono tenere presenti i tassi d’interessi corrisposti dagli emittenti il cui rischio è considerato più basso, ed in particolare il rendimento*

*offerto dai titoli di Stato, con riferimento a emissioni con pari scadenza" (così al § 1.3, Parte "A", Allegato n. 3). Nella fattispecie tenuto conto che, all'epoca nella quale furono acquistati i bonds (aprile 2001) i tassi offerti dai titoli di Stato erano, notoriamente assai contenuti, l'attore (avendo, tra l'altro, già in portafoglio dai 1999 un BTP decennale, con un tasso d'interesse lordo non superiore al 4%), attraverso la semplice lettura del cit. documento sui rischi generali non poteva non essere consapevole, usando l'ordinaria diligenza, che acquistando obbligazioni che assicuravano un rendimento notevolmente superiore a quello dei titoli di debito pubblico si esponeva ad un rischio elevato".*

In senso conforme, il **Tribunale di Novara, 17 ottobre 2005**, ha opportunamente rilevato che nell'ambito della valutazione del comportamento dell'intermediario e dell'investitore occorre considerare il dovuto *"contemperamento fra il concreto adempimento degli obblighi di informazione da parte dell'intermediario ed il non oblitterabile principio di autoresponsabilità, cui non può non essere informata la condotta di ogni operatore, qualificato o meno, nell'assunzione di qualsivoglia vincolo contrattuale, specie se diretto all'acquisto di prodotti, quali quelli finanziari, che già la comune esperienza riconosce come di elevata complessità e sofisticatezza e tanto più allorquando si intenda dislocare in essi una quota non esigua del proprio patrimonio"*.

Nel caso specifico oggetto del giudizio, lo stesso **Tribunale di Novara, 17 ottobre 2005**, ha altresì ritenuto che *"l'intermediario deve fornire al cliente le informazioni la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento e tuttavia non si vede quali ulteriori informazioni dovessero essere rilasciate a chi abitualmente negoziava, in piena autonomia, obbligazioni non dissimili da quelle per cui è causa e, lo stesso giorno della compravendita in questione, acquistava titoli obbligazionari a rischio elevato o molto elevato per mezzo milione di euro"*

In relazione ad un caso che trae origine dall'acquisto di obbligazioni Argentina, il **Tribunale di Venezia, 22 novembre 2004, n. 2654**, ha diversamente messo in risalto che:

*"nel momento in cui titoli argentini sono stati acquistati dagli attori, la banca era in possesso del regolamento del prestito prodotto in causa. (...).*

*Molteplici erano dunque gli elementi a conoscenza dell'istituto al momento della sottoscrizione dell'ordine, elementi che, ove adeguatamente ponderati, avrebbero indotto un soggetto particolarmente qualificato alla maggiore prudenza e ad evidenziare la rischiosità dell'investimento sconsigliando ai clienti una tale tipo d'operazione.*

*Nulla di tutto ciò risulta sia avvenuto nel caso in esame né ci si può trincerare, specie quando tutta la disciplina legislativa regolamentare e contrattuale s'impenna sulle informazioni circa i*

*rischi che l'operazione d'investimento comporta, davanti ad un'asserita mancanza d'obbligo di trasmettere al cliente quel prospetto informativo che dette circostanze pone in luce.*

*Né può valere come esimente per la Banca la circostanza che gli attori in quanto operanti già in precedenza nel mercato borsistico attraverso l'acquisizione dei titoli azionari, come la Fiat, Parmalat, Mediobanca, erano consapevoli del rischio che correavano. Sul punto giova rilevare che l'acquisto di tali titoli, notoriamente a bassa volatilità, unitamente a quelli dello Stato come risulta dagli atti di causa, non trasforma automaticamente l'investitore, nella specie un pensionato ed una casalinga (come risulta dall'estratto conto), in un soggetto esperto in grado di valutare i rischi dell'operazione”.*

**Il Tribunale di Lecce, 29 ottobre 2004 (ordinanza)**, in un caso relativo all'avvenuta sottoscrizione di un contratto MyWay, ha attribuito particolare rilevanza al dato documentale rappresentato dalle informazioni contenute nel citato contratto e dalle dichiarazioni sottoscritte dal cliente. Lo stesso Tribunale ha ritenuto il corretto adempimento da parte dell'intermediario degli obblighi di informativa previsti dall'art. 28, comma 2, del Regolamento Intermediari in quanto:

*“Dal testo del contratto risulta in modo chiaro che l'investimento offerto si componeva di un'operazione di finanziamento a lungo periodo – il capitale oggetto del finanziamento doveva essere restituito in n. 358 rate mensili per la durata di 30 anni – immediatamente strumentale all'acquisto di obbligazioni (...) ed alla sottoscrizione di quote di un fondo comune di investimento e che, nonostante tale rapporto di strumentalità, i due diversi aspetti dell'operazione (finanziamento ed investimento) restavano separati e distinti ed erano regolati da termini e condizioni contrattuali diverse (...). Il cliente, attraverso la indicazione dei criteri di determinazione della somma da restituire nel caso di esercizio del diritto di recesso prima della restituzione del finanziamento secondo il piano di ammortamento (358 rate mensili di importo unitario di L. 600.000 ) era in grado di conoscere l'importo da restituire alla banca a seconda del momento in cui fosse stata attuata la scelta di recedere. E ciò deve ritenersi sufficiente a considerare assolto da parte della banca l'obbligo di fornire adeguata informazione in ordine alla natura della operazione che veniva conclusa; tanto indipendentemente dalla oggettiva difficoltà per un profano della finanza di sviluppare la formula matematica riportata nell'all. 4 del contratto; dal momento che detta formula non costituiva altro che lo sviluppo matematico finanziario di una clausola contrattuale il cui contenuto era sufficientemente chiaro. Inoltre, con la sottoscrizione del contratto la ricorrente ha dato atto di aver ricevuto “adeguate informazioni sulla natura sulle caratteristiche, sui rischi e sulle implicazioni dei servizi” offerti, in particolare dei “relativi oneri e rischi patrimoniali, in maniera tale da poter acquisire la conoscenza necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento/disinvestimento”. Ancora, la ricorrente, nel sottoscrivere il*



*contratto riconosceva espressamente che, sulla base di tutte le informazioni ricevute dalla banca aveva effettuato una scelta consapevole dell'investimento propostole, nel senso che "le singole operazioni in cui si sostanzia il piano finanziario e lo stesso nel suo complesso" erano pienamente rispondenti ai suoi interessi."*

**Il Tribunale di Lecce, 29 ottobre 2004 (ordinanza)**, ha altresì aggiunto che:

*"è vero che (...) secondo la normativa applicabile spetta a chi propone l'investimento fornire la prova di avere tenuto un comportamento aderente alla diligenza richiesta: ma è vero anche che tale obbligo di diligenza non può essere esteso anche a tutelare chi, aderendo all'investimento, non presta la dovuta attenzione per la reale natura del contratto e per gli effetti economici che lo stesso produrrà nel suo patrimonio, non almeno quando il contratto esponga con la dovuta chiarezza la reale natura dell'operazione ed i rischi connessi, così come è certamente avvenuto nel caso di specie in ragione delle previsioni contrattuali delle quali si è fatto espresso richiamo. La tutela del cliente cioè, pienamente giustificata nelle forme più ampie per la elevata rischiosità delle operazioni e la notevole sproporzione di forza contrattuale ed economica tra le parti che sottoscrivono il contratto, non può giungere fino al limite di colmare le lacune di attenzione e di adeguata considerazione dei propri interessi che siano imputabili alla condotta omissiva dello stesso cliente".*

In relazione ad una controversia promossa da una cliente che aveva impugnato un contratto 4You, domandandone la declaratoria di nullità per violazione degli obblighi informativi, **il Tribunale di Parma, 15 novembre 2004, n. 1305**, ha in primo luogo rilevato che la cliente:

*"ricevette (...) il Documento sui rischi generali degli investimenti un strumenti finanziari (...) l'estratto delle Condizioni concernenti la copertura assicurativa, il Prospetto informativo relativo ai fondi comuni di investimento e il Regolamento del Prestito obbligazionario Zero Coupon (...). Alla Sezione I Norme Generali, art 4, il cliente aveva dichiarato "di aver ricevuto adeguate informazioni sulla natura, sulle caratteristiche, sui rischi e sulle implicazioni dei servizi oggetto del presente accordo, con particolare riferimento ai relativi oneri e rischi patrimoniali, in maniera tale da poter acquisire la conoscenza necessaria per effettuare consapevoli scelte d'investimento / disinvestimento",*

Sulla base di tali considerazioni, lo stesso **Tribunale di Parma, 15 novembre 2004, n. 1305**, valutato il complesso della documentazione contrattuale consegnata e sottoscritta dalla cliente, ha rigettato le domande dell'attrice ed ha concluso che:

*"la dedotta violazione dell'art. 28 Regol. (ed art.21 lett.b) cit.) muove da una pretesa carenza di informazioni, ma contrasta, come visto, con l'evidenza documentale, stanti le dichiarazioni fornite*

dalla cliente nel contratto ed il contenuto dei documenti e prospetti informativi consegnati dalla banca”.

In senso conforme, il **Tribunale di Pistoia, 3 dicembre 2004, n. 1266**, in relazione ad un ulteriore caso relativo ad un contratto 4You, ha rilevato che:

*“Il contratto stipulato dalle parti è in atti. Esso reca in testa, scritto in neretto corsivo la dicitura “Abbiamo ricevuto la Sua proposta di adesione al Piano Finanziario”; subito sotto è ripetuto, in caratteri maiuscoli ed evidenziati, “PROPOSTA DI ADESIONE AL PIANO FINANZIARIO”, e ancora immediatamente di seguito, questa volta a caratteri ordinari ma comunque leggibili, è contenuto il riferimento alla iniziativa della banca di “concedere ai richiedenti ... finanziamenti attraverso un piano finanziario denominato 4You”.*

*E’ di conseguenza impossibile affermare che al dott. F. sia stato presentato il piano 4You nascondendogli al sua natura di finanziamento. Essa non solo è riferita tre volte nella prima parte del contratto, di cui due con caratteri evidenziati, ma è anche la prima caratteristica del Piano ad essere menzionata.*

*Solo proseguendo nella lettura del contratto si specifica che il finanziamento è finalizzato all’acquisto di obbligazioni e quote di fondi di investimento; e, subito dopo, viene menzionato l’obbligo di rimborso del finanziamento stesso, il tutto nella prima pagina del contratto.*

*Si deve di conseguenza presumere che il dott. F. abbia ricevuto una adeguata informazione in ordine alla natura del contratto stipulato; né l’attore ha introdotto prove tali da superare questa presunzione*

*Certo non vale addurre, in contrario la circostanza di avere sottoscritto il contratto senza nemmeno averlo letto: la quale evidenzia un profilo di grave negligenza dello stesso dott. F., non certo della Banca”.*

Lo stesso **Tribunale di Pistoia, 3 dicembre 2004, n. 1266** ha poi aggiunto che:

*“Ancora nel corpo del contratto, il dott. F. dichiara, tra le altre cose, di (...) aver ricevuto adeguate informazioni sulla natura, caratteristiche, rischi ed implicazione dei servizi oggetto del contratto: di essere stato informato ed aver compreso che non vi è garanzia di rendimento futuro delle quote dei Fondi.*

*Queste dichiarazioni sono invero rintracciabili nel corpo di un contratto prestampate, di non agevole ed immediata lettura; tuttavia ci sono, contengono l’affermazione di un fatto sfavorevole al ricorrente e devono perciò essere considerate alla stregua di confessione”.*

Di diverso avviso è invece il **Tribunale di Firenze, 19 aprile 2005**, che ha dichiarato l’invalidità di un contratto 4You sulla base della ritenuta assenza di trasparenza. Secondo la motivazione della sentenza depositata dallo stesso Tribunale:

*“La banca è tenuta, nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, a comportarsi con “trasparenza”. La trasparenza si specifica come qualità del documento contrattuale che deve essere idoneo a porre l’utente in condizione di trarre dalla sua semplice consultazione gli elementi necessari per esprimere un consenso consapevole e, quindi, assumere una scelta negoziale responsabile*

*L’imposizione di tale obbligo a carico dell’intermediario significa, in primo luogo, che i moduli presentati ai clienti bancari per la sottoscrizione devono essere redatti con chiarezza, al fine di consentire agli stessi una precisa e immediata rilevazione della portata e dei rischi dell’operazione. La regola della trasparenza dispiega i suoi effetti, non solo sul piano contenutistico, ma anche sulle modalità di comunicazione, che devono garantire chiarezza e comprensibilità ed essere adeguate alle tecniche di contatto utilizzate con la clientela.*

*Il semplice esame del testo contrattuale evidenzia, al contrario, l’oscurità, la scarsa comprensibilità e la non chiarezza della disciplina pattizia. Il contratto non si presenta, al primo impatto visivo, come tale, ma solo una come “proposta” proveniente dal cliente di “adesione” a un piano finanziario. Da ciò emerge una realtà distorta di quanto effettivamente accaduto. Infatti, implicitamente, il contratto attesta che ciascuno dei soggetti sottoscrittori, si sia presentato presso la banca e che, avendo ben a mente quando attestato nel documento e manifestando, quindi, anche approfondito livello culturale e conoscenza degli strumenti finanziari, abbia di sua iniziativa proposto alla banca l’adesione al piano.*

*Sempre dal primo impatto visivo si rileva che il contratto è composto da un testo di otto pagine scritto in caratteri molto minuti. I paragrafi e le clausole non presentano un titolo o una rubrica, ma semplicemente una successione di lettere o di numeri.*

*Esso, inoltre, già dal primo esame presenta degli elementi fortemente contraddittori. Nella prima pagina del contratto risulta in bianco e non spuntata la parte relativa alla dichiarazione del cliente di avere ricevuto le informazioni necessarie per la conoscenza del piano di investimento e di aver fornito alla banca le notizie utili per consentire alla stessa di valutare l’adeguatezza per cliente dell’operazione è rimasta in bianco. La mancata spuntatura delle proposizioni induce a ritenere che il cliente non sia stato informato di nulla. Tuttavia nel prosieguo del testo R. R., in caratteri più minuti, dichiara di aver ricevuto “adeguate informazioni sulla natura, sulle caratteristiche, sui rischi e sulle implicazioni dei servizi” (vedi art. 4 della parte normativa del contratto).*

*Il vero e proprio testo contrattuale è diviso in due parti. Esso, dopo una pagina introduttiva, inizia con una lunga premessa di oltre due pagine e mezzo che, senza alcuna evidenziazione grafica, descrive la natura del contratto e spiega la sua disciplina in un succedersi di paragrafi denominati*

solo A), B), C) e D). Benché tale parte del documento costituisca solo una premessa il primo articolato del contratto chiarisce che fa “parte integrante e sostanziale” dell’accordo.

La seconda parte del testo contrattuale è quella normativa. Essa, benché – almeno in teoria – sia di maggiore importanza, è al contrario scritta in un carattere ancora più munito e quasi illeggibile se non avvicinandosi molto al documento. Tale testo di circa quattro pagine è diviso in più sezioni evidenziate sempre in caratteri estremamente minuti con numerazione degli articoli che ricomincia da capo in ogni sezione, rendendo più complesso anche l’individuazione delle clausole oggetto dei richiami e in particolare della sottoscrizione separata.

Alcune clausole, come la clausola n° 8, non sono nemmeno comprensibili. Per calcolare quanto il cliente è tenuto a pagare in caso di recesso dal contratto occorre fare dei calcoli estremamente complessi basati su una serie di variabili. La determinazione di tale somma in tale maniera non trova alcuna giustificazione. L’istituto bancario avrebbe potuto senza alcuna difficoltà ancorare il recesso dal contratto al pagamento di una somma già determinata o comunque facilmente determinabile. I caratteri estremamente minuti non consentono assolutamente di comprendere l’equivalenza tra i simboli adottati e la descrizione contenuta in calce alla pagina.

Tutte le violazioni agli obblighi di trasparenza imposti dalla legge assumono ulteriore rilievo e maggiore importanza in riferimento alla situazione concreta di conflitto di interessi in cui si è trovata ad agire la banca convenuta. L’art. 21 del decreto legislativo n° 58 del 1998 impone agli istituti di credito non solo di “ridurre al minimo il conflitto di interessi”, ma anche di assicurare comunque ai clienti “trasparenza” nella situazioni di conflitto di interessi”.

Gli obblighi informativi si differenziano nel caso in cui il soggetto destinatario sia un operatore qualificato e non un semplice investitore. A tal riguardo il **Tribunale di Milano, 3 aprile 2004 (ordinanza)**, ha evidenziato che:

“Nel caso in cui una banca concluda contratti di swap con una società di capitali che ha dichiarato di essere un “operatore qualificato” in quanto in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari ed è comunque dotata di una serie di requisiti oggettivi riguardanti, tra l’altro, il fatturato e il patrimonio netto ritraibili dai dati del bilancio, non trovano applicazione (...) gli obblighi informativi fissati in capo alle banche nella prestazione dei servizi di investimento”.

Il **Tribunale di Brindisi, 21 febbraio 2005 (ordinanza)**, chiamato a pronunciarsi in merito ad un contratto BTP-TEL ha rilevato che:

“Tale contratto è notoriamente caratterizzato dalla coesistenza di due singole operazioni costituenti due diversi contratti di compravendita di strumenti finanziari: il primo è denominato «conferimento di ordine di negoziazione di strumenti finanziari», e con tale contratto il cliente acquista un BTP

*con scadenza (...); il secondo è un contratto di vendita di opzioni Put collegate all'andamento dei corsi su titoli azionari: con tale contratto il cliente vende alla Banca un tot di opzioni Put. (...). non vi è dubbio che il BTP-TEL costituisca un prodotto particolarmente complesso: esso, infatti, consegue dalla combinazione di due diversi contratti, di cui uno avente natura derivata.*

*Tale complessità implica, nel caso di acquisto, notevoli difficoltà di valutazione da parte di un investitore non particolarmente esperto.*

*Ne discende che la Banca collocatrice ha l'obbligo di adottare procedure di vendita volte a selezionare adeguatamente la clientela cui offrire il prodotto, e ad informare correttamente i potenziali investitori sui rischi che esso comporta, secondo quanto previsto dall'art. 21 del d. lgs. 24.2.1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari finanziari, e dall'art. 28 del Regolamento di attuazione del d. lgs. cit., (adottato dalla Consob con delibera n. 11.522 del 1.7.1998) (...). Nel caso di specie, (...) non risulta neanche che la Banca abbia fornito alla sig.ra B. tutte le informazioni necessarie circa le caratteristiche del prodotto ed i rischi ad esso connessi. Nessun foglio contenente informazioni e sottoscritto dalla ricorrente è stato prodotto dalla Banca resistente, il che porta ad escludere che la sig.ra B. abbia ricevuto le informazioni necessarie per comprendere la particolare natura dell'operazione.*

*Né negli altri fogli prodotti, che contengono la sottoscrizione della sig.ra B., vi è l'attestazione dell'aver ricevuto le informazioni in questione. Conseguentemente, quindi, la violazione pacifica dell'art. 28 del reg. Consob e dell'art. 21 d. lgs. n. 58/1998”.*

**Il Tribunale di Mantova, 12 aprile 2005, n. 496**, nel valutare il corretto adempimento da parte dell'intermediario degli obblighi informativi, ha dedicato attenzione alle particolari caratteristiche del cliente, affermando che:

*“Quanto alla prospettata violazione delle norme del regolamento Consob n. 11522/98 va premesso che dagli atti si evince che l'attrice è stata ed era, al momento della stipula, amministratrice di alcune società di capitali e che aveva un capitale investito in titoli e fondi azionari nonché in una polizza united linked (diversi da quelli oggetto del contratto) pari complessivamente ad euro 41.790,83: tali circostanze se pure non valgono a farla considerare operatore qualificato ex art. 31 reg. cit. (nel qual caso non potrebbero trovare applicazione le norme di cui agli artt. 27, 28 e 29 reg. cit.) come sostenuto dalla difesa della convenuta, non emergendo dagli atti di causa la sussistenza in capo all'attrice di tutti i requisiti di professionalità ed onorabilità prescritti dal D.M. 11-11-1998 n. 468, escludono tuttavia che essa possa considerarsi una risparmiatrice del tutto ignara dei meccanismi dei mercati mobiliari: dalla tipologia degli investimenti sopra menzionati può per contro dedursi una sua propensione al rischio definibile come medio-alta.*

*In considerazione di ciò, del tenore sufficientemente chiaro delle clausole contrattuali, della avvenuta consegna sia del modulo di cui all'art. 28 I co. lett. b reg. cit., sia degli altri allegati al contratto sopra menzionati, deve escludersi che all'istante non fossero state fornite adeguate informazioni sull'acquisto dello strumento finanziario denominato 4You”.*

Anche il **Tribunale di Mantova, 3 febbraio 2005**, ha ritenuto opportuno considerare con particolare attenzione il profilo del cliente ai fini della valutazione degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario. Il citato Tribunale, in particolare, ha affermato che:

*“Quanto alla supposta violazione dell'obbligo di fornire adeguate informazioni al cliente (...) con riguardo in particolare alle operazioni su derivati, va detto che il rilievo appare generico non essendo stata specificata quale rilevante informazione in vista dell'effettuazione degli investimenti in questione sarebbe stata omessa dalla banca (la negoziazione per vari mesi di oltre cento contratti concernenti il FIB 30 sta peraltro ad indicare la conoscenza dello strumento finanziario denominato future), non potendo peraltro andare sottaciuto che non è stata fornita dai risparmiatori la prova (su di essi incombente ex art. 23 t.u.l.f.) di avere subito un pregiudizio dalla loro esecuzione né mai gli istanti, prima del giudizio, ebbero a sollevare rilievo alcuno nonostante le numerose operazioni poste in essere. Analoghe considerazioni vanno svolte con riguardo ai titoli azionari (...) non potendosi desumere l'inosservanza delle regole di condotta semplicemente in presenza della diminuzione del valore dei titoli atteso che con il “contratto di investimento” l'intermediario non si impegna a garantire un determinato risultato finanziario (...).”*

Attribuendo preminente rilievo al dato documentale relativo al contratto concluso *inter partes*, il **Tribunale di Mantova, 12 aprile 2005, n. 495**, ha ritenuto che:

*“Eccepsce l'attrice la violazione dell'art. 21 comma 1 lettera B D. L. vo 58/98 in relazione all'art. 28, comma 2, Regolamento Consob, rilevando che la convenuta non le ha fornito “notizie sull'effettivo valore e sulle modalità di quotazione dell'obbligazione zero coupon nel corso dell'operazione e sulle reali e gravi conseguenze derivanti l'investitore per l'eventualità di disinvestimento”. La censura non ha fondamento. All'art. 4 della Sezione I del contratto, l'attrice dichiara espressamente “di avere ricevuto adeguate informazioni sulla natura, sulle caratteristiche, sui rischi e le implicazioni dei servizi oggetto del presente accordo, con particolare riferimento ai relativi oneri e rischi patrimoniali, in maniera tale da poter acquisire la conoscenza necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimenti/disinvestimenti”.*

*Vi è prova, quindi, che la Banca ha ottemperato al suo obbligo di informazione”.*

In termini analoghi, si è espresso anche il **Tribunale di Modena, 11 febbraio 2005, n. 582**, secondo cui:

*“Nel contratto M.C. da atto di aver ricevuto notizie sulle caratteristiche dell’operazione e documentazione illustrativa ed esplicativa al riguardo e di aver evidentemente ritenuto di voler aderire a tale operazione avendo sottoscritto il contratto stesso ed avervi dato regolare esecuzione per circa due anni.*

*Ne discende la non fondatezza dei rilievi operati dall’attore in merito alla violazione del tuf e delle norme Consob nel caso di specie così come la vessatorietà complessiva del contratto e la sua inefficacia ex art. 1469 bis cc è da escludere posto che le condizioni contrattuali erano ben specificate e comprensibili attraverso la semplice lettura del testo mentre per ciò che attiene alla convenienza economica ed all’opportunità di porre in essere un’operazione finanziaria spetta al singolo soggetto contraente valutare, sulla base delle proprie condizioni economiche, esigenze ed aspettative l’opportunità o meno di aderire ad una determinata proposta contrattuale”.*

In senso conforme il **Tribunale di Pescara, 15 aprile 2004, n. 602**, in relazione ad un contratto MyWay, ha ritenuto la correttezza del comportamento dell’intermediario ex art. 28, comma 2, del Regolamento Intermediari sulla base delle risultanze documentali rappresentate dal citato contratto concluso *inter partes*. In particolare, ad avviso dello stesso Tribunale:

*“ogni doglianza del P.D. circa la chiarezza del testo contrattuale da lui sottoscritto, in particolare circa la struttura del negozio complesso basato sul prestito da parte della banca del capitale da impiegare negli investimenti, è smentita dalla prodotta modulistica, che già in prima pagina espressamente e con caratteri tipografici ad evidenza si riferisce alla “concessione di un finanziamento”, specificando poi il tasso debitore e la rateazione di rimborso; sicché il P.D., qualificandosi nella scheda-profilo del 4.4.2000 di “alta” esperienza finanziaria, non poteva ignorare l’essenza del rapporto, a prescindere dalla condotta del promotore”.*

Diversa è invece l’opinione espressa dal **Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005**. In relazione ad un caso relativo all’avvenuto acquisto di *bond* Argentina, il suddetto Tribunale ha infatti ritenuto insufficienti le informazioni che risultavano fornite dall’intermediario sulla base della documentazione prodotta in atti, in quanto:

*“il secondo comma dell’art. 28 del regolamento richiamato precisa che gli intermediari autorizzati devono fornire all’investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento.*

28. *Ritiene il giudicante che la società convenuta non abbia fornito la prova neppure dell’espletamento di tale obbligo. Invero i tre ordini di acquisti sottoscritti dagli investitori recano la dizione “Si dà atto che mi avete fornito le informazioni necessarie e sufficienti ai fini della completa valutazione del grado di rischiosità della presente operazione”.*

29. Inoltre, in calce all'ordine, si legge che il cliente "è al corrente a) del fatto che si tratta di investimento in obbligazione di emittente ad alto rischio b) dell'aleatorietà delle quotazioni sul mercato internazionale c) della illiquidità del titolo e ne accetta tutti i rischi conseguenti".

30. Anche qualora si voglia ritenere che con la produzione di tale dichiarazione la banca convenuta abbia dimostrato di aver illustrato agli attori il rischio delle operazioni finanziarie intraprese, occorre comunque rilevare che, tramite essa, non è dato comprendere e stabilire il tipo, la natura e la portata delle informazioni fornite.

31. Mentre, infatti, la prima dichiarazione, sopra riportata, è del tutto generica, tramite la seconda non è possibile stabilire che tipo di rischio sia stato indicato dalla banca. La sola indicazione del rischio come "alto" non costituisce certo un'informazione adeguata sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della operazione. Il riferimento all'"aleatorietà" delle quotazioni sul mercato internazionale è un'affermazione generica e priva di qualsiasi significato specifico. Parimenti irrilevante è la circostanza che il cliente fosse informato della "illiquidità" del titolo.

32. Siamo pertanto in presenza di clausole di mero stile tali da non esonerare l'istituto dall'onere di fornire la prova positiva del tipo di informazione concretamente dato.

33. Peraltro le clausole in questione, ove davvero valide e significative, sarebbero anche inefficaci alla luce del disposto di cui all'art. 1469 bis n. 18 c.c. traducendosi, di fatto, se non accompagnate dalla dimostrazione di un'effettiva e completa informazione, in una limitazione per la difesa del consumatore e di responsabilità per il professionista.

34. Orbene deve ritenersi che la banca avrebbe dovuto fornire una completa informazione circa i rischi connessi a quella specifica operazione che i clienti intendevano porre in essere (obbligo imposto anche dal primo comma dell'art. 11 della direttiva 93/22 CEE del 10-5-1993), dovendo l'intermediario finanziario agire con la diligenza dell'operatore particolarmente qualificato nell'ambito di un rapporto in cui gli è imposto di tutelare l'interesse dei clienti obbligo implicante l'indicazione, non generica, della natura altamente rischiosa dell'investimento secondo la valutazione operata dalle maggiori agenzie specializzate in materia, dato questo che la banca è tenuta a conoscere e, quindi, a comunicare al cliente al fine di consentirgli di effettuare una scelta consapevole, dovendosi in proposito ritenere che la valutazione del titolo da parte del mercato costituisca fattore rilevante in quanto idoneo ad influenzare il processo decisionale dell'investitore (...). Sulla base della norma sopra richiamata la banca è tenuta, nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, a comportarsi con "trasparenza". L'imposizione di tale obbligo a carico dell'intermediario significa anche che i moduli presentati ai clienti bancari per la sottoscrizione devono essere redatti con chiarezza, al fine di consentire agli stessi una chiara e immediata rilevazione della portata e dei rischi dell'operazione.



40. *La regola della trasparenza dispiega i suoi effetti, non solo sul piano contenutistico, ma anche sulle modalità di comunicazione, che devono garantire chiarezza e comprensibilità ed essere adeguate alle tecniche di contatto utilizzate con la clientela.*

41. *Nel caso in esame i moduli sottoscritti da L. F. e da R. R. F. non rispondono a tale requisito. Essi, infatti, recano l'annotazione "Si dà atto che mi avete fornito le informazioni necessarie e sufficienti ai fini della completa valutazione del grado di rischiosità della presente operazione" in caratteri minuti e non facilmente distinguibili dal resto del testo e inseriti in un solo periodo contenente altre disposizioni. (...)*

43. *Va rilevato, ancora, che la frase con quale si afferma che il cliente "è al corrente a) del fatto che si tratta di investimento in obbligazione di emittente ad alto rischio b) dell'aleatorietà delle quotazioni sul mercato internazionale c) della illiquidità del titolo e ne accetta tutti i rischi conseguenti" è scritta su un tagliando sovrapposto al modulo e legato ad esso sembra da spillette.*

44. *Il modulo in questione non è, quindi, né chiaro né trasparente ma estremamente confuso e contraddittorio. Non si può, infatti, ritenere che il rispetto dell'obbligo di trasparenza si esaurisca nella consegna di un tale ordine scritto. Non si può presumere che sia pienamente consapevole l'investitore, cui l'intermediario ha consegnato i suddetti documenti e questi non deve ritenere che il mero rispetto dell'obbligo in questione renda il cliente capace di tutelare da sé il proprio interesse e di assumersi i rischi dell'investimento compiuto.*

45. *Invero, l'intermediario deve comunque assicurare all'investitore la propria assistenza e la propria guida nella scelta delle operazioni da compiere, anche al di là delle asettiche e standardizzate informazioni riportate nel documento".*

Diverse sentenze hanno analizzato il preteso obbligo in capo all'intermediario di informare il cliente in relazione al progressivo *downgrading* o perdita di valore dei titoli in precedenza acquistati dai clienti. Tale obbligo discenderebbe dall'applicazione dell'art. 28, comma 4, del Regolamento Intermediari. In realtà la citata norma trova applicazione limitatamente ai rapporti di gestione patrimoniale e non ai rapporti di negoziazione di strumenti finanziari.

In merito il **Tribunale di Foggia, 21 aprile 2006**, ha rilevato che "*l'attore, dolendosi di non essere stato informato, dopo l'acquisto delle obbligazioni argentine, del progressivo downgrading dei titoli, ha sostenuto la violazione dell'obbligo di cui all'art. 28, comma 2, reg. Consob. Invero, la norma non si attaglia al caso di specie perché riguarda la diversa ipotesi in cui l'intermediario sia chiamato ad effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione, mentre, nel caso di specie, al momento del deposito, l'operazione di investimento si era già perfezionata*".

In senso conforme, il **Tribunale di Parma, 3 marzo 2006**, ha ritenuto in conferente il richiamo all'art. 28, comma 4, del Regolamento Intermediari in quanto trattasi di *“norma relativa esclusivamente alla "gestione di portafogli di investimento" disciplinata dall'art. 24 TUF con la previsione di norme di comportamento specifiche in considerazione della sua peculiarità. Nella fattispecie, invece, non siamo in presenza di un servizio di gestione su base discrezionale della Banca ma, al contrario, come visto, di un servizio di raccolta e trasmissione di ordini collegato ad un contratto di amministrazione c.d. statica, avente ad oggetto la mera custodia degli strumenti finanziari dei clienti.”*.

Ancora in senso conforme, il **Tribunale di Milano, 17 gennaio 2006**, ha rilevato che *“quanto all'omessa informazione in ordine alla progressiva perdita di valore del titolo, deve rilevarsi che nessun obbligo informativo grava sull'intermediario nelle ipotesi di mera negoziazione e che la norma invocata dalla difesa attrice riguardo il patrimonio affidato nell'ambito di una gestione: fattispecie del tutto estranea al caso in esame”*.

Il **Tribunale di Mantova, 14 aprile 2005**, ha ritenuto che *“parimenti infondato deve ritenersi l'assunto secondo cui la banca avrebbe dovuto segnalare all'investitrice il progressivo deterioramento delle condizioni finanziarie dell'Argentina onde porla in condizione di smobilizzare l'investimento. Fra le parti non era infatti in corso né un contratto di gestione patrimoniale né di consulenza bensì solo di deposito in custodia ed amministrazione in relazione al quale la banca aveva assunto l'obbligazione unicamente di a) custodire i titoli ed i valori; b) per i titoli, di esigere gli interessi ed i dividendi, di verificare i sorteggi per l'attribuzione dei premi o per il rimborso del capitale, curare le riscossioni per conto del depositante ed il rinnovo del foglio cedole ed in generale di provvedere alla normale tutela dei diritti inerenti ai titoli stessi; per i titoli non quotati nelle borse italiane (come quelli in questione) il contratto prevedeva inoltre che il depositante fosse tenuto a dare alla banca, tempestivamente, le opportune istruzioni in mancanza delle quali essa non era tenuta a compiere alcuna operazione (v. art. 2 del contratto di deposito). Né in proposito vale richiamare il disposto di cui all'art. 5 del citato regolamento (di contenuto pressoché identico a quello di cui all'art. 28 reg. Consob n. 11522/98) che obbligava l'intermediario a fornire all'investitore informazioni adeguate sulle implicazioni della specifica operazione la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di disinvestimento atteso che la banca, nell'ambito di un rapporto di mero deposito titoli, è tenuta ad effettuare la c.d. consulenza incidentale (prevista dalla norma sopra citata) solamente nel momento in cui il cliente, per effetto di propria scelta, intende disinvestire e non invece prima non essendovi tenuta né contrattualmente né in virtù di disposizione normativa: né in proposito può invocarsi il disposto di cui all'art. 1375 c.c. atteso che gli obblighi accessori connaturati all'esecuzione in buona fede del contratto non*

*possono assurgere a rilievo tale da comportare il mutamento del tipo di contratto in essere fra le parti (che diverrebbe di consulenza ovvero di gestione patrimoniale) e, d'altro canto, va sottolineato che il regolamento n. 10943/97 come quello n. 11522/98 prevede specificamente le ipotesi in cui la banca è tenuta, in corso di rapporto, a fornire all'investitore informazioni concernenti lo svolgimento dello stesso (vedasi in proposito quanto prescritto in tema di rifiuto o di mancata esecuzione di ordini, di obbligo di rendicontazione delle operazioni eseguite nonché di perdite su operazioni in derivati o conseguenti ad una gestione patrimoniale), laddove nell'ambito del contratto di negoziazione su strumenti finanziari gli obblighi informativi (oltre a quelli generali sui rischi degli investimenti) sono solo quelli che vengono dati, come sopra evidenziato, in via "incidentale".*

## **2. - L'OBBLIGO DELL'INTERMEDIARIO DI VALUTARE L'ADEGUATEZZA DELL'OPERAZIONE DEL CLIENTE PREVISTO DALL'ART. 29 DEL REGOLAMENTO INTERMEDIARI**

L'art. 29 del Regolamento Intermediari, rubricato “operazioni non adeguate”, stabilisce che:

*“1. Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.*

*2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati.*

*3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”.*

Ai fini del corretto adempimento del suddetto obbligo di valutazione dell'adeguatezza delle operazioni di investimento del cliente (c.d. “*suitability rule*”), l'intermediario deve tener conto delle informazioni acquisite dal cliente *ex art. 28, comma 1, lett. a)*, del Regolamento Intermediari, nonché “*di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati*” relativa sia al cliente che agli strumenti finanziari oggetto dei servizi medesimi.

Come ripetutamente sottolineato dalla Consob (cfr. comunicazioni n. DI/98080595 del 14 ottobre 1998 e n. DI/98088209 dell'11 novembre 1998) “*la valutazione di adeguatezza delle operazioni rappresenta un momento essenziale della corretta prestazione del servizio di investimento nei confronti degli investitori non qualificati; l'apprezzamento dei profili di adeguatezza può risultare più o meno complesso, a seconda del tipo di operazioni considerate e delle caratteristiche dell'investitore, ma non può essere omissivo*”.

Sul punto occorre altresì richiamare la comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000, ove si afferma che: “*gli intermediari non sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dal cliente anche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso, la valutazione andrà condotta, in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es.: età, professione, presumibile propensione al rischio del cliente alla luce anche della pregressa ed abituale operatività; situazione del mercato)*”.

La questione relativa alla valutazione, da parte dell'intermediario, dell'adeguatezza delle operazioni di investimento dei clienti è di assoluto rilievo. Numerose pronunce relative ai casi di *default* dei *bond* Parmalat, Cirio e Argentina si sono infatti soffermate sulla valutazione del corretto adempimento da parte degli intermediari dell'obbligo previsto dall'art. 29 del Regolamento Intermediari.

In relazione ad un caso in cui il cliente si era rifiutato di rilasciare le informazioni richieste dall'intermediario ai sensi dell'art. 28, comma 1, lett. a), il **Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, ha rilevato che, ai fini della valutazione di adeguatezza dell'operazione, tale rifiuto:

*“non è sufficiente ad escludere la responsabilità del professionista in quanto la relativa acquisizione non può assumere il significato di un esonero o di una limitazione di responsabilità dell'intermediario nei confronti dell'investitore non professionale, dovendo la relativa dichiarazione essere interpretata in modo tale da essere compatibile con i principi sanciti dal nostro ordinamento a tutela del risparmiatore, che sanciscono l'invalidità di clausole finalizzate a tale scopo (...).*

Ad avviso del **Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, infatti:

*“l'acquisizione della dichiarazione di cui all'art. 28 non esaurisce l'obbligo di diligenza imposto all'intermediario per dare corso all'operazione, dovendo questi tenere conto di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati. Inoltre, è opinione diffusa nella prassi ed in dottrina che l'acquisizione delle notizie previste dall'art. 28 lett. a non è decisiva per stabilire se l'intermediario debba procedere o debba astenersi dall'operazione per inadeguatezza della stessa”.*

Lo stesso **Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, ha quindi concluso ritenendo, nel caso di specie, inadeguata l'operazione di investimento rispetto al profilo dei clienti in quanto:

*“trattandosi di soggetti titolari di conti correnti presso la banca, le altre notizie in possesso dell'intermediario rendevano chiaro che si trattava di soggetti nei cui confronti l'operazione di negoziazione proposta non fosse adeguata sia in relazione alla loro situazione patrimoniale sia in relazione alla scarsa propensione al rischio. Si deve, conseguentemente, ritenere che l'intermediario è venuto meno all'obbligo di curare l'interesse dell'investitore, obbligo che costituisce espressione del generale principio di correttezza e buona fede e si spinge sino al punto di imporre al primo di valutare l'adeguatezza di ogni operazione disposta dal secondo (art. 29 Reg. Consob. N. 11522/98). (...), la norma regolamentare in materia dispone che in presenza di una operazione non adeguata l'intermediario debba astenersi dal dare esecuzione all'operazione se prima non abbia avvertito l'investitore e ottenuto dal medesimo l'espressa autorizzazione ad agire ugualmente. L'adempimento di questo obbligo è funzionale alla realizzazione del migliore risultato possibile per il cliente; risultato che dunque va inteso non in senso assoluto ma (come specificato*

*anche nell'art. 26 lett. f del suddetto regolamento) in relazione al livello di rischio prescelto per sé da ciascun investitore.*

*Ha osservato autorevole dottrina che la sola ipotesi in cui tali obblighi di valutazione dell'adeguatezza e di correlata astensione dall'agire non si applicano è quella in cui il servizio prestato si limiti alla mera esecuzione o trasmissione degli ordini dell'investitore, senza che sia fornita dall'intermediario alcuna indicazione circa le operazioni da effettuare e sempre che vi sia stata da parte dell'intermediario una preventiva individuazione scritta dei limiti quantitativi e delle tipologie di strumenti finanziari, di operazioni e di ordini entro i quali le operazioni sono considerate automaticamente adeguate (c.d. execution only).*

*Se invece il servizio di negoziazione o quello di ricezione e trasmissione di ordini sono abbinati ad una consulenza anche solo illustrativa o strumentale, l'intermediario svolge comunque un ruolo attivo nel processo formativo della volontà dell'investitore e risorge perciò nella sua pienezza l'obbligo di valutazione dell'adeguatezza e di conseguente astensione, pena, altrimenti, la violazione di una regola di diligenza prescritta dall'ordinamento. Nel caso in esame, questa attività di consulenza sia pure meramente strumentale e promozionale, deve ritenersi avvenuta avendo gli attori sia nel loro interrogatorio libero sia nell'atto di citazione affermato di essersi indotti all'acquisto di titoli su indicazione dei funzionari preposti, non avendo essi alcuna possibilità di conoscere altrimenti tali titoli, in quanto la relativa negoziazione è avvenuta in periodo di grey market”.*

Con specifico riferimento al particolare caso della c.d. *execution only* e di esenzione dall'obbligo di cui all'art. 29 del Regolamento Intermediari, in termini analoghi si è espresso anche il **Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230**, secondo cui:

*“la sola ipotesi in cui tali obblighi di valutazione dell'adeguatezza e di correlata astensione dall'agire non si applicano è quella in cui il servizio prestato si limiti alla mera esecuzione o trasmissione degli ordini dell'investitore, senza che sia fornita dall'intermediario alcuna indicazione circa le operazioni da effettuare e sempre che vi sia stata da parte dell'intermediario una preventiva individuazione scritta dei limiti quantitativi e delle tipologie di strumenti finanziari, di operazioni e di ordini entro i quali le operazioni sono considerate automaticamente adeguate (cd. execution only). Nel caso in cui, invece, tale servizio consegue ad una consulenza anche solo illustrativa o strumentale, l'intermediario svolge un ruolo attivo nel processo formativo della volontà dell'investitore e, pertanto, sussiste a carico dell'intermediario l'obbligo di valutazione. Nella presente fattispecie, questa attività di consulenza deve ritenersi avvenuta avendo parte attrice affermato di essersi indotta all'acquisto di titoli su indicazione dei funzionari preposti, considerato,*

*altresì, che non aveva l'investitore alcuna possibilità di conoscere altrimenti tali titoli, in quanto la relativa negoziazione è avvenuta per un titolo "non quotato".*

Lo stesso **Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230**, ha ritenuto la violazione da parte dell'intermediario dell'obbligo di cui all'art. 29 del Regolamento Intermediari in quanto, sebbene fosse stata rilevata nel modulo d'ordine l'inadeguatezza dell'operazione, non risultavano fornite dalla Banca al cliente indicazioni in merito alle specifiche ragioni per cui non era opportuno procedere alla esecuzione dello stesso ordine. In particolare:

*"sostiene la banca convenuta che, comunque, l'investitore era stato informato della non adeguatezza dell'operazione attraverso l'ordine di acquisto dei titoli del 27.7.2000. L'ordine, prodotto in copia da entrambe le parti, in effetti presenta una doppia sottoscrizione dell'investitore. La seconda firma è stata apposta in calce ad una serie di opzioni diverse tra loro, che seguono la dizione : "vi informiamo che l'operazione oggetto del presente ordine: è una operazione non adeguata, in relazione:", cui seguono sei possibili ragioni di inadeguatezza e ancora " è una operazione in cui abbiamo un interesse in conflitto. Nessuna delle opzioni è stata, peraltro, barrata. L'unica croce è stata apposta in relazione alla dicitura: "è un'operazione non adeguata in relazione.:"*

*Tale generica indicazione non può essere considerata, sicuramente, senza altre specifiche indicazioni, rispondere alla prescrizione di informare adeguatamente l'investitore degli specifici rischi suddetti secondo il disposto del comma 1, dell'art. 21 del d.lgs. 58 del 1998 e l'art. 28, comma 2, della deliberazione 1 luglio 1998 n. 11522, né si può ritenere che con quel generico avvertimento l'investitore sia stato messo al corrente "delle ragioni per cui non" fosse opportuno procedere" all'esecuzione di tale operazione secondo la prescrizione di cui all'art. 29, comma 3, della deliberazione 1 luglio 1998 n. 11522. La suddetta conclusione viene altresì rafforzata dalla circostanza che il funzionario addetto, che ha seguito l'operazione, non ha neppure apposto la propria firma in calce alla suddetta generica dichiarazione. La banca stessa predisponendo il modulo firmato con l'indicazione dei vari motivi di inadeguatezza dell'operazione ha riconosciuto che il dovere di informativa doveva essere specifico e non riferito genericamente alla dicitura di non adeguatezza della operazione e barrando la relativa casella ha altresì riconosciuto che era consapevole della non adeguatezza dell'investimento con riferimento all'investitore (...)*

*Bisogna, altresì, considerare che per i titoli negoziati, le agenzie più qualificate non avevano fornito il "rating" internazionale sicché, in assenza di tale dato, non era possibile accertare il grado di solvibilità del debitore e per questo i rischi dell'operazione dovevano ritenersi altamente elevati.*

*Molteplici erano dunque gli elementi a conoscenza dell'istituto al momento della sottoscrizione dell'ordine, elementi che, ove adeguatamente ponderati, avrebbero indotto un soggetto particolarmente qualificato alla maggiore prudenza possibile e a evidenziare la rischiosità dell'investimento sconsigliando ai clienti un tale tipo di operazione.*

*Nulla di tutto ciò risulta sia avvenuto nel caso in esame, certamente quella generica indicazione con riferimento ad un non precisato avvertimento di non adeguatezza dell'operazione non ha assolto all'onere in questione (...)*

*Neppure può valere come esimente per la Banca la circostanza che parte attrice in quanto operante già in precedenza nel mercato borsistico attraverso l'acquisizione di titoli, erano consapevoli del rischio che correva.*

*Sul punto occorre rilevare che l'acquisto dei titoli presenti nel suo portafoglio, obbligazioni, unitamente a quelli dello Stato, non trasforma automaticamente l'investitore in un soggetto esperto in grado di valutare i rischi dell'operazione”.*

In termini analoghi si è espresso il **Tribunale di Taranto, 27 ottobre 2004, n. 2273**, secondo cui:

*“ha asserito (ma non dimostrato, ...) la convenuta di aver "informato il cliente che l'operazione presentava profili di rischio tali da renderla per lui inadeguata" (...).*

*In particolare, reputa (infondatamente) la convenuta di aver dato prova di aver provveduto alla "regolare segnalazione di inadeguatezza" dell'operazione mediante l'allegazione ed il contenuto del relativo ordine d'acquisto (...).*

*S'è detto trattarsi di affermazioni infondate poiché, nella specie, non è stato, anzitutto, dimostrato che la Banca si sia informata circa le condizioni dell'investitore, ovviamente, come detto, sussistenti al momento in cui riceveva l'ordine d'acquisto di cui si tratta (non certamente 4 anni prima), ma, soprattutto, non risulta (tantomeno per iscritto o su nastro magnetico o su altro supporto equivalente) che la medesima abbia adeguatamente informato l'investitore sui rischi specifici (evidentemente relativi anche alla possibile perdita del capitale, oltre che al notevole indebitamento del gruppo di cui faceva parte la società emittente) che l'operazione comportava.*

*In particolare, dalla copia dell'ordine (allegata al fascicolo di parte attorea) emerge una doppia sottoscrizione dell'I., la seconda delle quali in calce ad una serie di opzioni diverse tra loro (e cioè che si trattasse di operazione inadeguata, in relazione a ben 6 possibili ragioni ...), nessuna delle quali, però, barrata nel riquadro che le precede: sicché deve ritenersi che nessuna delle molteplici avvertenze sia stata formulata (...). La copia allegata sub 3 del fascicolo della convenuta è identica a quella attorea, eccetto che in relazione ad una croce che si trova fuori da qualsiasi riquadro e che aleggia tra la dicitura: "È UN'OPERAZIONE NON ADEGUATA IN RELAZIONE:" e la dicitura: "AI SUOI/VOSTRI OBIETTIVI DI INVESTIMENTO".*



*Ora, al di là del fatto che detta croce, proprio per non essere apposta su alcun riquadro, non è ricollegabile a nessuna dichiarazione contenuta nel modulo di cui si tratta (ciò che di per sé è dirimente) ed al di là della circostanza che la stessa si reputa sia stata apposta successivamente (altrimenti non si comprenderebbe come mai essa non risulti sulla copia del modulo consegnato all'I.), deve dirsi che, quand'anche fosse stata apposta in relazione alla dicitura: "AI SUOI/VOSTRI OBIETTIVI DI INVESTIMENTO" (e quand'anche con tale croce si ritenesse automaticamente richiamata la precedente scritta: "È UN'OPERAZIONE NON ADEGUATA IN RELAZIONE."), ad ogni modo, si reputa che l'I. non sarebbe stato (...) messo al corrente "delle ragioni per cui non" fosse "opportuno procedere" all'esecuzione di tale operazione (art. 29, c.3°, della deliberazione 1 luglio 1998 n. 11522) (...).*

*Sicché la conclusione non può che essere che, contrariamente a quanto affermato, la Banca convenuta non ha affatto ottemperato agli specifici e circostanziati obblighi che la disciplina di settore le imponeva nei riguardi del cliente investitore, lasciando, in definitiva, costui (si deve presumere, in mancanza di prova contraria) nell'ignoranza circa i reali rischi che l'operazione comportava”.*

In relazione ad un ulteriore caso in cui il cliente si era rifiutato di fornire le informazioni richieste dall'intermediario, il **Tribunale di Treviso, 26 novembre 2004, n. 2579**, ha ritenuto che:

*“il rifiuto dell'attore di fornire informazioni personali sulla esperienza in materia di investimenti ed altro (...) non ha rilievo (...) perché proprio la mancanza di dati doveva indurre la Banca a considerare il profilo di propensione al rischio più basso in coerenza con la regola di diligenza e prudenza, nella prospettiva della valutazione di adeguatezza dell'operazione (art. 29 Reg. Consob 11522/98; cfr., inoltre, art. 3.3 Codice di Autodisciplina delle Banche - ABI)”.*

Il **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, è stato invece chiamato ad analizzare un caso avente ad oggetto due operazioni di acquisto di titoli obbligazionari emessi dallo Stato argentino. In merito alla prima operazione lo stesso Tribunale ha ritenuto la violazione dell'art. 29 del Regolamento Intermediari in quanto:

*“appare (...) fondato il rilievo secondo cui l'istituto avrebbe comunque dovuto segnalare l'inadeguatezza dell'operazione ai sensi dell'art. 29 del regolamento sopra menzionato (c.d. suitability rule) in considerazione della sua dimensione (sia in termini assoluti sia perché si trattava della metà del patrimonio mobiliare dei clienti), della natura altamente rischiosa dei titoli prescelti e della circostanza che i clienti fossero investitori non professionali (funzionario di amministrazione statale il G. e casalinga la moglie).*

*A tale riguardo va rilevato che la banca ha sostenuto di non aver violato la c.d. suitability rule in considerazione della propensione al rischio manifestata dai clienti anche in relazione alla*

*pregressa operatività posto che in precedenza il G. aveva investito i propri risparmi in una gestione patrimoniale B. del tipo (...) (ossia la più rischiosa dopo quella puramente azionaria secondo la classificazione interna dell'istituto) e che al funzionario l'attore avrebbe riferito di avere investito i propri risparmi in una Sicav ed in una polizza Index tramite (...) (circostanza questa non negata dal G. e riferita sin dall'atto introduttivo dalla difesa della Banca che pertanto, ex art. 118 c.p.c., può ritenersi provata).*

*Dal documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari risulta che i clienti avevano indicato quale proprio obiettivo di investimento (in una graduatoria da uno a cinque in cui al numero più basso corrisponde il rischio minimo) il punto 4 (prevalenza della rivalutabilità rapportata al rischio di oscillazione dei corsi) mentre, in ordine alla propensione al rischio, nell'ambito delle opzioni alta, media e bassa, essi avevano indicato quella media.*

*Orbene alla stregua di siffatte evidenze deve ritenersi non provato che il profilo di rischio dei clienti potesse individuarsi in quello puramente speculativo posto che la gestione patrimoniale in precedenza accesa presso la Banca riguardava comunque una gestione (sia pure la più aggressiva) di tipo bilanciato (caratterizzata quindi anche dalla presenza di titoli obbligazionari emessi dallo stato) e che si trattava comunque di uno strumento finanziario affidato alla gestione di un operatore professionale (analoghe considerazioni valgono anche per quanto concerne l'investimento in una Sicav e nella polizza Index)".*

In relazione alla seconda operazione avente anch'essa ad oggetto *bond* Argentina, lo stesso **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, ha invece ritenuto la correttezza del comportamento dell'intermediario in quanto:

*“la banca aveva segnalato l'inadeguatezza dell'operazione e (...), nonostante ciò, il G. aveva confermato per iscritto l'ordine di acquisto.*

*Al riguardo va osservato che, a fronte della segnalazione dell'inadeguatezza dell'operazione, la normativa non prevede un divieto di dare esecuzione all'operazione ma si limita ad imporre una più rigorosa formalità e cioè la conferma scritta dell'ordine che, nel caso di specie, è stata data. Il funzionario di banca ha chiarito, nel corso dell'escussione, che l'inadeguatezza era stata segnalata all'investitore in relazione al fatto che, con tale seconda operazione, costui avrebbe investito l'intero patrimonio (secondo quanto era a conoscenza della banca alla stregua delle dichiarazioni rese dal G. in occasione dei vari incontri, atteso che lo stesso aveva rifiutato di dare informazioni sulla propria situazione finanziaria ex art. 28 reg. Consob) e che il titolo, già rischioso ed in forte perdita anche in considerazione degli eventi del 11-9-2001, era inoltre denominato in dollari e quindi in valuta suscettibile di oscillazioni.*

*In proposito va osservato che siffatte dichiarazioni appaiono pienamente attendibili trovando riscontro nella documentazione in atti mentre non può accedersi alla tesi difensiva secondo la quale la norma di cui all'art. 29 reg. Consob sarebbe comunque stata violata non avendo la banca predisposto documentazione scritta delle avvertenze date e figurando sulla conferma d'ordine unicamente la dicitura "operazione non adeguata" atteso che l'art. 29 co. III reg. Consob prescrive agli intermediari l'obbligo di informare l'investitore dell'inadeguatezza dell'operazione e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione, senza peraltro imporre una specifica forma dovendosi notare che, secondo un consolidato orientamento giurisprudenziale, dall'art. 1350 c.c. si desume sussistere il principio generale della libertà delle forme di manifestazione della volontà negoziale in mancanza di fonti legali o contrattuali che prevedano la forma scritta (cfr. Cass. 17-1-2001 n. 577; Cass. 3-3-1994 n. 2088) ”.*

Chiamato a pronunciarsi in merito ad un ulteriore caso in cui i clienti si erano avvalsi della facoltà di non rilasciare le informazioni richieste dall'intermediario, il **Tribunale di Mantova, 12 novembre 2004**, ha evidenziato che:

*“In ordine al rilievo secondo cui l'istituto avrebbe comunque dovuto segnalare l'inadeguatezza dell'operazione ai sensi dell'art. 29 del regolamento sopra menzionato in applicazione della c.d. suitability rule, va preliminarmente osservato che l'intermediario non è esonerato dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione anche ove (come nel caso di specie) i clienti abbiano rifiutato di fornire le informazioni di cui all'art. 28 I co. lett a) del regolamento Consob n. 11522/98 dovendo in tal caso tenere conto di tutte le informazioni comunque in suo possesso (ad esempio “età, professione, presumibile propensione al rischio anche alla luce della pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato”): in tal senso vedasi comunicazione Consob n. DI/30396 del 21-4-2000 dettata in tema di trading on line): tanto si desume sia dai principi generali in tema di correttezza, diligenza e trasparenza dei comportamenti negoziali imposti dalla normativa generale e speciale (cfr. artt. 1175 e 1176 II co. c.c., 21 d. lgs. 58/98) ma anche dal testo l'art. 29 del citato regolamento Consob che impone all'intermediario finanziario di astenersi dal compiere per conto degli investitori operazioni non adeguate e prevede che lo stesso utilizzi ogni altra informazione disponibile anche diversa da quella fornita, ex art. 28 reg. cit., dai clienti, autorizzandolo solo in caso di conferma scritta dell'ordine d'acquisto a darvi (correttamente) esecuzione (la diversa regola contenuta nell'art. 19 co. V della direttiva europea 2004/39/CE del 21-4-2004 non può trovare applicazione al caso di specie sia ratione temporis sia perché le direttive non attuate -e purché ricorrano gli altri requisiti- non hanno efficacia nei rapporti interprivati: cfr. Cass. 25-2-2004 n. 3762; Corte Giust. CE 29-5-2004 n. 194).*

Con particolare riferimento alla fattispecie oggetto del giudizio, il citato **Tribunale di Mantova**,

**12 novembre 2004**, ha ritenuto che:

*“ l’operazione di acquisto delle obbligazioni in questione non fosse adeguata in considerazione della sua dimensione (comportando l’impiego di oltre la metà del patrimonio mobiliare dei clienti), della natura altamente rischiosa dei titoli prescelti, delle condizioni di mercato di quei titoli (il cui rating aveva costituito oggetto di progressivo declassamento da parte delle maggiori agenzie internazionali), della circostanza che i clienti erano investitori non professionali (entrambi pensionati), dell’età dei risparmiatori (superiore ai settant’anni come emerge dai contratti, dovendo tale dato fare ragionevolmente presumere la preferenza per una gestione conservativa piuttosto che speculativa del patrimonio), nonché della propensione al rischio in precedenza manifestata (gli istanti avevano in passato investito i propri risparmi in obbligazioni della banca convenuta), elementi questi tutti convergenti e chiaramente a conoscenza dell’istituto”.*

Ancora in relazione ad un caso in cui gli investitori si erano avvalsi della facoltà loro concessa di non fornire le informazioni richieste dall’intermediario ai sensi dell’art. 28, comma 1, lett. a) del Regolamento Intermediari, il **Tribunale di Roma, 11 marzo 2005**, ha in via preliminare richiamato la comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000, ribadendo che:

*“in nessun caso gli intermediari sono esonerati dall’obbligo di valutare l’adeguatezza dell’obbligo disposta dai clienti, neanche nel caso in cui l’investitore abbia rifiutato di fornire informazioni sulla propria situazione patrimoniale o finanziaria, obiettivi d’investimento e propensione al rischio e che nel caso, la valutazione andrà condotta tenendo conto di tutte le notizie di cui l’intermediario sia in possesso (età, professione. Presumibile propensione al rischio anche alla luce della pregressa ed abituale operatività, situazione di mercato)”.*

Nel caso di specie, gli investitori avevano effettuato in passato operazioni di acquisto di *corporate bond* diversi dai titoli obbligazionari Cirio contestati in causa. Ciò nonostante il **Tribunale di Roma, 11 marzo 2005**, ha ritenuto l’inadeguatezza dell’operazione di acquisto dei *bond* Cirio in quanto:

*“i titoli per cui è causa non possono affatto ritenersi equivalenti, sotto il profilo qui considerato, a quelli presenti nel portafoglio della G. sol che si consideri che le obbligazioni Cirio Del Monte N.V. erano prive di rating”*

Importante appare evidenziare che, secondo l’opinione espressa dallo stesso **Tribunale di Roma, 11 marzo 2005**, l’adempimento dell’obbligo di cui all’art. 29 del Regolamento Intermediari:

*“è funzionale alla realizzazione del migliore risultato possibile per il cliente, risultato che dunque va inteso non in modo assoluto ma, come specificato nell’art. 26 lett. f) del Regolamento, in relazione al livello di rischio prescelto per sé da ciascun investitore”.*

Sempre il **Tribunale di Roma, 27 ottobre 2004**, ha rilevato che ai fini della valutazione di adeguatezza delle operazioni *“gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all’art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in ordine ai servizi prestati. Conseguentemente, l’acquisizione della dichiarazione di cui all’art. 28 non esaurisce l’obbligo di diligenza imposto all’intermediario per dare corso all’operazione, dovendo questi tenere conto di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati. Inoltre, è opinione diffusa nella prassi ed in dottrina che l’acquisizione delle notizie previste dall’art. 28 lett. a non è decisiva per stabilire se l’intermediario debba procedere o debba astenersi dall’operazione per inadeguatezza della stessa”*.

Il **Tribunale di Palermo, 17 gennaio 2005**, investito di un caso relativo all’avvenuto acquisto di obbligazioni Cirio, ha rilevato in termini generali che:

*“In considerazione del profondo divario di informazioni e cognizioni tecniche possedute dalle parti, con il mandante in posizione di netto svantaggio sul mandatario, quest’ultimo è tenuto, usando della diligenza del professionista avveduto, ad indirizzare le scelte del risparmiatore ed a segnalargli l’eventuale inadeguatezza delle operazioni che intenda comunque compiere, illustrandogliene i motivi”*.

In relazione poi allo specifico caso oggetto del giudizio, il **Tribunale di Palermo, 17 gennaio 2005**, ha ritenuto l’inadeguatezza dell’operazione di acquisto dei *bond* Cirio sottolineando come, anche la pregressa operazione di acquisto di obbligazioni in valuta polacca, richiamata dall’intermediario ai fini di dimostrare la propensione al rischio del cliente, fosse da ritenersi essa stessa inadeguata ed in ogni caso non indicativa dell’alta inclinazione al rischio dell’investitore. Secondo quanto ritenuto dallo stesso Tribunale:

*“rispondendo al questionario rivolto gli dal promotore finanziario della banca, l’attore si dichiarò disponibile a fornire informazioni sulla propria situazione finanziaria. indicò di avere esperienza in investimenti in strumenti finanziari e di averne altri in essere, di aver obiettivi di investimento a medio termine e di possedere una media propensione al rischio.*

*La rappresentazione riassuntiva di tali informazioni, calata in un modulo a stampa a risposte obbligate, è stata ampliata nel corso del libero interrogatorio (ed è presumibile, ed anzi legittimo attendersi in applicazione delle regole sopra riportate, sia stata più ampia nella comunicazione verbale intercorsa tra le parti all’atto della stipula del contratto), ove l’attore ha chiarito che la propria esperienza si formò nel corso degli anni ‘80 attraverso l’acquisto di BOT, “ma mai di titoli di altri genere”*.

*Al profilo di risparmiatore con scarsa esperienza pregressa e limitata propensione al rischio che ne emerge non apporta significativa modificazione l’operazione da questi compiuta prima dell’investimento per cui è causa.*

*Pur convenendosi con l'istituto di credito che per il tramite del suo procuratore speciale ha sottolineato la necessità di riguardare in divenire alle indicazioni fornite dal risparmiatore all'atto della conclusione del contratto di deposito titoli, registrando l'evoluzione manifestata dalle operazioni da questi successivamente concluse, deve tuttavia ritenersi che l'acquisto di obbligazioni in valuta polacca compiuta dall'attore poco prima dell'operazione per cui è causa - il cui provento costituì oggetto del presente investimento -, in quanto suggerita dallo stesso promotore finanziario, originata dal medesimo quadro, contenuta nell'arco temporale di appena un anno, troppo breve per far presumere un meditato mutamento delle esigenze e propensioni di costui, non condizioni e non innovi il profilo cristallizzato nella scheda informativa.*

*In altri termini sia l'acquisto di obbligazioni di un paese emergente quale la Polonia, sia l'acquisto di band Cirio Del Monte, in quanto connotati entrambi da un grado elevato di rischio, devono ritenersi operazioni inadeguate per un investitore la cui esperienza prima di allora era maturata solo grazie alla negoziazione di titoli del debito pubblico italiano con l'obiettivo, dichiarato, di costituire la provvista necessaria all'acquisto di un'abitazione”.*

Con particolare riferimento ad un caso che traeva origine dall'avvenuta sottoscrizione di un contratto BTP-TEL, il **Tribunale di Brindisi, 21 febbraio 2005 (ordinanza)**, considerate le caratteristiche peculiari di tale contratto ed il profilo del cliente, ha rilevato che:

*“la Banca collocatrice ha l'obbligo di adottare procedure di vendita volte a selezionare adeguatamente la clientela cui offrire il prodotto, (...) e deve quindi astenersi dall'effettuare il collocamento di tale prodotto a investitori non adeguatamente preparati ed in grado di comprenderne i meccanismi (art. 29 reg. Consob 1.7.1998). (...)*

*L'operazione posta in essere dalla Banca non risulta assolutamente adeguata al profilo di investitore ricoperto dalla sig.ra B.: questi, infatti, è persona di bassa scolarizzazione (licenza media), di professione infermiera (circostanze, queste, non contestate, e comunque emergenti dalle deposizioni degli informatori e dall'interrogatorio della ricorrente), certamente non in grado di comprendere il complesso meccanismo di funzionamento del prodotto BTP-TEL, ed il grado di rischiosità dello stesso.*

*Date le caratteristiche dell'investitore, infatti, il prodotto di investimento adeguato non poteva che essere rappresentato da un investimento «sicuro» in titoli di Stato, e tale infatti era stata la richiesta della sig.ra B. al rappresentante della Banca.*

*Non vi è dubbio, quindi, che, nel caso di specie, è stata violata la disposizione di cui all'art. 29 del reg. Consob, che vieta agli intermediari finanziari di compiere operazioni non adeguate alle caratteristiche dell'investitore per tipologia, effetto, frequenza e dimensione”.*

Esaminando con particolare attenzione la pregressa operatività del cliente, il **Tribunale di Monza, 16 dicembre 2004**, ha ritenuto corretto l'operato dell'intermediario che, nel caso di specie, aveva valutato come adeguata l'operazione disposta dai clienti. In particolare, secondo lo stesso Tribunale: *“Deve, (...), rilevarsi come l'adeguatezza dell'operazione debba essere valutata alla luce delle informazioni rese dagli investitori ("ai fini del comma 1", recita la norma, ovvero al fine di individuare quali operazioni debbano ritenersi inadeguate con riferimento alla specificità del cliente, gli intermediari tengono conto delle informazioni di cui all'art. 28 e "di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati") ed alla luce del complessivo grado di propensione al rischio desumibile dalla "storicità" del cliente: orbene, a fronte di un grado di rischio medio-alto, desumibile dal quadro complessivo dei rapporti intercorsi ed intercorrenti tra le attrici e la Banca, l'acquisto dei titoli obbligazionari in questione non appare inadeguato; né per tipologia o per oggetto (le attrici erano abituate anche ad investire su titoli azionari, che hanno normalmente un grado di rischio più elevato dei titoli di debito; le attrici hanno anche investito - nel medesimo periodo di acquisto delle obbligazioni per cui è causa - in altri corporate bond), né per frequenza (fu acquisito un quantitativo medio in due riprese), né per dimensione (ridotta, in rapporto al totale del patrimonio gestito). Non vi sono, in conclusione, motivi validi per ritenere applicabile al caso concreto la fattispecie disciplinata dall'art. 29 del Regolamento”*.

In relazione ad un caso avente ad oggetto l'avvenuta sottoscrizione di un contratto 4You, il **Tribunale di Mantova, 12 aprile 2005, n. 496**, ha ritenuto che:

*“Non può (...) ritenersi che l'operazione in questione fosse inadeguata in considerazione della media conoscenza del mercato finanziario rivelato dall'investitrice, del profilo di rischio dalla medesima evidenziato, della componente mista azionaria ed obbligazionaria del prodotto acquistato ed avuto altresì riguardo alle dimensioni dell'investimento anche in rapporto al patrimonio complessivo: si trattava infatti di un finanziamento di originari euro 35.079,61 da rimborsare in rate mensili di euro 309,87”*.

Ad analoghe conclusioni è giunto anche il **Tribunale di Mantova, 12 aprile 2005, n. 495**, secondo cui:

*“Eccepisce l'attrice la violazione dell'art. 21 lett. A D.L.vo 58/98 in relazione all'art. 29 Regolamento Consob, sostenendo che per lei, percettrice di una modestissima pensione, l'operazione posta in essere doveva essere ritenuta fortemente inadeguata per tipologia e oggetto, in quanto comportante un impegno finanziario per un lungo periodo di tempo (15 anni), una aspettativa di guadagno “ridotta a lumicino”, la perdita, in caso di inadempimento, dei titoli costituiti in pegno e l'esborso di una penale, in caso di anticipato recesso.*

*Innanzitutto, va rilevato che la attrice ha espressamente affermato: “ dichiaro altresì di possedere capacità di risparmio, tenuto conto degli altri impegni finanziari in corso, che mi consentiranno di adempiere, nel rispetto delle scadenze prestabilite, al pagamento di tutto quanto dovuto in relazione al Piano finanziario oggetto della presente.*

*(...) Risulta di tutta evidenza che l'operazione in discussione non poteva considerarsi inadeguata per la T., impegnandosi la stessa a rimborsare un finanziamento di € 8.741,15 in quindici anni con un versamento mensile di soli € 77,46.”.*

**Il Tribunale di Mantova, 3 febbraio 2005**, considerata la precedente ed abituale operatività dei clienti, ha ritenuto la correttezza del comportamento dell'intermediario in quanto:

*“Relativamente alle censure (...) concernenti il compimento di operazioni inadeguate va osservato che siffatti rilievi sono destituiti di fondamento. Premesso che la difesa degli istanti nell'atto introduttivo si era limitata ad affermare che la violazione dell'art. 28 reg. Consob 11522/98 avrebbe riguardato i contratti su derivati, l'assoluta mancanza di indicazione di quali singole operazioni abbiano provocato perdite (...), le documentate speculazioni sui corsi dei B.T.P. decennali e trentennali (...), la loro frequenza anche infragiornaliera, la diversa tipologia degli ordini di borsa impartiti (come si desume in particolare dalle registrazioni contenute nei tre CD ROM allegati dalla difesa della banca nelle quali il cliente specifica sempre il prezzo di vendita e di acquisto dei titoli nonché, frequentemente, il momento preciso in cui l'ordine deve essere eseguito), costituiscono concordanti elementi dai quali è possibile desumere la profonda conoscenza da parte dei risparmiatori delle regole del mercato borsistico e siffatto elemento unitamente alla estrema diversificazione degli investimenti (titoli di stato, derivati, titoli azionari di diversi comparti, specialmente di quello bancario, assicurativo e industriale e non del solo gruppo “...”), all'ammontare del patrimonio mobiliare e immobiliare posseduto, agli affidamenti goduti, alle numerosissime operazioni per quantitativi spesso minimi (sicché, stante la continua variazione della composizione del patrimonio, non appare possibile isolare singole operazioni inadeguate), inducono a ritenere che la banca non abbia violato il precetto di cui all'art. 29 reg. Consob n. 11522/98”.*

In merito ad un'operazione di acquisto di *bond* Cirio avvenuta nel c.d. periodo di *grey market* (ossia nel periodo intercorrente tra la data di lancio del titolo e la data del primo regolamento in cui avviene la consegna degli strumenti finanziari da parte dell'emittente contro il pagamento del prezzo di emissione da parte dei partecipanti al consorzio di collocamento), **il Tribunale di Roma, 15 dicembre 2004 (ordinanza)**, ha ritenuto sussistente la responsabilità dell'intermediario *ex art. 29* del Regolamento Intermediari in quanto:



*“la Banca, considerato il livello di indebitamento del Gruppo Cirio, risultante dai bilanci delle società e dalla stessa offering circular, diffusa in sede di emissione del titolo agli investitori istituzionali, - informazioni queste che la Banca (a prescindere da situazioni organizzative interne, vedasi art.21 T.U.F. lett.c e d) doveva comunque acquisire, prima di procedere all’operazione in oggetto - avrebbe dovuto dimostrare, quale intermediario finanziario abilitato, ai sensi dell’art.21 del T.U.F., come specificato nelle delibere della Consob: a) di avere acquisito “le informazioni necessarie dal cliente”, circa la sua pregressa esperienza e situazione finanziaria e la sua propensione al rischio, con eventuale rifiuto, risultante per iscritto, del cliente di fornire tali informazioni; b) di avere “adeguatamente” informato l’investitore circa l’alta rischiosità dell’investimento e la natura non adeguata dell’operazione, tanto più che si trattava di negoziazione posta in essere nel periodo del greymarket (intercorrente dalla data di lancio del titolo alla data del primo regolamento), in epoca antecedente alla consegna materiale del titolo ed in assenza di rating, e di avere ricevuto specifico ordine scritto ovvero, nel caso di ordine telefonico (come nella specie), prodotto la registrazione su nastro magnetico o altro supporto equivalente, in cui doveva essere fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute dal cliente (art.29 Reg.Consob 11522/1998); tali obblighi di valutazione dell’adeguatezza dell’operazione devono ritenersi sussistenti nella specie, in quanto la Banca deve avere necessariamente quantomeno “segnalato” all’investitrice la prossima emissione delle obbligazioni, considerato che la relativa negoziazione è avvenuta nel periodo del greymarket, ed ha pertanto svolto anche un’attività di consulenza, anche solo illustrativa, nell’operazione di investimento in oggetto”.*

**Il Tribunale di Trani, 31 gennaio 2006**, ha analizzato un caso singolare in cui nella disposizioni di investimento sottoscritta dal cliente non vi era traccia della valutazione di adeguatezza compiuta dalla Banca, mentre nel fissato bollato consegnato al cliente successivamente all’esecuzione dell’ordine la stessa operazione era qualificata come operazione inadeguata. In particolare, ad avviso del Tribunale di Trani, *“la regola di condotta della c.d. adeguatezza, o "suitability", riassunta nella nota espressione anglossassone "Know your customer rule", impone all’intermediario di esprimere un giudizio sulla operazione, avuto riguardo ai criteri della "tipologia, oggetto, dimensione e frequenza". L’obiettivo perseguito nella disposizione di legge in esame - vale a dire "la possibilità di valutare se l’operazione dal cliente proposta o allo stesso suggerita sia compatibile con le sue capacità economiche" (v. Cass. n. 11279/97) - consiste nel garantire ai clienti le informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, la cui conoscenza è necessaria ai cliente per effettuare scelte consapevoli. E’ quindi su tali principi che, trasfusi nel contratto di acquisto, deve essere valutato il comportamento della banca, tenendo presente altresì che l’onere della prova, a norma dell’art, 23, comma sesto, dei*

*Dlgs. n. 58/1998, è invertito, incumbendo sulla banca la prova di aver adempiuto con la specifica diligenza professionale richiesta ad un soggetto che opera nella qualità professionale di intermediario. Ciò posto, a parere del Collegio, si deve escludere che la banca abbia agito, in relazione all'operazione in questione, in ossequio al combinato disposto degli artt. 28 e 29 del Reg. Consob n. 11522/98. Risulta, invero, dal contratto di acquisto dei titoli in parola, un visto del funzionario di banca "anche per l'adeguatezza dell'operazione"; tale giudizio risulta, però, successivamente contraddetto dallo stesso istituto di credito nel fissato bollato inviato agli investitori, in cui spicca la dicitura "operazione inadeguata per dimensione". Ora, è indubitabile che tale documento - nel quale è contenuto, sulla base delle informazioni inserite nell'elaboratore della banca, il giudizio di inadeguatezza dell'operazione - costituisca una vera e propria confessione stragiudiziale sulla inadeguatezza (oggettiva) dell'operazione, quanto meno sotto il profilo della "dimensione"; a nulla vale, sul punto, sostenere che il fissato bollato era datato e che teneva conto di informazioni acquisite all'atto dell'apertura del contratto di conto corrente e del dossier titoli, dunque diverso tempo prima dell'ordine di acquisto dei titoli per cui è giudizio; è evidente che tale affermazione, oltre ad essere rimasta assolutamente indimostrata da parte della banca, individua comunque una ulteriore negligenza della banca, posto che, in quest'ultima ipotesi, l'istituto di credito avrebbe dovuto aggiornare le informazioni acquisite, onde poter esprimere valutazioni attuali e congrue sull'adeguatezza degli investimenti operati dal loro clienti, e ciò in considerazione dell'eventualmente mutato profilo di rischi; invero, la regola della c.d. "suitability" impone all'intermediario di "controllare le informazioni rilasciate dai clienti attraverso un processo dinamico, che non si esaurisce dell'apertura del rapporto, ma che richiede necessari aggiornamenti" (v. Com. Consob DI/98087230 del 6 novembre 1998). Pertanto, l'obiettivo perseguito nella disposizione di legge in esame (vale a dire "la possibilità di valutare se l'operazione dal cliente proposta (o allo stesso suggerita) sia compatibile con le sue capacità economiche" (v. Cass. n. 11279/97), non risulta puntualmente adempiuto dalla banca, laddove si consideri, da un lato, che il fissato bollato reca chiara indicazione di inadeguatezza dell'operazione per dimensione e, dall'altro - anche a voler ammettere, per ipotesi, la tesi della acquisizione di informazioni "datate" - che vi sarebbe comunque un profilo di negligenza della banca per non aver aggiornato le notizie ed informazioni sui clienti per cui è causa".*

**Il Tribunale di Mantova, 1 dicembre 2005**, è stato invece chiamato a pronunciarsi in merito alla possibilità per l'intermediario di provare, attraverso testi il corretto adempimento dell'obbligo previsto dall'art. 29 del Regolamento Intermediari. In particolare, il Tribunale di Mantova ha ritenuto che l'art. 29 "si limita ad imporre la conferma scritta dell'ordine ed a prescrivere agli intermediari di informare l'investitore delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua

*esecuzione, obblighi assolti dall'intermediario. I funzionari di banca hanno infatti chiarito, nel corso dell'escussione, che l'inadeguatezza era stata segnalata all'investitore in relazione al fatto che si trattava di titoli che presentavano un certo rischio in quanto emessi da paese emergente, che la tipologia degli stessi non era conforme al suo profilo di rischio avendo egli in precedenza investito unicamente su fondi comuni (...). In proposito va osservato che non può accedersi alla tesi difensiva (peraltro sostenuta da assai autorevole dottrina) secondo la quale la norma di cui all'art. 29 reg. Consob sarebbe stata violata mancando l'esplicito riferimento alle avvertenze ricevute figurando sulla conferma d'ordine unicamente la dicitura operazione non adeguata dovendosi ritenere non inibito che, delle avvertenze date, possa essere fornita prova testimoniale".*

In relazione ad un diverso caso avente ad oggetto l'avvenuto acquisto di Obbligazioni Cirio, il **Tribunale di Milano, 2 marzo 2006**, ha ritenuto che *"La circostanza, pacifica in causa, secondo cui l'investimento in obbligazioni Cirio è stato effettuato dalla sig.ra (omissis) con l'intera provvista derivante dalla vendita del fondo comune "Sforzesco" della BPM rende evidente la intrinseca inadeguatezza dell'operazione di cui trattasi. Può, invero, ritenersi credibile che la Signora (omissis) abbia manifestato l'aspirazione a rendimenti maggiormente remunerativi rispetto a quelli che aveva erogato il Fondo nell'anno precedente (aspirazione del tutto lecita e affatto riprovevole) ma ciò non esonerava la Banca dall'obbligo di evidenziare che l'investimento sostitutivo del precedente rappresentava un'operazione, oltre che rischiosa, oggettivamente inadeguata. Infatti, prescindendo da una modestissima componente azionaria rappresentata da numero 10 azioni e - Biscom S.p.A., il portafoglio della Signora (omissis) era essenzialmente composto da quote di fondi della stessa Banca e da titoli obbligazionari. E, secondo quanto dichiarato in sede in interrogatorio libero, la Signora (omissis) riteneva - pur se erroneamente -, che i titoli obbligazionari garantissero sempre la restituzione del capitale; nè risulta dalla Banca provato che abbia ricevuto indicazioni contrarie da parte del funzionario addetto. Giova poi in proposito evidenziare che l'adeguatezza di una operazione va valutata sotto molteplici profili, cioè adottando tutti i criteri stabiliti dall'art. 29 1° comma Reg. Consob n. 11522/98. Come statuito dalla richiamata norma, ogni operazione può essere inadeguata per tipologia, per oggetto, per frequenza o, ancora, per dimensione. Ne deriva che ognuna delle cause per le quali l'operazione può stimarsi inadeguata deve essere specificamente posta all'attenzione dell'investitore e spiegata nel suo contenuto, onde porre l'investitore medesimo nella condizione di valutare al meglio l'opportunità di procedere o meno all'investimento (in questo senso si confronti Trib. Mantova 1/12/04 e Trib. Monza 16/12/04). Nel caso di specie l'operazione di acquisto non era sicuramente adeguata per oggetto, trattandosi di titoli ad elevato rischio di perdita del capitale investito e dunque di titoli assai differenti per natura e rischiosità, alla quota di Fondo BPM liquidata al fine*

*di effettuare l'acquisto. L'elevata rischiosità dei titoli non poteva neppure dirsi omogenea al basso livello di rischio cui la Banca avrebbe dovuto prudenzialmente attenersi in assenza di informazioni sulla propensione al rischio provenienti dalla cliente. Inoltre l'operazione suddetta risultava del tutto inadeguata con riferimento alla tipologia dell' investitore, trattandosi di una pensionata".*

Occorre considerare con particolare attenzione l'emergente orientamento del Tribunale di Milano che considera l'informazione ex art. 29 del Regolamento Intermediari, relativa all'inadeguatezza dell'operazione, quale "informativa di rango superiore" rispetto all'informativa relativa alle caratteristiche dell'investimento ex art. 28, comma 2, del Regolamento Intermediari.

In particolare il **Tribunale di Milano**, 18 giugno 2005, ha ritenuto che *"l'informazione circa l'inadeguatezza dell'operazione, in considerazione anche delle cautele ... richieste dalla legge ... assorbe ogni questione circa l'obbligazione dell'intermediario finanziario di informazione delle caratteristiche dello strumento finanziario oggetto della scelta e sul significato dell'operazione che si sta per compiere"*. Ecco dunque che la prestazione del consenso effettuata dal cliente a procedere al compimento di un'operazione, che l'intermediario ha ritenuto e segnalato come inadeguata, preclude ogni ulteriore esame ed istruttoria sulla circostanza se l'intermediario stesso abbia o meno reso la debita informativa sulle caratteristiche e rischi dell'investimento (art. 28 regolamento intermediari della Consob).

Nello stesso senso va la decisione del **Tribunale di Milano, 9 marzo 2005**, secondo cui *"ove l'investitore sia stato avvertito, mediante informazione scritta sull'ordine di acquisto, dell'inadeguatezza dell'operazione, non è sostenibile la mancanza di autodeterminazione all'acquisto, specialmente qualora l'investitore sia un imprenditore ed abituale investitore con elevata propensione al rischio, desumibile dalla composizione del portafoglio e dall'operatività"*.

In termini altrettanto efficaci il **Tribunale di Venezia, 8 giugno 2005** ha affermato che l'indicazione con cui la banca ha segnalato l'inadeguatezza degli investimenti *"non solo ha un'efficacia deterrente e comunque responsabilizzante verso il cliente, ma serve a lasciare inequivoca traccia di un'avvertenza che altrimenti si presterebbe alle tante incertezze insite nella ricostruzione testimoniale degli accadimenti"*. Lo stesso Tribunale nella citata sentenza non ha ammesso la prova testimoniale richiesta dall'investitore, in quanto ritenuta inammissibile ai sensi dell'art. 2722 codice civile *"poiché tende a voler provare patti aggiunti o contrari al contenuto di un documento e per i quali si alleggi che la stipulazione è stata contemporanea"*. In altri termini l'assolvimento degli obblighi da parte della banca e la produzione del documento in giudizio per un verso soddisfa in pieno l'onere probatorio previsto dalla legge a carico degli intermediari (art. 23 del TUF), per l'altro sembra precludere all'investitore di provare il contrario per testi.

### **3. - IL CONFLITTO DI INTERESSI – IPOTESI DI CONFLITTO E VIOLAZIONE DELL'ART. 27 DEL REGOLAMENTO INTERMEDIARI**

3.1 Partecipazione dell'intermediario al consorzio di collocamento. - 3.2 Esposizione finanziaria dell'intermediario nei confronti dell'emittente. - 3.3 Negoziazione in proprio. - 3.4 Negoziazione per conto terzi con acquisto dei titoli da intermediari appartenenti allo stesso gruppo. - 3.5 Negoziazione di strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo. - 3.6 Evidenziazione grafica delle clausole sul conflitto di interessi

Una delle censure avanzate più frequentemente dagli investitori nei giudizi promossi nei confronti degli intermediari abilitati è la violazione, da parte di questi ultimi, della disciplina dettata dal legislatore primario e secondario in materia di conflitto di interessi.

L'art. 21, comma 1, lettera c) T.U.F., dispone che, nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati debbano *“organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento”*.

Preso dunque atto della polifunzionalità degli intermediari finanziari (ed in particolare delle banche), spesso chiamati a prestare servizi di natura differente nei confronti della clientela, e comunque della sostanziale inevitabilità del verificarsi nella prassi di situazioni di conflitto, il legislatore ha strutturato la norma su due livelli.

In primo luogo, l'art. 21 T.U.F. si preoccupa della prevenzione delle situazioni di conflitto, imponendo agli intermediari di dotarsi di una struttura organizzativa e di procedure interne (si pensi ai cosiddetti *chinese walls*, ossia le separazioni e le segregazioni poste tra comparti del medesimo intermediario) tali da ridurre, per quanto possibile, il rischio di incorrere in tali situazioni di conflitto.

In secondo luogo, nella consapevolezza che nella complessa operatività bancaria e finanziaria sarebbe impossibile l'eliminazione delle situazioni conflittuali, l'art. 21 T.U.F. prevede che, qualora tali situazioni si verificino comunque nonostante tutti gli sforzi profusi per evitarle, gli intermediari debbano agire assicurando in ogni caso ai clienti *“trasparenza ed equo trattamento”*.

La soluzione adottata dal legislatore non è dunque quella della previsione di un divieto assoluto di eseguire operazioni in conflitto, ma quella di consentire l'esecuzione delle stesse, purché il cliente sia messo in condizione di avere una rappresentazione chiara ed esaustiva dell'esistenza del conflitto (c.d. regola del *“disclose or abstain”*), e di compiere, conseguentemente, una scelta di investimento consapevole.

La norma di cui all'art. 21 T.U.F. è stata recepita e attuata dall'art. 27 del Regolamento Intermediari - rubricato *“Conflitti di interesse”* -, che testualmente dispone:

*“1. Gli intermediari autorizzati vigilano per l'individuazione dei conflitti di interessi.*

2. *Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione. Ove l'operazione sia conclusa telefonicamente, l'assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell'investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente.*

3. *Ove gli intermediari autorizzati, al fine dell'assolvimento degli obblighi di cui al precedente comma 2, utilizzino moduli o formulari prestampati, questi devono recare l'indicazione, graficamente evidenziata, che l'operazione è in conflitto di interessi”.*

La Consob nel disposto regolamentare ha dunque posto l'accento sulle modalità con le quali gli intermediari devono assolvere ai doveri informativi nei confronti della clientela, tentando di elencare – in modo esemplificativo e certamente non tassativo - i casi più frequenti di conflitto di interessi in materia di prestazione dei servizi di investimento.

Il Regolamento Intermediari ha opportunamente precisato il contenuto della *disclosure* della situazione di conflitto, imponendo all'intermediario di delineare con precisione la natura e l'estensione del conflitto di interessi, in relazione a ciascuna singola operazione.

Una deroga al meccanismo imposto dall'art. 27 è prevista dall'art. 45 del medesimo Regolamento Intermediari, in tema di prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli di investimento per conto terzi, ove non è richiesto di informare di volta in volta l'investitore della natura e dell'estensione di eventuali conflitti di interessi che si presentino in occasione dell'esecuzione delle varie operazioni, risultando sufficiente la descrizione della situazione conflittuale nel contratto - quadro e l'approvazione del cliente all'atto di accensione dei rapporti.

Nel caso tuttavia in cui gli strumenti finanziari acquistati a seguito di determinate operazioni in conflitto superino determinate soglie indicate nella norma, sarà necessario, per l'eccedenza, osservare *in toto* la disciplina generale dell'art. 27.

Sul rapporto tra l'art. 27 e l'art. 45 del Regolamento Intermediari si è pronunciata anche la Consob, con la comunicazione n. 99051449/1999: *“Nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla gestione individuale di portafogli non è consentita una descrizione generale e preventiva dei possibili conflitti da parte dell'intermediario e un'autorizzazione altrettanto generale e preventiva da parte dell'investitore. Sono, infatti, richieste l'informazione dell'investitore e, da parte di*

*quest'ultimo, l'autorizzazione scritta (o verbale, munita di registrazione, nel caso di ordine telefonico) per singola operazione...”.*

Con riferimento più specifico all'individuazione delle fattispecie di conflitto di interessi nel servizio di negoziazione di strumenti finanziari (nell'ambito del quale, come visto, risultano effettuate le operazioni di acquisto dei titoli Cirio, Argentina, Parmalat, Giacomelli), assume rilievo la comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997. L'Organo di Vigilanza, infatti, ha esaminato il tema del conflitto di interessi nella negoziazione in contro proprio, ossia nei casi in cui l'intermediario opera “in contropartita diretta” con la clientela: *“Una ipotesi di conflitto di interessi non può essere individuata - a priori - in tutti i casi in cui l'intermediario negozia in contropartita diretta con la propria clientela strumenti finanziari, ma deve essere valutata, invece, con riguardo alle peculiarità del caso concreto. In particolare, operazioni della specie possono essere effettuate, in via alternativa: a) sulla base di un ordine di acquisto dello strumento finanziario conferito spontaneamente dal cliente; in tal caso non è configurabile alcun conflitto di interessi; b) su suggerimento dell'intermediario, che può avvenire allorché l'intermediario stesso nell'attività di negoziazione fornisca al cliente, su richiesta di quest'ultimo, indicazioni circa singole operazioni, ovvero nell'attività tipica di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. Anche in dette ipotesi l'operazione risulta formalmente preceduta da un ordine del cliente, ma detto ordine è stato in qualche misura sollecitato dall'intermediario. Occorre pertanto valutare se il suggerimento non sia solo finalizzato a realizzare al meglio gli interessi dei clienti, ma anche (o unicamente) alla realizzazione di scopi ulteriori e diversi, propri dell'intermediario”.*

Investiti della questione alcuni Tribunali hanno esaminato il tema del conflitto di interessi, soffermandosi su alcune specifiche fattispecie.

### **3.1 - Partecipazione dell'intermediario al consorzio di collocamento**

**Il Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, ha osservato che, qualora l'intermediario si trovi in una situazione di conflitto di interessi in ragione del proprio ruolo di collocatore del titolo acquistato dal cliente, l'art. 27 del Regolamento Intermediari non possa considerarsi rispettato in difetto di una puntuale e preventiva informativa circa l'esistenza, la natura e l'estensione dell'interesse dell'intermediario stesso nell'operazione *de qua*. Con riferimento al caso di specie, il Giudice ha infatti osservato che:

*“è, infatti, pacifico che la società [...] ha agito in una situazione di conflitto di interessi. Ciò risulta espressamente indicato in entrambi i contratti in questione, laddove si legge la dichiarazione del cliente che “prende atto che la [...] si trova, con riferimento alla presente operazione, in una*

*situazione di conflitto di interessi, essendo contemporaneamente banca emittente e collocatrice dei titoli in oggetto”, ma che tale indicazione non è di per sé sufficiente in quanto “nel caso in esame non vi è stata informazione preventiva sulla natura e l’estensione del loro interesse nell’operazione, ma solo un avviso generico in ordine all’esistenza del conflitto di interesse in questione”.*

Con riguardo ad un’altra fattispecie in cui l’intermediario era soggetto collocatore dei titoli oggetto delle operazioni contestate, il **Tribunale di Venezia, 22 novembre 2004, n. 2654**, ha escluso che l’effettuazione “al meglio” dell’operazione (ossia nel caso in cui non vi siano istruzioni specifiche da parte del cliente, ma lo stesso rimetta all’intermediario l’esecuzione dell’operazione alle condizioni migliori) esoneri l’intermediario dall’onere di rispettare le prescrizioni normative in tema di conflitto di interessi, liberandolo da qualsiasi responsabilità:

*“Sotto distinto profilo gli attori lamentano che le operazioni oggetto del presente giudizio siano viziate a causa del conflitto d’interessi. Denunciano infatti, la violazione dell’art. 21 del TUIF il quale impone che una organizzazione che “riduca al minimo il rischio di conflitti d’interessi” e che “in situazione di conflitto” impone di “agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento”. Deducono inoltre che non sarebbe stato rispettato l’art. 5 del contratto stilato in data 24 giugno 1998 che, recependo la disciplina regolamentare di secondo grado, consente l’effettuazione di operazioni ancorché vi sia conflitto d’interessi, purché si sia “preventivamente rilevato per iscritto al cliente la natura e l’estensione dell’interesse nell’operazione ed il cliente abbia aderito per iscritto all’effettuazione della stessa. Ove l’ordine sia impartito telefonicamente, l’assolvimento del citato obbligo informativo da parte del cliente risulterà dalla registrazione telefonica”. Rileva questo Giudice che l’insieme della disciplina evidenzia che se è vero che la legge non vieta la possibilità di concludere operazioni in conflitto d’interessi tutto ciò è condizionato, da un lato, dalla disciplina richiesta di una specifica autorizzazione non esime comunque dall’osservanza delle regole di correttezza e diligenza poste in capo all’intermediario che deve informare il cliente circa “la natura e l’estensione dell’interesse”*

*Ciò posto occorre preliminarmente verificare se le operazioni in questione siano state svolte in conflitto d’interessi, e in caso positivo accertare se sia stata rispettata la relativa disciplina. Sostengono gli attori che la convenuta era portatrice di un proprio interesse alla collocazione dei prodotti in questione tra la propria clientela, non solo “per lucrare le commissioni (sotto questo profilo il comportamento della banca non sarebbe neppure censurabile, entro certi limiti, perché la negoziazione degli strumenti finanziari rientra negli scopi istituzionali dell’ente di credito) ma anche e soprattutto perché aveva assunto l’incarico di gestire il collocamento contro una provvigione che comprendeva il servizio di distribuzione del prodotto e la garanzia d’acquisto in*



*proprio in caso di mancato piazzamento dell'intera partita". A tale impostazioni e a queste precisazioni nulla si è replicato; si è opposto, in primo luogo, che alle operazioni in questione non si applica l'art. 45 del Regolamento Consob il quale riguarda il contratto di gestione di portafoglio, assolutamente estraneo – si è affermato – alla fattispecie in esame. Si è altresì aggiunto che una volta che la banca abbia illustrato le caratteristiche del titolo di cui il cliente, nell'ambito di un rapporto di deposito amministrato, ordina l'acquisto, non è previsto alcun obbligo o altro circa il mercato o il modo di reperimento del titolo da parte della banca, che deve solo adempiere al proprio obbligo di farlo acquistare "al meglio" e quindi può liberamente prelevarlo dal proprio portafoglio per venderlo al cliente. Gli argomenti dedotti per contrastare gli assunti attori non sono condivisibili. Per quanto attiene alla non applicabilità alla fattispecie in esame della disciplina relativa al conflitto d'interessi detta conclusione appare, infatti, smentita dalla specifica clausola contrattuale che la prevede e la regola, imponendo particolari e dettagliati obblighi informativi, che, come sopra si è detto, discendono dalla legge quando imperativamente detta le modalità di comportamento dell'intermediario finanziario. Ora appare evidente che nella fattispecie in esame considerandosi che nel caso concreto, l'intermediario non svolge solo una semplice e normale attività d'intermediazione ma ha assunto in proprio il rischio di collocamento, e con questo quello dei risultati dell'investimento ricorra l'ipotesi del conflitto d'interessi. Conflitto che si sostanzia nell'interesse dell'intermediario a trasferire al cliente quell'elevatissimo rischio di risultato che altrimenti correrebbe in proprio. In sostanza si ritiene che il problema del conflitto debba essere colto con riferimento alle caratteristiche che, di volta in volta, danno corpo a specifiche "nature", ed è di queste che il cliente deve essere consapevole in quanto contribuiscono a illuminarlo nel processo decisionale circa l'effettuazione dell'operazione. Per questo si deve escludere che l'esistenza di una situazione di conflitto possa essere sanzionata prescindendo dalle informazioni dovute e limitatamente all'esistenza di un danno misurato con esclusivo riferimento al "prezzo" e alla sua differenza di collocamento nel mercato del prodotto finanziario. Una simile impostazione interpretativa, che riporta il problema nel quadro dell'art. 1394 Codice civile, non è sostenibile dal momento che la fattispecie in esame appare ben più complessa. Infatti, ove si seguisse questa strada si finirebbe con il rendere inutile proprio quella particolare disciplina informativa che, ponendo l'accento sul pericolo di danno e sulla correttezza nei comportamenti, è diretta a salvaguardare la fiducia del risparmiatore, e che caratterizza l'articolato e complesso regolamento a tutela dell'intero regolamento del mercato finanziario. In questo senso può dirsi che l'obbligo informativo acquista una sua autonomia nella costruzione della fattispecie e la sua valutazione, quando vi è adempimento deve essere portata nel più complessivo quadro degli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza che sono fondamentali all'ordinamento finanziario.*

*Obblighi che danno al conflitto d'interessi una connotazione particolarmente intensa che, misurato dal giudizio di adeguatezza, implica un comportamento diligente e trasparente che non può non riflettersi sulle stesse scelte ove queste, a qualsiasi titolo, privilegino l'intermediario a scapito degli interessi del cliente e siano dal primo maliziosamente orientate. Quadro che nel caso in questione si sostanzia, come si è detto, in un trasferimento del rischio d'investimento che viene posto in capo al cliente senza renderlo edotto di quelle circostanze che danno all'operazione compiuta dall'intermediario un connotato d'interessi particolari e che devono essere preventivamente conosciuti come momento essenziale per la formazione della volontà del cliente nel concedere o non concedere la sua autorizzazione”.*

Il medesimo **Tribunale di Venezia, 17 ottobre 2005**, ha ritenuto sussistente una situazione di conflitto di interessi nel caso in cui l'intermediario avesse partecipato al consorzio di collocamento:

*“la banca convenuta ha infatti finanziato la Parmalat per l'erogazione del prestito, rivestendo il ruolo di lead manager nell'emissione delle obbligazioni – tali circostanze oltre ad essere ormai notorie, possono ritenersi provate a norma dell'art. 10, comma 2bis d.lgs. 5/03 – ed ha fatto acquistare all'attore obbligazioni rientranti nel portafoglio titoli di un istituto facente parte del gruppo, così trasferendo il rischio del mancato rimborso dei bond dallo stesso gruppo al cliente”.*

Analogamente il **Tribunale di Milano, 20 marzo 2006**, ha ritenuto sussistente una situazione di conflitto di interessi nel caso in cui a partecipare al consorzio di collocamento era stato non l'intermediario convenuto in giudizio dal cliente, ma un soggetto appartenente al medesimo gruppo:

*“L'art. 27 REG. n. 11522/98 impone agli intermediari che abbiano direttamente o indirettamente un conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, di informare preventivamente per iscritto l'investitore in ordine alla natura e all'estensione dell'interesse in conflitto, ed impone altresì che l'investitore debba acconsentire espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione.*

*Nel caso di specie, come emerge dall'istruttoria condotta dai consulenti nominati dall'Ufficio, la Banca aveva interessi in conflitto sotto un duplice profilo: “da finanziamento”, perché era creditrice di società del Gruppo Cirio per ingenti importi e cioè circa undici milioni di euro (il che la poneva nella condizione di avere un interesse diretto alla buona riuscita delle emissioni obbligazionarie effettuate dal Gruppo) e “da collocamento” avendo Banca A., società del Gruppo, direttamente partecipato al consorzio di collocamento dell'emissione obbligazionaria in oggetto.*

*Non appare revocabile in dubbio che entrambe le fattispecie integrino i presupposti del conflitto di interessi per il quale l'art. 27 REG Consob n. 11522/98 impone l'espressa informazione del cliente e l'autorizzazione scritta di quest'ultimo all'effettuazione dell'operazione.*

*Prescrizioni assolutamente omesse nel caso di specie da parte dell'intermediario, come emerge dall'esame dell'ordine di acquisto".*

### **3.2 - Esposizione finanziaria dell'intermediario nei confronti dell'emittente**

L'esistenza di una situazione di esposizione finanziaria dell'intermediario nei confronti del soggetto emittente i titoli (poi oggetto di operazioni di investimento da parte dei clienti) è un argomento che frequentemente viene utilizzato per contestare agli intermediari la violazione delle norme in materia di conflitto di interessi.

I casi Cirio e Parmalat hanno infatti messo in evidenza come una situazione ricorrente di conflitto di interessi del cliente con l'intermediario si verifici qualora i titoli oggetto dell'investimento contestato siano rappresentati da obbligazioni emesse da società che avevano, nel tempo, beneficiato di finanziamenti di rilevante entità da parte degli stessi intermediari.

Sul punto, si è pronunciato il **Tribunale di Monza, 16 dicembre 2004**, secondo cui l'insussistenza di rapporti di finanziamento con l'emittente esclude di per sé che:

*“vi fosse nell'azione della banca, un fine diverso ed ulteriore rispetto alla semplice soddisfazione delle aspettative e delle richieste del cliente”.*

La crescita dell'esposizione creditizia verso altri soggetti appartenenti al medesimo gruppo dell'emittente non è, peraltro, secondo il Tribunale, di per sé indice dell'esistenza di un conflitto di interessi:

*“il fatto che la Banca, nel periodo compreso tra il 31.05.01 ed il 31.07.01, ha aumentato la propria esposizione creditizia complessiva verso le società facenti parte del Gruppo Cirio, di circa Euro 467.000,00, (era) segnale ulteriore che la stessa Banca considerava ancora solido finanziariamente e patrimonialmente il Gruppo che avrebbe invece successivamente dichiarato il “default” sui Propri titoli obbligazionari”.*

Interessante appare, inoltre, la sentenza del **Tribunale di Venezia, 8 giugno 2005**, nella quale, pur dandosi atto dell'esistenza di una situazione di credito dell'intermediario nei confronti dell'emittente, il Tribunale ha ritenuto che tale circostanza non fosse rilevante ai fini dell'individuazione di una situazione di conflitto in ragione del fatto che il titolo era stato acquistato dal cliente sul mercato secondario:

*“Quanto agli ulteriori profili di conflitto (e cioè che la banca, come allegano gli attori, risultava finanziariamente esposta nei confronti del gruppo GIACOMELLI) va evidenziato che l'assunto non coinvolge profili quali l'eventuale collocamento dei titoli o la sollecitazione all'investimento, entrambe categoricamente escluse dalla convenuta, e che comunque, non essendoci stata esplicita doglianza, non fanno parte del thema probandum. Circa l'asserito indebitamento del Gruppo*

*GIACOMELLI con l'istituto di credito convenuto, e di qui l'interesse a che i propri clienti acquistassero titoli GIACOMELLI, si rileva: che dalla produzione del tabulato della centrale rischi relativa al periodo in esame (doc. 16) non risulta che l'indebitamento del Gruppo GIACOMELLI verso la BANCA sia significativamente e stabilmente diminuito, il che porta ad escludere un rapporto di causa ed effetto tra l'uno (la vendita di titoli) e l'altro (l'entità dell'indebitamento); che, ancor prima, e come ha rilevato la convenuta, il giovamento alla società emittente di una cospicua vendita dei titoli si esaurisce nella fase di collocamento poiché ogni ulteriore circolazione del titolo (e qui i titoli sono stati acquistati sul mercato secondario) non porta un ulteriore giovamento.*

Del possibile conflitto di interessi per la sussistenza di crediti dell'intermediario nei confronti dell'emittente dei titoli oggetto di negoziazione, si è occupato il **Tribunale di Parma 23 marzo 2005** che ha ritenuto priva di effettivo rilievo tale circostanza:

*“quanto al fatto che la Banca fosse creditrice della Parmalat s.p.a. è evidente che tale circostanza di per sé sola considerata, è irrilevante, inoltre a ciò deve aggiungersi che è fatto notorio che la Parmalat s.p.a. fosse pressoché fortemente indebitata con l'intero sistema bancario, con la conseguenza che una situazione di conflitto deriverebbe da un fatto generico, mentre è necessaria l'allegazione di fatti specifici integranti la fattispecie conflittuale”*

Sempre il **Tribunale di Parma, 3 marzo 2006** ha, sia pure incidentalmente, ribadito che l'esistenza di un'esposizione creditoria dell'intermediario nei confronti dell'emittente non integra, di per sé, una situazione di conflitto:

*“Fermo restando - come anche la stessa Consob ha già avuto modo di riconoscere - il fatto che l'esistenza di una esposizione creditoria della banca nei confronti dello stesso emittente non determina di per sé la sussistenza del conflitto di interesse, poiché altrimenti e per assurdo le maggiori banche italiane dovrebbero sempre segnalare il conflitto in occasione della negoziazione di obbligazioni societarie, "con il possibile risultato di far perdere selettività e quindi effettività alla segnalazione medesima", rileva il Collegio che, a maggior ragione, deve escludersi anche la astratta possibilità di un conflitto di interesse nel caso, come il presente, in cui la convenuta non era creditrice, il particolare, della società emittente il prestito obbligazionario né, come visto, di altra società del gruppo”.*

Di diverso avviso, come visto nel paragrafo che precede, è invece il **Tribunale di Milano, 20 marzo 2006**, che ha invece ritenuto sussistente il c.d. “conflitto da finanziamento”.

### **3.3 - Negoziazione in proprio**

Sotto altro profilo il tema del conflitto di interessi viene in considerazione nei casi in cui la negoziazione dei titoli sia avvenuta in “contropartita diretta”, ossia nell’ambito di una negoziazione in proprio ai sensi dell’art. 32, comma 2, del Regolamento Intermediari.

Il fatto che gli strumenti finanziari oggetto di negoziazione siano presenti nel portafoglio di proprietà dell’intermediario, infatti, viene utilizzato nel giudizio per affermare l’esistenza di un interesse dell’intermediario, specifico e configgente con quello dell’investitore, a vendere i titoli.

Sul punto la giurisprudenza è in massima parte orientata nell’escludere, in tali ipotesi, la ricorrenza di una situazione di conflitto di interessi.

Tale orientamento è chiaramente espresso dal **Tribunale di Roma, 25 maggio 2005**:

*“E’ necessario premettere che la negoziazione per conto proprio – che consiste nell’attività di acquisto (per la rivendita) e di vendita per conto proprio di strumenti finanziari, con lo scopo per la banca di realizzare una differenza (spread) tra prezzi di acquisto e quelli di vendita – è attività legittima e regolamentata dall’ordinamento (v. art. 1, co. 5, lett. a, del t.u.i.f. e art. 32, co. 5, del reg. Consob) e, pertanto, non integra di per sé un’attività in conflitto di interessi. La Consob, nella Comunicazione n. DAL/97006042 del 9.7.1997, ha chiarito che “una ipotesi di conflitto di interessi non può essere individuata – a priori – in tutti i casi in cui l’intermediario negozia in contropartita diretta con la propria clientela strumenti finanziari”.*

*Nel caso in esame, dal fissato bollato risulta e, comunque, non è contestato (non avendo l’attore offerto alcuna specifica allegazione in senso contrario) che la M.P.S. ha venduto il bond argentino al Bianchi (che ha accettato), senza applicare alcuna commissione, nell’ambito di una negoziazione in conto proprio disciplinata dall’art. 32, co. 5, del reg. Consob più volte citato (“Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio gli intermediari autorizzati comunicano all’investitore, all’atto della ricezione dell’ordine, il prezzo al quale sono disposti a comprare o a vendere gli strumenti finanziari ed eseguono la negoziazione contestualmente all’assenso dell’investitore; sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione”). La circostanza (peraltro non dimostrata) che la banca già detenesse il titolo nel proprio portafoglio – in mancanza di qualsiasi allegazione in ordine ad un profilo di danno subito dal cliente (il quale, inoltre, nulla ha replicato all’affermazione della M.P.S. di avere venduto il bond ad un prezzo in linea con quello di mercato) – non è di per sé decisiva per ravvisare un conflitto di interessi, poiché, nelle negoziazioni eseguite per conto proprio, l’intermediario, agendo in qualità di dealer, può “preleva(re) il titolo dal proprio portafoglio” (v. Comunicazione Consob n. DI/99014081 del 1.3.1999)”.*

In via generale il **Tribunale di Milano, 26 aprile 2006**, ha chiarito che:

*“non si ritiene sussistere il preteso conflitto di interessi della banca per il collocamento dei titoli in oggetto, non essendo di per sé illegittima la vendita in contropartita diretta a meno che non si provi che nel caso specificato, e ciò non è avvenuto, che l'intermediario non solo abbia proposto o sollecitato l'investimento, ma che perseguisse scopi ulteriori e diversi rispetto alla realizzazione dell'interesse del cliente”.*

Anche il **Tribunale di Parma, 3 marzo 2006**, ha escluso che la mera negoziazione in contropartita diretta possa costituire, di per sé, ragione per ritenere sussistente una situazione di conflitto:

*“ Il conflitto neppure esiste nel caso in cui nell'operazione di negoziazione la banca si ponga in contropartita diretta (cfr., in arg., Trib. Mantova 5 aprile 2005, G.M. c. Cassa Carpi). Tale caso non costituisce affatto una situazione di conflitto dl interessi ma più semplicemente quella forma di negoziazione che il TUF riconosce come legittima e disciplina all'art. 1 comma 5 lett. a), denominandola "negoziazione in conto proprio". La stessa Consob è stata assolutamente esplicita nel senso che la negoziazione in conto proprio non determina, di per sé, una situazione di conflitto di interessi, che va valutato in concreto e si ha solo quando l'intermediario persegue - contemporaneamente alla operazione - un interesse diverso ed ulteriore rispetto a quello tipico del contratto di investimento, circostanza non emersa nel presente giudizio”.*

Interessante appare poi la pronuncia del **Tribunale di Venezia, 1 novembre 2005**, che ha escluso, con differenti motivazioni, che la sola negoziazione in contropartita diretta possa integrare un'ipotesi di conflitto di interessi, ponendo l'accento sul fatto che tale modalità di svolgimento del servizio non dimostra, necessariamente, la proprietà dei titoli in capo all'intermediario e che, comunque, il possesso di modeste quantità di titoli non appare rilevante:

*“non è nemmeno da accogliere l'assunto attoreo secondo il quale la banca aveva interesse alla sollecitazione all'investimento in detti titoli, avendoli nel proprio portafoglio, motivato con la comunicazione contenuta in entrambe le note informative degli acquisti, sull'esecuzione dell'operazione “in contropartita diretta con la Banca” e con relativa regolazione sul c/c intestato al B., atteso che detta precisazione non attesta la proprietà dei titoli da parte della banca prima dell'ordine, ma indica solamente la modalità di acquisto ed addebito del controvalore e che, comunque, il possesso di modeste quantità di titoli a disposizione della clientela, per soddisfarne con sollecitudine le richieste di acquisto, non consentirebbe di configurare un conflitto di interessi nelle singole operazioni di investimento”*

Il criterio quantitativo sopra visto, unitamente all'esistenza o meno di “consigli” o “suggerimenti” dell'intermediario volti all'acquisto del titolo oggetto di negoziazione in conto proprio, sono utilizzati frequentemente dalla giurisprudenza per risolvere le questioni connesse alla vendita dei titoli in contropartita diretta.

In tal senso il **Tribunale di Monza, 16 dicembre 2004**, ha escluso la violazione delle norme in materia di conflitto di interessi da parte dell'intermediario per il solo fatto che questi avesse operato in contropartita diretta con il cliente.

Su punto, richiamando, i principi espressi dalla citata comunicazione Consob n. DAL 97006042 del 9 luglio 1997 ha ricordato che l'Organo di Vigilanza:

*“ha ritenuto insussistente il conflitto d'interessi – nel caso di negoziazione di titoli in contropartita diretta con il cliente – ove la compravendita sia stata perfezionata sulla base di un ordine di acquisto dello strumento finanziario conferito spontaneamente dal cliente, ammettendone, al contrario, l'astratta possibilità nel caso di perfezionamento dell'operazione su suggerimento dell'intermediario, o su sollecitazione di questi, ma solamente se, nel caso concreto, si sia dimostrato che l'intermediario perseguiva scopi ulteriori e diversi rispetto alla realizzazione dell'interesse del cliente, quale, ad esempio, l'obiettivo dell'istituto di credito di eliminare rapidamente dal portafoglio di proprietà titoli presenti in sovrabbondanza, a seguito di una massiccia sottoscrizione dell'emissione obbligazionaria contestata”.*

Nel caso specifico il Tribunale ha quindi affermato:

*“non vi è prova che la negoziazione dei titoli in argomento sia stata preceduta da particolari sollecitazioni o suggerimenti del funzionario bancario incaricato, né che la Banca avesse in portafoglio una quantità di obbligazione Del Monte Finance S A. esuberanti rispetto alle normali necessità di approvvigionamento per fare fronte alle ricorrenti richieste della clientela. Manca, infine la prova di un qualunque interesse della banca a collocare titoli di un emittente della quale non era in alcun modo creditrice diretta”.*

In modo più sintetico il **Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230** ha escluso l'esistenza di un interesse in conflitto della Banca per il solo fatto che la Banca non deteneva nel proprio portafoglio i titoli oggetto dell'investimento:

*“Si deve osservare relativamente alla eccezione svolta da parte attrice relativamente alla circostanza che la banca avesse agito in conflitto di interessi che è emerso come la banca non avesse i titoli nel proprio portafoglio ma li abbia acquistati sul mercato contestualmente al ricevimento dell'ordine da parte del cliente. La circostanza provata da documentazione prodotta dalla banca e non contestata esclude la sussistenza del conflitto di interessi nella fattispecie in esame”.*

L'assenza di un'attività di “sollecitazione” da parte dell'intermediario ed il fatto che questi non detenesse rilevanti quantità di titoli nel proprio portafoglio, sono secondo il **Tribunale di Torino, 1 luglio 2005**, indici sufficienti per escludere la sussistenza di una situazione di conflitto:

*“La Consob ha ritenuto insussistente il conflitto di interessi, nel caso, come quello in esame, di negoziazione dei titoli in contropartita diretta con il cliente ove la compravendita sia stata perfezionata sulla base di un ordine d’acquisto dello strumento finanziario conferito spontaneamente dal cliente, ammettendone al contrario, l’estratta possibilità nel caso di perfezionamento dell’operazione su suggerimento dell’intermediario o su sollecitazione di quest’ultimo, ma solamente se nel caso concreto risulti provato che l’intermediario perseguiva scopi ulteriori e diversi rispetto alla realizzazione degli interessi del cliente, quali, ad esempio l’obiettivo della banca di eliminare rapidamente dal portafoglio di proprietà titoli presenti in sovrabbondanza a seguito di una massiccia sottoscrizione.*

*Nella fattispecie in esame, all’esito dell’istruttoria svolta, non risulta provato che la compravendita dei titoli in oggetto sia stata preceduta da particolari suggerimenti del funzionario bancario, né che la Banca avesse in portafoglio una quantità di obbligazioni esuberanti rispetto alle necessità di quest’ultimo”.*

Analoghe indicazioni si ritrovano nella sentenza del **Tribunale di Mantova, 1 dicembre 2005:**

*“In considerazione del fatto che non è stato provato che l’operazione in questione fosse stata consigliata dalla banca (anzi emerge il contrario dalle dichiarazioni rese dai funzionari della banca), deve escludersi che la negoziazione dei titoli, sebbene realizzata in contropartita diretta, sia stata effettuata in conflitto di interessi, posto che la banca si è limitata a dare esecuzione all’ordine impartito dal cliente, difettando la prova che l’istituto di credito abbia perseguito un interesse proprio ulteriore e configgente rispetto/a quello dell’investitore (in proposito va rammentato che la Consob con comunicazione DAL 97006042 del 9-7-1997 ha ritenuto insussistente il conflitto di interessi nel caso di ordine, eseguito in contropartita diretta, conferito spontaneamente dal cliente) e non integrando la figura vietata dalla legge, il mero percepimento della commissione di negoziazione in quanto consequenziale alla natura onerosa, a prestazioni corrispettive, del contratto di negoziazione su strumenti finanziari.*

*Occorre a questo punto precisare che, secondo gli accertamenti svolti dal consulente, la banca in data 20-2-2001 aveva acquistato 137.000 obbligazioni onde far fronte agli ordinativi di due clienti (122.000 delle quali da destinare al Cliente) e che essa, alla data di inoltro dell’ordine sul circuito telematico, ne possedeva già 22.000: tenuto conto della coincidenza quantitativa e temporale fra inoltro dell’ordine da parte della banca e domanda di acquisto da parte dei clienti, appare ragionevole ritenere che essa si sia approvvigionata di quel quantitativo di titoli proprio per soddisfare (anche) le esigenze del Cliente sicché, per le ragioni sopra evidenziate, deve escludersi la sussistenza del conflitto di interessi”.*



Al contrario, il **Tribunale di Ferrara, 6 aprile 2005, n. 216** e **6 aprile 2005, n. 217** ha ritenuto sussistente il conflitto di interessi in capo ad una banca, rilevando che nel caso esaminato non v'era alcuna evidenza del fatto che la Banca avesse correttamente acquisito il consenso del cliente all'esecuzione dell'operazione in conflitto:

*“non risulta...che la banca, eseguendo operazioni in contropartita diretta (e quindi vendendo titoli di proprietà, sia pure acquistati per rivenderli al cliente, come la stessa assume) e fuori dai mercati regolamentati, abbia ottemperato alla necessità di ottenere un espresso e preventivo assenso del cliente ex art. 27 reg. Consob cit. (la “spontaneità” dell’ordine o la precedente o contemporanea spiegazione sulla “contropartita diretta” sono circostanze non documentalmente dimostrate dalla Cassa, contrariamente a quanto richiede lo stesso art. 27)”*.

### **3.4 - Negoziazione per conto terzi con acquisto dei titoli da intermediari appartenenti allo stesso gruppo**

Non infrequenti nella prassi sono i casi in cui l'intermediario, non disponendo nel proprio portafoglio dei titoli richiesti dal cliente, provvede ad acquistarli rivolgendosi da altro intermediario appartenente al medesimo gruppo.

Anche in tali casi la condotta dell'intermediario è talvolta oggetto di censura da parte dei clienti che, sostenendo la ricorrenza di una situazione di conflitto di interessi, contestano all'intermediario la violazione dell'art. 27 del Regolamento Intermediari.

Con riferimento a tali fattispecie il **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, ha affermato che non sussiste un caso di conflitto di interessi se:

*“il prezzo in concreto applicato era il migliore rispetto a quello praticato dagli altri c.d. “contributori” agenti sul mercato sicché nessun danno è derivato agli attori: l’art. 27 reg. Consob deve infatti interpretarsi alla stregua del principio giurisprudenziale affermatosi in sede di applicazione dell’art. 1394 c.c. secondo cui la responsabilità del rappresentante che persegue interessi propri o di terzi incompatibili con quelli del rappresentato sussiste solo ove alla utilità conseguita o conseguibile dal rappresentante per sé o per il terzo, segua o possa seguire un danno per il rappresentato (cfr. Cass. 17-4-1996 n. 3630; Cass. 16-2-1994 n. 1498; Cass. 19-9-1992 n. 10749; Cass. 25-1-1992 n. 813)”*.

Nel caso di specie, avente ad oggetto un caso di negoziazione di obbligazioni Argentina, il CTU aveva accertato che il prezzo praticato dalla banca convenuta era migliore rispetto a quello praticato dagli altri intermediari sul mercato.

Come visto, invece, il **Tribunale di Venezia, 17 ottobre 2005**, ha ritenuto sussistente una situazione di conflitto di interessi nel caso in cui i titoli rientrassero nel portafoglio di proprietà di soggetti appartenenti al medesimo gruppo dell'intermediario convenuto in giudizio:

*“la banca convenuta ha infatti finanziato la Parmalat per l'erogazione del prestito, rivestendo il ruolo di lead manager nell'emissione delle obbligazioni – tali circostanze oltre ad essere ormai notorie, possono ritenersi provate a norma dell'art. 10, comma 2bis d.lgs. 5/03 – ed ha fatto acquistare all'attore obbligazioni rientranti nel portafoglio titoli di un istituto facente parte del gruppo, così trasferendo il rischio del mancato rimborso dei bond dallo stesso gruppo al cliente”*

### **3.5 - Negoziazione di strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo**

Il **Tribunale di Parma, 15 novembre 2004 n. 1305**, in una causa promossa da una cliente che aveva impugnato un contratto 4You dalla stessa sottoscritto, domandandone l'annullamento per conflitto di interessi *ex art. 27* del Regolamento Intermediari, in quanto la banca aveva venduto alla cliente strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo, ha rigettato la domanda attorea ritenendo che il disposto dell'art. 27 del Regolamento Intermediari era stato correttamente osservato dall'intermediario:

*“non solo il cliente trova l'informazione circa l'esistenza di un conflitto di interessi nel corpo del contratto, ove l'evidenza grafica è data dal trattino a margine, ma la rinviene una seconda volta, accettando ulteriormente il conflitto con una seconda firma, nella sezione dedicata alle clausole vessatorie”*,

Sul punto anche il **Tribunale di Milano, 3 dicembre 2004, n. 13910**, ha rigettato la domanda di annullamento per conflitto di interessi di un contratto 4You, asseritamente determinato dal fatto che la banca aveva venduto al cliente strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo di cui faceva parte la banca stessa, rilevando che:

*“il piano di adesione, sottoscritto dagli attori, riportava informativa circa la natura e l'estensione del conflitto d'interessi, nonché l'espressa autorizzazione dell'aderente a procedere all'esecuzione dell'operazione”*.

Con riferimento ad un caso nel quale i clienti sostenevano che la banca aveva operato in conflitto di interessi, con conseguente violazione dell'art. 27 del Regolamento Intermediari, in quanto la stessa, prima direttamente poi indirettamente,

*“deteneva partecipazioni nella [...] s.p.a. la quale, a sua volta, avrebbe posseduto rilevanti quantitativi di azioni delle società del “gruppo” [...]: di qui l'interesse dell'istituto di credito a*

*vendere i titoli in questione al fine di sostenerne i corsi, interesse percepibile anche per la presenza di alcuni nominativi in tutti i consigli di amministrazione delle società in questione”*,

il **Tribunale di Mantova, 3 febbraio 2005**, ha rigettato la domanda attorea rilevando che:

*“nelle operazioni in questione (non consigliate dalla banca), l’istituto di credito non ha agito in contropartita diretta ma si è limitato ad acquistare i titoli in conformità degli ordini ricevuti dal cliente, per conto dello stesso, senza quindi perseguire un interesse proprio ed ulteriore in conflitto con quello di quest’ultimo, agendo quindi nel mercato come avrebbe fatto qualunque altro intermediario”*.

Ancora il **Tribunale di Mantova, 12 aprile 2005, n. 496**, in un giudizio promosso per l’impugnazione di un contratto 4You, ha ritenuto che non sussistesse alcuna violazione dell’art. 27 del Regolamento Intermediari affermando che:

*“le clausole B) e C) del contratto contenevano l’indicazione che l’operazione veniva svolta in condizioni di conflitto di interessi sia in relazione alla componente obbligazionaria sia con riguardo a quella azionaria essendo specificato che i titoli a reddito fisso erano emessi da società facente parte del medesimo gruppo bancario così come i fondi Ducato: avendo la sottoscrittrice del piano rilasciato specifica e separata autorizzazione scritta ad effettuare comunque l’operazione, non sussiste la denunciata violazione dell’art. 27 reg. Consob. Quanto poi alla circostanza che l’esistenza del conflitto non fosse stata graficamente evidenziata (non apparendo a tal fine sufficiente la circostanza che le indicazioni relative all’esistenza dello stesso fossero precedute dal trattino - posto all’inizio di una frase inserita in un più ampio contesto espositivo avente la medesima evidenza grafica), va detto che si tratta certo di irregolarità, non tale da comportare però l’invalidità del contratto non potendosi ritenere che tale omissione abbia avuto rilievo determinante nella decisione di aderire al piano in questione”*.

Lo stesso **Tribunale di Mantova, 12 aprile 2005, n. 495**, ancora relativamente ad un caso di impugnazione di un contratto 4You nel quale la cliente aveva contestato, *inter alia*, la violazione della normativa di riferimento in materia di conflitto di interessi, in quanto la banca aveva venduto titoli emessi e/o gestiti da società appartenenti allo stesso gruppo della banca medesima, ha affermato che:

*“l’eccezione non merita accoglimento. Dall’esame del modulo contrattuale emerge chiaramente che nello stesso è dichiarata l’esistenza del conflitto di interessi sia nella sezione B (relativa all’acquisto delle obbligazioni) sia nella sezione C (relativa all’acquisto dei fondi). Inoltre, l’esistenza della situazione di conflitto è ribadita nella sezione finale riguardante la specificazione delle clausole vessatorie. Non può sostenersi, quindi, che all’attrice fosse sconosciuta la circostanza sopra indicata”*.

### 3.6 - Evidenziazione grafica delle clausole sul conflitto di interessi

Alcune pronunce giurisprudenziali emesse nei giudizi relativi ai contratti 4You hanno esaminato il tema della corretta evidenziazione grafica delle clausole relative al conflitto di interessi.

Nei contratti 4You, infatti, è presente l'indicazione relativa alla ricorrenza di situazioni di conflitto di interessi in capo alla banca convenuta ma, secondo la tesi sostenuta da alcuni clienti, poiché non è stato utilizzato un carattere speciale che la differenzi dal testo del contratto, tale clausola non possiede quella evidenziazione grafica espressamente richiesta dall'art. 27, comma 3, del Regolamento Intermediari.

Al riguardo il **Tribunale di Mantova, 12 aprile 2004, n. 495** ha escluso che nel caso esaminato potesse ravvisarsi la violazione dell'art. 27 del Regolamento Intermediari così argomentando:

*“Dall'esame del modulo contrattuale emerge chiaramente che nello stesso è dichiarata l'esistenza del conflitto di interessi sia nella sezione B (relativa all'acquisto delle obbligazioni) sia nella sezione C (relativa all'acquisto dei fondi). Inoltre, l'esistenza della situazione di conflitto è ribadita nella sezione finale riguardante la specificazione delle clausole vessatorie.*

*Non può sostenersi, quindi, che all'attrice fosse sconosciuta la circostanza sopra indicata”.*

Ancora **Tribunale di Mantova, 12 aprile 2004, n. 496**, ha respinto l'eccezione del cliente affermando:

*“Quanto poi alla circostanza che l'esistenza del conflitto non fosse stata graficamente evidenziata (non apparendo a tal fine sufficiente la circostanza che le indicazioni relative all'esistenza dello stesso fossero precedute dal trattino - posto all'inizio di una frase inserita in un più ampio contesto espositivo avente la medesima evidenza grafica), va detto che si tratta certo di irregolarità, non tale da comportare però l'invalidità del contratto non potendosi ritenere che tale omissione abbia avuto rilievo determinante nella decisione di aderire al piano in questione”.*

Di segno opposto è invece, il **Tribunale di Firenze, 19 aprile 2005**, nel quale è stata ritenuta la violazione dell'art. 27 del Regolamento Intermediari:

*“Nel caso in esame non risulta che la società B.T. abbia fornito a R. R. tutte le informazioni relative al conflitto di interessi chiarendo al cliente in che senso e in quale modo potesse emergere tale situazione. Non ha la banca convenuta illustrato all'attore di essere spinta nell'acquisizione degli ordini da un interesse diverso e anche in contrasto con quello dell'utente.*

*29. Va sottolineato che l'obbligo di informazione è diretto a soddisfare un'esigenza di riequilibrio della cosiddetta “asimmetria informativa” che non trova adempimento in una mera indicazione formale di indicazione dell'esistenza di un conflitto di interesse. La società B.T.*

*avrebbe dovuto informare specificamente il R. che stava per acquistare, tramite un finanziamento, dei titoli nei confronti dei quali lo stesso istituto di credito vantava un interesse economico alla collocazione.*

*30. Nell'ottica dei contratti bancari e in genere dei contratti di massa occorre assumere il concetto di "informativa" al rilievo giuridico che, una volta, era assegnato a quello della "trattativa". Così come la libertà di trattativa è stata ritenuta un concetto fondamentale nella formazione del consenso (al punto di prevedere una compiuta ed esauriente disciplina dei vizi del volere) così ora bisogna garantire la completa e specifica informazione del contraente, attraverso l'estensione dei doveri generali previsti nel codice e l'elaborazione ed estensione degli obblighi specifici previsti nella legislazione speciale.*

*31. Se le modalità di contrattazione hanno portato a un depotenziamento della trattativa, il contratto diventa esso stesso strumento e veicolo di informazione e, in tale ottica, va valutata la sua liceità, arrivando a configurare una "contrattualizzazione" delle informazioni precontrattuali, che può spingersi fino a configurare un onere a carico di conformità dell'oggetto del negozio alle "dichiarazioni pubbliche sulle caratteristiche specifiche dei beni fatte ... nella pubblicità" (si legga l'art. 1519 ter c.c.).*

*32. L'art. 27 del Regolamento della Consob n° 11522 del 1998 dispone che nel caso in cui l'intermediario utilizzi dei formulari o moduli essi debbano recare "l'indicazione, graficamente evidenziata, che l'operazione è in conflitto di interessi". Nel contratto in esame l'evidenziazione grafica del conflitto di interessi manca del tutto. Si fa riferimento a tale situazione nel capo B) e nel capo C) della narrativa senza alcun carattere speciale, più grande, sottolineato o corsivo. Parimenti si fa menzione del conflitto di interessi nell'ultima pagina sempre senza alcuna evidenziazione grafica".*

## 4. IL REQUISITO DELLA FORMA

4.1 Forma scritta del contratto – forma scritta dell’ordine. - 4.2 Conseguenze della mancanza dell’ordine scritto ovvero della registrazione telefonica. - 4.3 Possibilità per l’intermediario di provare il conferimento dell’ordine da parte del cliente. – 4.4 Forma *ad probationem* – 4.5 La ratifica

### 4.1 - Forma scritta del contratto – forma scritta dell’ordine

Il requisito della forma del contratto avente ad oggetto la prestazione di servizi di investimento e le relative conseguenze per il mancato rispetto della stessa trovano nella regolamentazione attualmente vigente una disciplina chiara che non offre più, diversamente dal passato, lo spazio per interpretazioni difformi.

La regolamentazione applicabile prevede infatti il requisito della forma scritta *ad substantiam* ed il mancato rispetto della forma prescritta determina la nullità relativa del contratto.

In particolare l’art. 23 del T.U.F., recante la disciplina dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, dispone che:

*“1. I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. La Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni tecniche o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo.*

*2. E' nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. In tali casi nulla è dovuto.*

*3. Nei casi previsti dai commi 1 e 2 la nullità può essere fatta valere solo dal cliente (omissis)”.*

L’art. 1, comma 5, del T.U.F. definisce espressamente la categoria dei servizi di investimento, prevedendo che *“per "servizi di investimento" si intendono le seguenti attività, quando hanno per oggetto strumenti finanziari:*

*a) negoziazione per conto proprio;*

*b) negoziazione per conto terzi;*

*c) collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;*

*d) gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi;*

*e) ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione”.*

L’art. 1, comma 6, del T.U.F. prevede inoltre che *“per "servizi accessori" si intendono:*

*a) la custodia e amministrazione di strumenti finanziari;*

- b) la locazione di cassette di sicurezza;*
- c) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento;*
- d) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;*
- e) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento;*
- f) la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari;*
- g) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento”.*

Con riferimento alla disciplina di attuazione di carattere secondario, l'art. 30 del Regolamento Intermediari, relativo ai contratti conclusi con gli investitori, precisa che:

*“1. Gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata all'investitore.*

*2. Il contratto con l'investitore deve:*

- a) specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche;*
- b) stabilire il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso;*
- c) indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni;*
- d) prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire all'investitore a rendiconto dell'attività svolta;*
- e) indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e warrant;*
- f) indicare le altre condizioni contrattuali eventualmente convenute con l'investitore per la prestazione del servizio.*

*3. Le disposizioni di cui al presente articolo non si applicano alla prestazione dei servizi:*

- a) di collocamento, ivi compresi quelli di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza;*
- b) accessori, fatta eccezione per quelli di concessione di finanziamenti agli investitori e di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari”.*

Qualche discussione ha invece creato il requisito della forma riferito non al contratto quadro disciplinante il servizio (in particolare quello di negoziazione o raccolta ordini) ma al singolo ordine di acquisto o vendita di titoli.

Tutto ciò, peraltro, nonostante la Consob fosse intervenuta sul punto, chiarendo che il requisito formale attiene al contratto e non al singolo ordine. Con comunicazione n. DI/30369 del 21 aprile 2000, relativa al c.d. *Trading on line*, la Consob ha infatti precisato che l'obbligo di forma scritta riguarda unicamente il contratto quadro relativo alla prestazione del servizio di investimento e non gli ordini relativi alle singole operazioni poste in essere nell'ambito del medesimo, dal momento che *“allo stato dell'ordinamento vigente, la conclusione del contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento deve avvenire, di regola, per iscritto. Pertanto, la conclusione del contratto potrà avvenire via Internet solo ove sia effettivamente realizzabile la c.d. firma digitale secondo quanto disposto dal d.p.r. 10 novembre 1997, n. 513, in attuazione dell'art. 15, comma 2, della legge 15 marzo 1997, n. 59. Lo stesso è a dirsi per ogni altra dichiarazione negoziale in ordine alla quale sia richiesta dall'ordinamento, senza alternative, la forma scritta”*.

Nel corso dello scorso anno la Consob è intervenuta nuovamente sul punto con la comunicazione n. DIN/5055217 del 3 agosto 2005, nella quale l'autorità di vigilanza ha ribadito che *“la forma scritta è richiesta per i contratti quadro disciplinanti la prestazione dei servizi d'investimento, mentre per il conferimento dei singoli ordini di compravendita, rilasciati dagli investitori, non è prescritto un particolare requisito di forma. Così, ad esempio, risulta la piena conformità alla normativa di riferimento (come espressamente confermato dagli articoli 27 e 29 del Regolamento 11522/1998) di un ordine impartito telefonicamente”*.

Con riferimento, invece, agli ordini, l'art. 60 del Regolamento Intermediari, rubricato appunto *“Attestazione degli ordini”*, prevede che:

*“1. Nella prestazione dei propri servizi, gli intermediari autorizzati rilasciano agli investitori, all'atto del ricevimento degli ordini presso la propria sede legale o le proprie dipendenze, una attestazione cartacea contenente:*

*a) il nome dell'investitore;*

*b) l'orario, qualora rilevante con riferimento alle modalità di esecuzione, e la data di ricevimento dell'ordine;*

*c) gli elementi essenziali dell'ordine e le eventuali istruzioni accessorie.*

*2. Gli intermediari autorizzati registrano su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori.*

*3. I promotori finanziari incaricati dagli intermediari autorizzati di ricevere ordini fuori dalla sede legale o dalle dipendenze rilasciano agli investitori, all'atto del ricevimento degli ordini, una*



*attestazione cartacea contenente gli elementi di cui al comma 1. Qualora gli ordini siano ricevuti per via telefonica, i promotori finanziari sono tenuti alla registrazione di cui al comma 2.*

*4. Gli obblighi di cui ai commi 1, 2 e 3 si applicano anche alle revoche degli ordini disposte dagli investitori.*

*(omissis)”.*

Anche la giurisprudenza ha avuto modo di occuparsi dei requisiti formali previsti dalla normativa di riferimento sia per i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento che per i singoli ordini impartiti dal cliente.

**Il Tribunale di Venezia, 22 novembre 2004, n. 2654**, ha rigettato le domande proposte da alcuni risparmiatori contro una banca, dirette a far accertare la nullità di ordini di acquisto di strumenti finanziari impartiti per telefono e non registrati su nastro magnetico, per difetto della forma scritta richiesta dal contratto di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini e – secondo la prospettazione attorea - dall’art. 23 del T.U.F.. Il Tribunale citato ha ritenuto non condivisibili tali assunti affermando, quanto al richiamo all’art. 23 del T.U.F., che

*“il riferimento normativo dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento cui fa riferimento l’art. 23 sembra circoscrivere l’obbligo formale ai soli contratti destinati alla disciplina delle prestazioni di servizio, esentandone invece le singole operazioni poste in essere sulla base di un accordo quadro. Conclusione questa che appare rafforzata dalla constatazione che al contratto quadro, per il quale è imposta la forma scritta a pena di nullità, viene invece lasciata la libertà di individuare le modalità con le quali il cliente impartisce ordini e disposizioni. Libertà che è il contrario di imperatività, e che, lungi dall’imporre la forma scritta, si estende a poter conferire, come prevede l’art. 1, ordini e revoche telefonicamente, e per le quali s’impone solo la registrazione”.*

Anche il **Tribunale di Milano, 28 gennaio 2005, n. 1070**, ha confermato tale conclusione. Sul presupposto che:

*“il contratto intercorrente tra le parti è un contratto di deposito con custodia e/o amministrazione titoli, come emergente dai doc. 3 e 4 dell’attrice che si ritiene rispondere, con la sua forma scritta, alla previsione di cui all’art. 23 D. L.vo 24.2.98 n. 58 che tale forma richiede per i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento”.*

**il Tribunale di Milano, 28 gennaio 2005, n. 1070** ha infatti affermato che:

*“a tale contratto, e nel suo ambito, devono riportarsi le singole operazioni di investimento oggetto della causa (cioè i singoli ordini impartiti dalla cliente) che non necessariamente devono essere impartiti in forma scritta.*

*Tale ultima conclusione è confortata dalla previsione del Reg. Consob n. 11522 che all'art. 60 prevede che gli "... intermediari autorizzati registrano su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori..." in tal modo distinguendo tra contratto "quadro" di prestazione del servizio di investimento e singoli ordini che allo stesso sono riconducibili".*

In seguito il **Tribunale di Milano, 25 luglio 2005**, ha avuto modo di ribadire che

*"per quanto attiene alla dedotta nullità per difetto di forma ritiene il Tribunale, conformemente ad un orientamento giurisprudenziale ormai consolidato, che la forma ad substantiam prevista dall'art. 23 T.U.F. debba essere riferita al contratto di negoziazione (c.d. contratto quadro, o master agreement) e non anche ai singoli negozi conclusi nell'ambito e in esecuzione del rapporto che trova la sua fonte nel contratto quadro.*

*Il convincimento si fonda sul rilievo secondo cui lo stesso art. 30 comma 2. lett. c) Reg. Consob n. 11522/98 rimette all'autonomia privata, nell'ambito del contratto che ribadisce deve rivestire forma scritta, le modalità attraverso cui possono essere impartiti ordini ed istruzioni: disposizione che in tanto ha significato in quanto la forma scritta per i singoli negozi non sia prevista dalla legge ad substantiam, e cioè ai fini della validità degli stessi".*

Anche la più recente giurisprudenza ha confermato tale orientamento, negando la natura negoziale degli ordini di borsa e la necessità della forma scritta *ad substantiam* degli stessi, ed affermando la loro natura di atti esecutivi del contratto di negoziazione. In particolare, secondo l'impostazione del **Tribunale di Catania, 25 novembre 2005**,

*"il vincolo legale di forma scritta vale soltanto per il c.d. "contratto quadro" per la negoziazione, la ricezione e la trasmissione di ordini relativi a strumenti finanziari, e non anche per i singoli ordini di compravendita impartiti dall'investitore, che consistono in dichiarazioni non negoziali di volontà (cc.dd. determinative) cui fa seguito una mera attività esecutiva (l'acquisto o il disinvestimento) che non concreta un ulteriore accordo (proprio perché l'intermediario "esegue" e non "accetta di eseguire" l'ordine)".*

Dello stesso avviso è anche il **Tribunale di Venezia, 11 luglio 2005, n. 1557**, secondo cui

*"l'art. 23 T.U.F. prescrive l'obbligo della forma scritta a pena di nullità solo per i contratti che disciplinano la prestazione dei servizi di investimento, intendendosi per tali non i singoli contratti di acquisto di titoli, i contratti che stabiliscono in via generale come gli ordini devono essere impartiti in svariate ipotesi, come ad esempio quando hanno ad oggetto valori mobiliari quotati che vengono negoziati fuori da mercati regolamentati, o ordini riguardanti valori mobiliari non quotati*

*negoziati in mercati regolamentati, ovvero ordini impartiti in situazioni di conflitto di interesse dalla banca, vendite allo scoperto, etc”.*

Prosegue tuttavia il citato Tribunale di Venezia, precisando che

*“indipendentemente dalle modalità di conferimento degli ordini di acquisto pattuite dalle parti nel contratto relativo ai servizi di investimento, in ogni caso, in talune ipotesi espressamente previste dal regolamento Consob, l’ordine deve comunque rivestire una particolare forma, come, ad esempio, quando l’intermediario autorizzato riceve una disposizione relativa ad un’operazione non adeguata.*

(...)

*In una situazione, come quella in esame, caratterizzata dalla ricezione da parte dell’intermediario autorizzato di un ordine dell’investitore relativo ad un’operazione non adeguata, a norma dell’art. 29 regolamento Consob, qualora l’investitore intenda comunque dare corso all’ordine, l’intermediario può eseguire l’operazione solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordine telefonico, registrato su nastro magnetico e su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”.*

Analogamente il **Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006, n. 31**, ha ritenuto che

*“solo “il contratto relativo alla prestazione di servizi di investimento” va infatti stipulato per iscritto a pena di nullità (art. 23 T.U.F.), e non l’ordine del cliente; solo quel contratto, e non l’ordine, deve avere un preciso contenuto (art. 30 del Regolamento) che metta in chiaro le modalità dello svolgimento del rapporto tra cliente ed intermediario. L’atto di autonomia che costituisce dunque il punto di riferimento della fattispecie legale è il contratto di prestazione di servizi di investimento; a questo contratto, e solo a questo può essere riservata, si ritiene, la valutazione di conformità della concreta pattuizione con gli interessi primari tutelati dall’ordinamento. Né l’ordine, né l’atto di negoziazione dei titoli, nemmeno se considerati unitariamente, possono, invero, essere riguardati come atti di autonomia contrattuale; tali atti a parere del collegio non hanno un’autonoma causa negoziale ma trovano il loro fondamento causale nel contratto d’investimento”.*

Sempre il **Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006, n. 32**, ha poi ribadito che le due fattispecie contratto quadro / ordine debbono essere distinte:

*“L’art. 23 del TUF effettivamente stabilisce che i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento ed accessori sono redatti per iscritto e sanziona il difetto di forma con la nullità.*

*La forma scritta di tali contratti è dunque prescritta dalla legge ad substantiam, essendo la nullità –assoluta e rilevabile d’ufficio- conseguenza della carenza del requisito formale.*

*L'art. 30 del Regolamento disciplina poi minuziosamente il contenuto di tale “contratto con gli investitori”, che deve:*

- a) a) specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche;*
- b) b) stabilire il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso;*
- c) c) indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni;*
- d) d) prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire all'investitore a rendiconto dell'attività svolta;*
- e) e) indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e warrant;*
- f) f) indicare le altre condizioni contrattuali eventualmente convenute con l'investitore per la prestazione del servizio.*

*In forza di tale contratto, che in numerose sentenze dei giudici di merito è usualmente definito come “contratto quadro” (per la cui qualificazione giuridica vedi infra), l'intermediario autorizzato, nel nostro caso la \_\_\_\_\_, è tenuto, su ordine del cliente a fornire al cliente stesso servizi d'investimento e servizi accessori aventi ad oggetto strumenti finanziari.*

*A norma dell'art. 1 paragrafo 2. lett. b) del T.U.F per strumenti finanziari si intendono anche le obbligazioni e i titoli di Stato (quali sono le obbligazioni Argentina); ai sensi del paragrafo 3. lett. b) dello stesso articolo per servizi d'investimento si intende anche la negoziazione per conto terzi ed ai sensi della successiva lettera a) del paragrafo 6 per servizi accessori si intendono anche la custodia ed amministrazione di strumenti finanziari.*

*(...)*

*Diversa è, invece, la fattispecie relativa all'ordine.*

*Come già si è accennato nell'illustrare la disciplina del contratto, l'ordine (per la cui qualificazione giuridica vedi infra), con il quale il cliente domanda all'intermediario autorizzato la prestazione di un servizio finanziario di negoziazione si innesta sul contratto scritto di investimento e non deve necessariamente rivestire la forma scritta”.*

Tale conclusione, secondo la decisione in commento, è ulteriormente avvalorata dal disposto dell'art. 29 del Regolamento in materia di adeguatezza delle operazioni di investimento, Prosegue infatti il **Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006, n. 32**, rilevando che:

*“Tanto risulta dalla disciplina positiva ed in particolare dall'art. 29 del Regolamento che impone un requisito formale per la documentazione dell'ordine nel solo caso di operazione non adeguata.*

*In caso di operazione non adeguata, il requisito formale è soddisfatto dalla registrazione telefonica dell'ordine verbale (che è ammesso in alternativa alla forma scritta).*

*Ne consegue che nelle operazioni di negoziazione adeguate al profilo di rischio dell'investitore è valido l'ordine verbale anche non documentato su nastro magnetico o su supporto equivalente mentre l'ordine relativo ad operazioni che siano giudicate non adeguate deve quantomeno esser registrato su tali supporti.*

*Va ad abundantiam osservato che l'art. 29 del Regolamento non introduce, a differenza dell'art. 23 del TUF, un caso di forma ad substantiam (né peraltro sarebbe stato ad avviso del giudicante possibile che una fonte secondaria introducesse una causa di nullità del contratto), con la conseguenza che la violazione della forma rileva solo sul piano della prova del comportamento diligente dell'intermediario finanziario. In altri termini l'intermediario finanziario che, ai sensi dell'art. 23 del TUF, deve sempre dimostrare di avere diligentemente adempiuto il contratto, nel caso di operazione giudicata non adeguata, ha obblighi di diligenza ulteriori, cioè quelli: di avvisare il risparmiatore della natura non adeguata dell'operazione, di informarlo adeguatamente sulle possibili conseguenze dell'operazione sul suo patrimonio e di documentare, nella forma prescritta dal Regolamento, il consenso dato dal cliente nonostante l'avviso e l'informazione”.*

Analogo orientamento è stato espresso dal **Tribunale di Firenze, 18 ottobre 2005**, il quale ha osservato che:

*“considerando la normativa speciale in tema di prestazioni di servizi di investimento e accessori, è bene distinguere: a) il “contratto relativo alla prestazione dei servizi d'investimento” (art. 23 del TUF); b) l'ordine di acquisto rivolto alla Banca dal cliente, al quale consegue la negoziazione dei titoli; c) l'atto di negoziazione, che è l'atto di acquisto (negoziazione per conto terzi: art. 1, comma 5, lett. b, del T.U.F.), ovvero il mero trasferimento (negoziazione per conto proprio, art. 1, comma 5, lett. a, del T.U.F.), dei titoli effettuato dalla banca (questi sono quelli che interessano nel caso in esame, ovviamente altri possono essere i servizi di investimento: vedi l'art. 1, comma V, T.U.F.).*

*2.3 Per il contratto relativo alla prestazione di servizi d'investimento, che dottrina e giurisprudenza definiscono contratto-quadro, l'art. 23 del T.U.F. prescrive, a pena di nullità (relativa), il requisito della forma scritta. Il contenuto del contratto è invece disciplinato dall'art. 30 del Regolamento Consob che prevede alcune indicazioni obbligatorie.*

*2.4 L'ordine, con il quale il cliente domanda all'intermediario autorizzato la prestazione di un servizio finanziario di negoziazione, non deve, invece, necessariamente rivestire la forma scritta. L'art. 29 del Regolamento Consob impone un requisito formale per l'ordine solo nel caso di operazione non adeguata, in relazione alla quale il requisito formale è soddisfatto dalla registrazione telefonica dell'ordine verbale (che è ammesso in alternativa alla forma scritta). Nelle*

*operazioni di negoziazione adeguate al profilo di rischio dell'investitore è valido l'ordine verbale anche non documentato su nastro magnetico o su supporto equivalente mentre l'ordine relativo ad operazioni che siano giudicate non adeguate deve quantomeno essere registrato su tali supporti".*

Anche il **Tribunale di Monza, Sezione distaccata di Desio, 27 luglio 2004**, ha avuto modo di pronunciarsi sulla questione:

*“dispone l'art. 23 TUF che il contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento deve essere redatto per iscritto a pena di nullità. La norma è chiarissima nel suo tenore e comporta varie conseguenze, tra le quali la necessità che, ove per ipotesi il contratto sia concluso da un rappresentante, lo stesso debba essere munito di procura scritta, con conferimento dei relativi poteri.*

*Dal contratto vero e proprio – che si traduce nel conferimento di un incarico gestorio e che quindi disciplina in via generale le modalità di espletamento dell'incarico (il cosiddetto contratto quadro o master agreement) – devono tuttavia essere tenuti distinti gli ordini di borsa relativi alle singole operazioni, ordini che costituiscono solo un momento esecutivo del contratto, successivo alla stipula di quest'ultimo. Questi ordini, che in assenza di previsioni sarebbero soggetti anch'essi alla regola di default della forma scritta, possono tuttavia essere impartiti in forma diversa. A confermare tale possibilità è lo stesso Regolamento Consob il quale – prevedendo, da un lato, all'art. 30 che il contratto può stabilire le modalità attraverso le quali l'investitore può impartire gli ordini e, dall'altro lato, all'art. 60 che l'intermediario ha l'obbligo di registrare su nastro magnetico o su altro supporto gli ordini impartiti telefonicamente – chiarisce in modo evidente l'assenza di un vincolo formale per l'ordine di borsa”.*

Di diverso avviso, invece, è il **Tribunale di Mantova, 12 novembre 2004**, il quale, seppur *incidenter tantum*, ha affermato che:

*“per quanto riguarda (..) gli ordini d'acquisto va rilevato che per la loro validità è sufficiente la sottoscrizione dei moduli da parte del cliente trattandosi di atti unilaterali cui peraltro la banca ha dato esecuzione come concordemente ammesso dalle parti”.*

Il **Tribunale di Brindisi, 21 febbraio 2005 (ordinanza)**, in relazione ad un caso di negoziazione di strumenti finanziari derivati, ha rilevato che:

*“dalla documentazione in atti emerge che non vi è alcun contratto scritto in ordine alla vendita di opzioni Put alla Banca \_\_\_\_: già questo determina un primo profilo di nullità del contratto, in quanto, secondo l'art. 23 del d. lgs. 24.2.1998, n. 58 e l'art. 30 del reg. Consob, gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto”.*

Sul punto occorre peraltro rilevare che il requisito della forma scritta per i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento era già previsto dalla l. n. 1/1991, che all'art. 6, comma 1,

lettera c) disponeva espressamente che gli intermediari “*devono stabilire i rapporti con il cliente stipulando un contratto scritto nel quale siano indicati la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi e l’entità e i criteri di calcolo della loro remunerazione, nonché le altre condizioni particolari convenute con il cliente; copia del contratto deve essere consegnata contestualmente al cliente*”.

Con riferimento a tale disposizione la Cassazione, 7 settembre 2001, n. 11495, in *Foro it.* 2003, I, 612, aveva avuto modo di osservare che “*ai sensi dell’art. 6 lett. c) della legge n. 1 del 1991, sulla attività di intermediazione mobiliare, è richiesta la forma scritta per i contratti che disciplinano i servizi, cioè i contratti quadro o normativi (nella specie contratto di "domestic currency swap"), e non anche per i negozi speculativi conclusi in loro esecuzione.*

*...omissis...*

*L’art. 6 lett. c) l. n. 1 del 1991 richiede la forma scritta solo per i contratti che disciplinano i servizi, cioè per i contratti quadro o normativi e non anche per quelli relativi ai servizi di investimento, non anche cioè per gli specifici negozi conclusi nell’ambito di tali contratti quadro o normativi”.*

Peraltro, proprio con riferimento ad una controversia sorta in relazione ad una fattispecie disciplinata dalla l. n. 1/1991, il **Tribunale di Mantova, 16 novembre 2002**, aveva avuto modo di affermare che:

*“Non può poi condividersi la tesi della nullità dei singoli ordini di borsa, sostenuta dalla difesa attorea alla stregua della considerazione secondo cui, essendo stati impartiti telefonicamente, sarebbe stata violata la norma che prescrive la forma scritta per i contratti concernenti la negoziazione in valori mobiliari.*

*In primo luogo occorre infatti distinguere fra il contratto contenente il conferimento dell’incarico di negoziare in titoli mobiliari (per cui è imposta la forma scritta, rispettata nel caso di specie per effetto della sottoscrizione dell’atto datato 14-12-1993: cfr. art. 6 co. I lett. c) l. 1/91, art. 3 l. 17-2-1992 n. 154 ed art. 9 della deliberazione Consob 2-7-1991 n. 5387) e l’atto di esecuzione quale è l’ordine di vendita o di acquisto per il quale la legge non imponeva una forma specifica come si desume dal combinato disposto di cui agli artt. 6 e 9 co. III l. 1/91 (sulla validità dell’ordine di borsa conferito verbalmente v. Trib. Milano 6-2-1997 in *Giur. Comm.*, 1998, II, 259). Deve poi rilevarsi che, alla stregua della disciplina regolamentare in vigore al momento dei fatti per cui è causa, adottata in attuazione degli artt. 2 e 9 della l. 1/91 (v. delibere Consob 2-7-1991 n. 5387 e 9-12-1994 n. 8850), era espressamente prevista la possibilità di impartire ordini anche verbalmente (cfr. art. 9 del. 5387/91 e art. 19 del. 8850/94) - ovviamente sul presupposto della preesistenza di un contratto scritto per la negoziazione di valori mobiliari - e, d’altro canto, lo stesso atto*

sottoscritto dagli attori (il cui art. 1 stabiliva inoltre che, nel caso di ordini impartiti telefonicamente, ne faceva piena prova la relativa annotazione sui registri della banca) prevedeva siffatta modalità (sulla validità di una siffatta clausola v. Corte App. Milano 6-8-1999 in Banca Borsa Titoli di Credito, 2001,II,415). Va ulteriormente notato che, anche alla stregua della normativa attualmente vigente a seguito della introduzione del d. lgs. 24-2-1998 n. 58, è espressamente prevista la possibilità di impartire ordini di borsa tramite comunicazione telefonica anche se con la maggiore garanzia (non prevista al momento dei fatti oggetto del giudizio) costituita dalla necessità di registrazione dell'ordine su nastro magnetico o altro supporto equivalente (cfr. artt. 29 e 60 delibera Consob 1-7-1998 n. 11522)".

#### **4.2 - Conseguenze della mancanza dell'ordine scritto ovvero della registrazione telefonica**

Dato per presupposto che l'art. 23 del T.U.F. imponga l'obbligo di forma scritta unicamente per il contratto relativo alla prestazione del servizio di investimento e non per i singoli ordini impartiti dal cliente nell'ambito del predetto servizio, resta poi da analizzare quali siano le conseguenze del mancato rispetto della forma prevista per gli ordini dalla disciplina contrattuale.

**Il Tribunale di Firenze, 27 novembre 2002, n. 3581**, ha affermato a tale riguardo che:

*"la circostanza che il contratto prevede la registrazione telefonica dell'ordine non inficia la validità del medesimo qualora non si ricorra a tale forma di registrazione"*.

In seguito anche il **Tribunale di Venezia, 22 novembre 2004, n. 2654**, in relazione ad una controversia nella quale il cliente aveva domandato, *inter alia*, la declaratoria di nullità dell'ordine per difetto della forma convenzionalmente prevista ex art. 1352 c.c. (che testualmente dispone: *"Se le parti hanno convenuto per iscritto di adottare una determinata forma per la futura conclusione di un contratto, si presume che la forma sia stata voluta per la validità di questo"*), ha escluso che l'eventuale mancanza della forma scritta ovvero della registrazione telefonica possa determinare la nullità dell'operazione, rilevando che tale mancanza può integrare unicamente gli estremi di un inadempimento contrattuale e, conseguentemente, il sorgere di obblighi risarcitori in capo all'intermediario.

**Il Tribunale di Venezia, 22 novembre 2004, n. 2654**, ha infatti ritenuto che:

*"si deve escludere che la fattispecie in esame rientri poi nell'ipotesi prevista dall'art. 1352 Codice civile."*



*Infatti, a ben vedere, l'art. 1 del contratto stipulato in data 24 giugno 1998, per il quale è sì obbligatoria la forma scritta, disciplinando il momento esecutivo prevede le modalità di conferimento degli specifici ordini che danno concretezza all'accordo.*

*Modalità che si sostanziano in una sequenza procedimentale d'atti unilaterali avviati dall'ordine posta a carico della banca, dall'obbligo d'informazione da parte di quest'ultima sulla natura e sui rischi dell'operazione, e così via via sino ad arrivare all'art. 6 che prevede e regola la documentazione relativa alle operazioni eseguite.*

*Ove pertanto ci si ponga in questa prospettiva appare evidente che l'imposizione di cui all'art. 1 piuttosto che al processo di formazione dell'accordo, deve essere riferita alla modalità d'esecuzione di documentazione di operazioni che trovano la loro fonte in un contratto quadro che, per questa via ha individuato diritti, poteri e obblighi delle parti.*

*Ne consegue che, sotto questo profilo, non può parlarsi di nullità dell'ordine specifico, ma il mancato rispetto della forma contrattualmente prescritta potrà al limite essere valutato solo nella prospettiva dell'inadempimento e delle responsabilità contrattuali”.*

Diverso orientamento è stato invece espresso dallo stesso Tribunale di Venezia in una fattispecie in cui le operazioni contestate non erano state segnalate come inadeguate dall'intermediario.

**Il Tribunale di Venezia, 11 luglio 2005, n. 1557**, infatti, sul presupposto che le operazioni inadeguate al profilo del cliente ai sensi dell'art. 29 del Regolamento possono essere eseguite “*solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordine telefonico, registrato su nastro magnetico e su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute*”

ha ritenuto che:

*“Proprio perché quest'ultimo requisito di forma non è fine a se stesso ma risponde ad un'esigenza (di sostanza) di particolare tutela dell'investitore nel compimento di un'operazione assai delicata e rischiosa, alla mancanza nell'ordine scritto del riferimento esplicito alle avvertenze ricevute non può ovviarsi dimostrando l'avvenuta comunicazione delle avvertenze medesime con la prova testimoniale”.*

**Il Tribunale di Venezia, 11 luglio 2005, n. 1557** ha dunque dichiarato la nullità delle operazioni di investimento per violazione di norme imperative, rilevando che

*“la banca non ha fornito prova idonea a dimostrare l'assolvimento dei particolari obblighi di diligenza, trasparenza e di corretta informazione imposti dal T.U.F. (in particolare art. 21) e dal suo regolamento attuativo (art. 28) a carico della medesima, nei rapporti con il cliente nella prestazione dei servizi di investimento.*

*La violazione delle prescrizioni imposte dalla legge dà luogo alla nullità di entrambi gli ordini impartiti”.*

#### **4.3 - Possibilità per l'intermediario di provare il conferimento dell'ordine da parte del cliente**

Sul presupposto che l'ordine non richieda il requisito della forma scritta e che la mancanza della forma prevista dalla regolamentazione pattizia non determini la nullità dell'operazione bensì configuri esclusivamente un inadempimento contrattuale, è interessante osservare le modalità e gli eventuali limiti con i quali l'intermediario può fornire in giudizio la prova dell'ordine. E' del tutto evidente infatti che, qualora sorga contestazione circa il conferimento o meno dell'ordine da parte del cliente, l'attenzione si sposta dal tema della validità formale a quello della prova in giudizio dell'effettivo conferimento.

**Il Tribunale di Firenze, 27 novembre 2002, n. 3581**, ha ritenuto che l'intermediario possa provare anche con testimoni il conferimento dell'ordine da parte del cliente, in quanto lo stesso non deve risultare necessariamente da atto scritto.

In particolare:

*“ritiene il giudicante che la banca abbia fornito la dimostrazione richiesta attraverso la prova testimoniale espletata. Il testimone alla domanda “E' vero che nel corso del colloquio telefonico avvenuto l'11 luglio 2000 tra T. e N. veniva convenuto tra i due di provvedere all'immediato consolidamento dell'operazione qualora successivamente all'acquisto si fosse verificata una plusvalenza superiore al 30%? ha risposto: “Si. E' vero, non fu quantificato esattamente la misura della plusvalenza, si disse una buona plusvalenza. Fui io a telefonare. Telefonai dal telefono della banca al cellulare del N.. Quanto ho telefonato vi era un'altra persona nella stessa, non so se abbia sentito quanto ho detto, si tratta di A. M., mio collega”.*

*Il testimone ha quindi confermato la sussistenza dell'ordine verbale di vendita. La circostanza che il contratto prevede la registrazione telefonica dell'ordine non inficia la validità del medesimo qualora non si ricorra a tale forma di registrazione”.*

Analogamente il **Tribunale di Milano, 28 gennaio 2005, n. 1070**, ha ritenuto che l'intermediario possa provare il conferimento degli ordini da parte del cliente anche mediante testimoni. Nella controversia decisa dalla sentenza in commento, infatti, nella quale la cliente affermava di non aver mai impartito gli ordini contestati mentre la banca sosteneva che le operazioni erano state eseguite sulla base di disposizioni verbali della cliente, il giudice ha rilevato che:

*“la banca non fornisce alcuna prova in tal senso non avendo né offerto al giudicante la contrattualmente prevista registrazione “su nastro magnetico o su altro supporto equivalente....”*

*né richiesto di provare con testimoni che la cliente quegli ordini impartì (ad esempio attraverso l'escussione di chi quegli ordini ricevette)".*

#### **4.4 – Forma ad probationem**

Parte della giurisprudenza ha ritenuto, sempre sul presupposto che l'obbligo della forma scritta *ad substantiam* riguardi unicamente il c.d. contratto quadro, ossia il contratto per la prestazione del servizio di investimento *ex artt. 23 del T.U.F. e 30 del Regolamento* e non i singoli ordini impartiti nell'ambito del medesimo, che eventuali requisiti formali previsti per il conferimento dell'ordine dal contratto quadro debbano essere considerati rilevanti solo a fini probatori. In sostanza, si è ritenuto che laddove il contratto quadro contenga prescrizioni formali circa il conferimento degli ordini, tali requisiti siano stati previsti dalle parti non *ad substantiam* bensì *ad probationem*.

Si tratta di un orientamento espresso dal **Tribunale di Milano, 28 maggio 2005, n. 6093**, il quale, sul presupposto che

*“la forma scritta ad substantiam dei contratti a sanzione di nullità, al cui rilievo è legittimato il solo cliente, vada riferito esclusivamente al contratto quadro, cioè quello regolato dall'art. 30 del Reg. Consob 11522/98, e non alle singole attività di intermediazione (i singoli ordini di acquisto e vendita...)”*

ha ritenuto che:

*“In tale contesto si colloca anche la disposizione contrattuale (...) sopra richiamata con cui le parti hanno stabilito ex art. 1352 c.c. che “gli ordini sono conferiti di norma per iscritto. Qualora gli ordini vengano impartiti telefonicamente il cliente dà atto che gli ordini saranno registrati su nastro magnetico...”, la clausola contrattuale, poiché la forma scritta dei singoli ordini è prevista come forma alternativa a quella orale, deve ritenersi che non sia stata voluta dalle parti per la validità degli ordini ma ad probationem”.*

#### **4.5 – La ratifica**

Quale conseguenza del principio secondo cui l'ordine – a differenza del contratto quadro - non richiede la forma scritta *ad substantiam*, si è ritenuto che anche in difetto di prova circa l'avvenuto conferimento dell'ordine da parte del cliente, l'operazione possa essere ritenuta valida ed efficace quando, pur avendo ricevuto la documentazione comprovante l'avvenuta esecuzione dell'operazione, il cliente non abbia contestato alcunché per un ragionevole periodo di tempo.

La giurisprudenza ha infatti affermato l'applicabilità a tali fattispecie dell'istituto della ratifica. In particolare, non richiedendo l'ordine la forma scritta *ad substantiam*, si è ritenuta ammissibile la ratifica per *facta concludentia*.

Sulla base di tale presupposto il **Tribunale di Monza, Sezione distaccata di Desio, 27 luglio 2004**, ha infatti espressamente affermato che:

*“la libertà di forme per la comunicazione degli ordini comporta, ad avviso del Tribunale, la possibilità di dare applicazione alle regole generali in tema di rappresentanza e ratifica dell'operato del falsus procurator, anche mediante la successiva mancata contestazione del conto reso a colui che ha dato l'ordine (cfr. Tribunale Milano, 6 febbraio 1997)”*.

Il **Tribunale di Roma, 3 dicembre 2005, n. 26173**, ha poi avuto modo di osservare che alle considerazioni circa l'effettivo conferimento o meno dell'ordine da parte del cliente

*“si aggiunge, in ogni caso, la ratifica implicita dell'operazione da parte degli attori ai sensi dell'art. 1399 c.c. Questi, infatti, hanno detenuto le obbligazioni Cirio per circa due anni nel proprio portafoglio, ossia dal febbraio 2001 al gennaio 2003; senza mai contestare alcunché e ritraendo in tale arco di tempo i rendimenti forniti dal titolo obbligazionario, a fronte delle numerose e periodiche comunicazioni della banca dalle quali risultava a tutta evidenza il possesso dei titoli Cirio.*

*Tale comportamento è dunque palesemente esaustivo della volontà degli odierni attori di accettare nel proprio portafoglio detti titoli, sicché anche se non vi fosse stato, come invece è avvenuto, l'ordine specifico di acquisto da parte degli stessi l'operazione sarebbe comunque valida attesa la incontestabile ratifica intervenuta.*

*Ciò dimostra l'inconsistenza dell'assunto attoreo di aver rilevato l'esistenza dei titoli, nei loro portafogli, solo nel gennaio 2003, allorché avevano ricevuto la comunicazione della banca del mancato pagamento delle cedole scadute nel dicembre 2002 a causa dell'inadempimento della società emittente le obbligazioni.*

*Infatti, per un verso, dalla copiosa documentazione prodotta dalla banca emerge, come detto, il periodico invio degli estratti conto e dei rendiconti sui conti correnti e conti di deposito titoli, dall'esame dei quali si rileva agevolmente l'esistenza delle obbligazioni Cirio, per altro verso, la tesi risulta oltremodo sconfessata dall'entità degli investimenti compiuti dagli attori (circa quattro miliardi di lire) e dalle specifiche qualità personali del B., in quanto componente del C.d.A. della \*\* .s.p.a. (cfr. doc. da 4 a 17 banca).*

*In altri termini, non può essere creduta l'assenza anche di semplici verifiche superficiali da parte degli attori sui rispettivi conti bancari e quindi dell'esistenza dei titoli in parola per circa due anni senza alcuna presa di posizione negativa verso la banca sul presupposto che, come dagli stessi*

*affermato, nessuna autorizzazione o ratifica vi era stata per l'acquisto dei medesimi prodotti finanziari.*

*Le deduzioni svolte e i riscontri documentali indicati, rendono quindi totalmente ragione alla tesi della banca convenuta, ossia di aver proceduto all'acquisto dei titoli in parola su espressa disposizione dei coniugi B.-M.”.*

A tali conclusioni il Tribunale di Roma è pervenuto anche considerando, da un lato, la complessiva operatività dei clienti ed il profilo dei medesimi e, dall'altro, la valenza delle rendicontazioni periodicamente inviate dalla Banca ai clienti medesimi. Nella sentenza in commento è dato infatti leggere che:

*“si è trattato di un rapporto relativo a cospicui investimenti mobiliari (circa quattro miliardi di lire, cfr. doc. da 22 a 27 banca) sul quale sono intervenuti vari ordini di vendita ed acquisto da parte degli stessi clienti ed odierni attori; ordini che evidentemente sono stati eseguiti correttamente dalla banca, come può evincersi dall'assenza di contestazioni sugli altri investimenti effettuati dagli attori. Sicché non è dato comprendere per quale oscuro motivo la banca avrebbe dovuto, limitatamente alle obbligazioni Cirio, operare all'insaputa dei clienti e senza un loro ordine per inserire nel loro portafoglio tali titoli.*

*Una tale condotta avrebbe dovuto coerentemente determinare anche una prosecuzione dell'attività simulatoria da parte della stessa e non invece, come ha fatto, evidenziare ordinariamente in tutte le comunicazioni l'esistenza dei titoli nel portafogli degli interessati, ma ignari dell'operazione irregolare della banca.*

*Ciò non aveva alcun senso logico.*

*Peraltro, la stessa tesi attorea sull'esistenza di un interesse della banca a far deflettere il rischio di insolvenza del gruppo Cirio sugli investitori individuali, atteso l'elevato indebitamento dello stesso gruppo verso il ceto bancario, appare nel caso in questione ugualmente privo di senso, giacché se anche fosse dimostrata, il che non è, come si dirà appresso, l'esistenza di un sfatto illecito interesse della banca ancor più sarebbe dovuta essere celata la condotta della stessa nell'inserire i titoli Cirio nel portafoglio dei clienti, e non darne continua comunicazione”.*

Sul punto anche il **Tribunale di Vicenza, 1 giugno 2005, n. 620**, ha avuto modo di rilevare, in un caso in cui il cliente sosteneva che alcune operazioni sarebbero state eseguite per conto del medesimo a seguito di iniziative personali del promotore finanziario, mai autorizzate dall'investitore, che tali affermazioni

*“sono totalmente incompatibili con la circostanza (pacifica tra le parti) della mancata contestazione, da parte dello \_\_\_\_ (i.e. il cliente), degli estratti conto e dei resoconti periodicamente*

*inviatigli dalla banca e con la conseguente tacita approvazione anche di quelle operazioni di cui oggi viene eccepita la irregolarità”.*

Sul punto si è pronunciato anche il **Tribunale di Mantova, 3 febbraio 2005**, in un caso in cui il cliente aveva contestato di avere impartito taluni ordini la cui esecuzione risultava dalla note informative e dagli estratti conto del deposito titoli regolarmente inviati dalla Banca, la quale si era difesa eccependo, tra l’altro, che erano già decorsi i termini contrattualmente previsti per contestare l’avvenuta esecuzioni delle operazioni e che, dunque, il cliente era decaduto da tale diritto. A fronte delle prospettazioni delle parti il Giudice di Mantova ha ritenuto

*“fondata l’eccezione della banca circa la decadenza del diritto di contestare l’avvenuta esecuzione degli ordini ex art. 1832 c.c. stante il decorso del termine normativamente e contrattualmente previsto”.*

## **5. - CONSEGUENZE DELLA VIOLAZIONE DELLE NORME DI COMPORTAMENTO PREVISTE A CARICO DELL'INTERMEDIARIO DAL T.U.F. E DAL REGOLAMENTO: NULLITÀ DELL'OPERAZIONE OVVERO INADEMPIMENTO E OBBLIGO DI RISARCIMENTO DEL DANNO**

5.1 Declaratoria di nullità e suoi effetti: obbligo di restituzione del capitale investito – obbligo di restituzione dei titoli - risarcimento dell'eventuale maggior danno ai sensi dell'art. 1224 c.c.. - 5.2 Risoluzione del contratto per inadempimento e suoi effetti: risarcimento del danno – restituzione dei titoli - Calcolo della perdita, realizzazione della perdita e risarcibilità del danno - Modalità di quantificazione del danno emergente e del lucro cessante - Prevedibilità del danno e danno risarcibile - Il concorso di colpa del cliente.

Un elemento giuridico che accomuna le controversie proposte dai risparmiatori nelle cause che hanno ad oggetto la restituzione dei capitali investiti in obbligazioni è la formulazione delle domande nei confronti degli intermediari abilitati che possono distinguersi e riepilogarsi in:

- a) azione di nullità;
- b) azione di annullamento;
- c) azione di risoluzione per inadempimento;
- d) azione di risarcimento dei danni.

Nella generalità dei casi, la strutturazione delle domande avviene secondo uno schema ampio che comporta la proposizione dell'azione di nullità in via principale, e delle altre azioni di annullamento, risoluzione per inadempimento e di risarcimento dei danni in via subordinata.

L'azione di nullità è proposta ai sensi dell'art. 1418 c.c. per cui al primo comma si stabilisce che *“il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative, salvo che la legge disponga diversamente”*.

Secondo la ricostruzione sottesa alle domande di nullità delle operazioni di investimento la violazione delle norme contemplate dal T.U.F. e dal Regolamento Intermediari, da ritenersi di natura imperativa in quanto normativa posta a tutela dei risparmiatori, comporta l'applicazione del primo comma dell'art. 1418 c.c.

Nei giudizi promossi dagli investitori viene spesso richiamata la **Cassazione civile, 7 marzo 2001, n. 3272** (in *Giust. civ. Mass.*, 2001, 420, e in *Giust. civ.*, 2001, I,2109), ove si è rilevato come:

*“In presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma 1, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità. Pertanto - poiché il carattere inderogabile delle disposizioni della l. 2 gennaio 1991 n. 1, che prevedono la necessità dell'iscrizione all'albo delle società di intermediazione*

*mobiliare, previo accertamento da parte della CONSOB della sussistenza di una serie di requisiti, deriva dalla natura, pubblica e generale, degli interessi con esse garantiti, che concernono la tutela dei risparmiatori "uti singuli" e quella del risparmio pubblico come elemento di valore della economia nazionale - è affetto da nullità assoluta il contratto di "swap" (da annoverare tra le attività di intermediazione mobiliare disciplinate dalla suddetta legge) stipulato, in contrasto con la stessa, da un intermediario abusivo, atteso l'interesse dell'ordinamento a rimuovere detto contratto per le turbative che la conservazione di esso è destinata a creare nel sistema finanziario generale".*

Al riguardo tuttavia non si può non evidenziare come il richiamo non sia perfettamente pertinente rispetto alla tematica in questione. Nel giudizio interessato dalla pronuncia della citata Cassazione si discuteva infatti della legittimità di contratti aventi ad oggetto operazioni in strumenti finanziari derivati conclusi da un soggetto che non rivestiva la qualifica di intermediario abilitato, non essendo iscritto all'albo delle SIM, e non degli effetti delle violazioni di regole di comportamento da parte di un intermediario abilitato.

La natura di norme imperative della disciplina applicabile agli intermediari è stata affermata anche dalla **Corte d'Appello di Milano, 11 gennaio 2002** (in *Contratti*, 2003, 178), secondo cui:

*"Il titolo "principi generali e regole di comportamento" non può essere inteso come suggerimento o puro orientamento, trattandosi al contrario di prescrizioni precise chiaramente tese a tutela di un interesse pubblico e generale, sia dei risparmiatori uti singuli, che del risparmio pubblico come elemento di valore nell'economia nazionale. Si tratta cioè di una norma imperativa, in relazione alla quale la mancata espressa previsione della sanzione della nullità non è rilevante, sopperendovi la generale previsione di cui all'art. 1418 c.c.".*

L'orientamento in commento è stato ulteriormente confermato dalla **Corte di Appello di Milano, 13 giugno 2003** (in *Banca borsa tit. cred.* 2004, II, 297), che, nel rinviare alla menzionata Cassazione 7 marzo 2001, n. 3272, ha osservato che:

*"la violazione dei precetti ora richiamati (art. 6 legge n. 1 del 1991), che non sono generici suggerimenti o mere indicazioni di condotta, ma precise norme imperative poste a tutela non solo del singolo cliente, ma dell'interesse pubblico della regolarità dei mercati e della stabilità del sistema finanziario, implica, per la regola generale dell'art. 1418 c.c., la nullità assoluta di tutte le negoziazioni stipulate".*

Il principio di diritto così evidenziato è stato poi richiamato dal **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, di cui si è ampiamente riferito nei paragrafi che precedono, il quale, ai fini della definizione di una controversia per la declaratoria di nullità dell'acquisto di titoli obbligazionari, ha così ritenuto:



*“per aversi contrarietà a norme imperative ai sensi dell’art. 1418 c.c., occorre che il contratto sia vietato direttamente dalla norma penale, nel senso che la sua stipulazione integri reato, mentre non rileva il divieto che colpisca soltanto il comportamento materiale delle parti (in tal senso vedasi Cass. 25-9-2003 n. 14234)”.*

**Il Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, citato ha ritenuto parzialmente fondata la domanda di nullità dal momento che sono stati dimostrati:

*“la violazione, da parte della banca, delle prescrizioni contenute negli artt. 21 t.u.l.f., 28 e 29 reg. Consob da considerarsi come norme imperative ex art. 1418 c.c. in considerazione degli interessi tutelati (diligenza degli intermediari nonché tutela del risparmio) e della natura generale di siffatti interessi (per l’affermazione di tale principio in termini generali vedasi Cass. 7-3-2001 n. 3272) nonché il danno subito dai clienti concretatosi nella perdita dell’intero investimento”.*

Tra le decisioni successive al Tribunale di Mantova appena menzionato che si sono espresse in merito alla interpretazione delle previsioni del T.U.F. e del Regolamento Intermediari come norme imperative, la cui violazione produce nullità, o come regole di condotta, la cui violazione produce inadempimento, rileva la decisione del **Tribunale di Monza, 16 dicembre 2004**, che ha così riassunto i tratti principali dei due orientamenti giurisprudenziali appena esposti:

*“in primo luogo, la tendenza della giurisprudenza ad ancorare la qualificazione del carattere imperativo di una norma alla finalità di tutela di interessi generali o collettivi da essa perseguita, affermandone la sussistenza in settori nevralgici della vita di una comunità, connotati da uno spiccato interesse pubblico alla loro regolamentazione; in secondo luogo, l’indifferenza rispetto alla natura primaria o secondaria legislativa o regolamentare delle norme di settore destinate alla tutela dell’interesse pubblico”.*

**Il Tribunale di Monza, 16 dicembre 2004** in commento ha quindi ritenuto che le norme preposte al collocamento di strumenti finanziari, contenute nel T.U.F. e nei regolamenti attuativi, siano di ordine pubblico dal momento che:

*“ne è indice inequivoco la loro vocazione ad incidere in un settore caratterizzato da una elevata prevalenza dell’interesse pubblico e dalla natura, pubblica e generale, degli interessi garantiti dalle predette norme, che concernono la tutela dei risparmiatori “uti singuli” e quella del risparmio pubblico come elemento di valore della economia nazionale. L’insieme delle disposizioni che presiedono all’attività di intermediazione finanziaria, dunque, devono ritenersi imperative, perché dirette a tutelare interessi di carattere generale (alla regolarità dei mercati ed alla stabilità del sistema finanziario), come, peraltro, ha ritenuto la giurisprudenza di legittimità nel caso di violazione delle norme relative al funzionamento delle Società d’intermediazione mobiliari. In secondo luogo, nel novero delle norme imperative sopra delineato sono da ricomprendersi anche le*

*norme di natura attuativa e regolamentare, costituenti l'attuazione dei principi generali posti dal TUF, in quanto costituenti con questo un corpus unicum, da valutarsi unitariamente. In conclusione, ben può dirsi che i contratti conclusi in violazione del complesso di norme sopra richiamato siano suscettibili di declaratoria di nullità, ove non siano stati in concreto rispettati gli specifici obblighi imposti agli intermediari finanziari, ovvero ove questi ultimi non siano in grado di provare di averli rispettati. Tale prova, inoltre, deve - per il principio di correlazione tra la forma "ad substantiam" di un negozio e la forma "ad probationem" - rivestire la forma scritta. Tale conclusione generale incontra, però, un solo limite: che la norma dalla cui violazione discende la sanzione della nullità abbia un contenuto sufficientemente specifico, preciso ed individuato, non potendosi, in mancanza di tali caratteri, pretendere di applicare una sanzione, seppure di natura civilistica, tanto grave quale la nullità del rapporto negoziale, se non a fronte di parametri di comportamento sufficientemente precisi e determinati. Opinare diversamente significherebbe violare il principio di legalità, affidando all'alea dell'apprezzamento del giudice il contenuto precettivo di una norma dalla cui violazione discende una sanzione grave come la nullità".*

Afferma sempre il **Tribunale di Monza, 16 dicembre 2004**, che:

*“il rapporto tra l'intero complesso normativo del settore dell'intermediazione finanziaria e la risposta sanzionatoria dell'ordinamento, in caso di violazione, si presenta con una correlazione coerente tra la tipologia di norma violata e la conseguente reazione: alla violazione di specifiche regole cui l'intermediario è tenuto (ad esempio: gli intermediari autorizzati devono chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio; devono consegnare, agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari) può conseguire, su domanda del cliente, la nullità del contratto per violazione di una regola di tutela, o di protezione del cliente medesimo, di natura imperativa; alla violazione di norme generali di prudenza e diligenza professionale nel proprio operato, non meglio specificate o codificate in sede regolamentare o attuativa, segue unicamente, in virtù dei principi generali in materia d'inadempimento delle obbligazione, ed in particolare, in forza dello specifico disposto dell'art. 23, comma VI° del TUF, l'azione per il risarcimento dei danni”.*

In via del tutto conforme ai principi appena esposti, si è pronunciato anche il **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, secondo cui:

*“la normativa sopra richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, dunque, si sostanzia in norme imperative, la cui violazione impone la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere da un'espressa previsione in tal senso da parte del legislatore ordinario”.*

Di conseguenza, il **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, ha statuito che:

*“un contratto di investimento, concluso senza l’osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa richiamata, deve essere dichiarato nullo, perché contrario all’esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico”.*

Al fine di fondare le argomentazioni che propendono per la nullità dell’operazione di investimento effettuata in violazione degli obblighi normativi previsti a carico degli intermediari, il **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, ha infatti ritenuto che:

*“i criteri generali, contenuti nella normativa in esame, concretano dei canoni di comportamento immediatamente precettivi, anche a prescindere dalla loro sussunzione e specificazione in norme regolamentari. E’ opinione ormai consolidata quella che individua nei regolamenti della Consob, non solo un’espressione di potestà ontologicamente normativa, ma anche una fonte idonea ad incidere con modalità particolarmente incisive sulla sfera giuridica soggettiva dei destinatari delle norme. Si tratta, insomma, di disposizioni costitutive di diritto, che vanno ad integrare l’ordinamento giuridico generale, a condizionare l’autonomia negoziale, ad incidere sui rapporti interprivati, a costituire un parametro generale ed astratto della validità degli atti e dei comportamenti realizzati dagli operatori del mercato”*,

con l’effetto che:

*“tali regole sono, insomma, parte integrante dell’ordinamento generale: salva l’eventuale illegittimità della disposizione che le prevede o la loro natura indipendente, nulla osta a che simili norme possano costituire fonte di invalidità o di inefficacia di un negozio giuridico, ovvero fattispecie astratta con cui confrontare un comportamento colpevole o doloso ad esse contrario e in relazione alla quale stabilire la responsabilità del suo autore. Ad eguale conclusione si perverebbe anche qualora si volesse addirittura escludere l’efficacia dei regolamenti della Consob sui rapporti interprivati. Secondo questa posizione, infatti, la violazione degli obblighi sanciti dai “provvedimenti” della Consob comporterebbe, ex se, le sole conseguenze interdittive e sanzionatorie”.*

In adesione a questa pronuncia si è espresso poi il **Tribunale Treviso, 26 novembre 2004**, per cui:

*“la violazione da parte della Banca dei precetti di cui agli art. 21 D. L.vo 58/98 e dell’art. 28 Reg. citato comporta la nullità del contratto di acquisto dei bond a norma dell’art. 1418 CC., per contrarietà a norme imperative. Tali precetti di carattere inderogabile tutelano, infatti interessi di ordine generale (diligenza degli intermediari) e diritti di rango costituzionale (tutela del risparmio e del diritto di proprietà; cfr. Cass. 7/3/2001 n. 3272 rv. 544486 per la dichiarazione di nullità di contratto concluso a intermediario non autorizzato”.*

Nella stessa direzione si è pronunciato il **Tribunale di Mantova, 12 novembre 2004**, che ha dichiarato la nullità dell'operazione di investimento per la violazione, da parte dell'intermediario, delle prescrizioni contenute nell'art. 21 T.U.F. e negli artt. 28 e 29 del Regolamento Intermediari che sono:

*“da considerarsi come norme imperative ex art. 1418 c.c. in considerazione degli interessi tutelati (tutela del risparmio, diligenza degli intermediari, integrità dei mercati: cfr. art. 47 Cost.; artt. 5 - riguardante le finalità dei poteri di vigilanza attribuiti alla Banca d'Italia ed alla Consob- 21 lett. a) e 190 -che prevede sanzioni amministrative per le violazioni all'art. 21 del t.ul.f.- del decreto legislativo 58/98, direttiva 93-22 UE del 10-5-1993 ora sostituita da quella n. 2004/39 CE) e della natura generale di siffatti interessi (in tal senso vedasi Trib. Firenze 30-5-2004 (...) vedasi Cass. 7-3-2001 n. 3272; Cass. 5-4-2001 n. 5052; Trib. Torino 19-4-1998 in Foro Padano,1998,387; Trib. Milano ord. 11-5-1995 in Banca Borsa Tit. Cred.,1996,II,442).*

Ugualmente, il **Tribunale di Venezia, 22 novembre 2004, n. 2654**, ha così deciso:

*“entrambe le operazioni sono state eseguite in palese violazione di quell'obbligo informativo imposto dall'art. 21, lett. a) e b) nonché delle previsioni contenute nel relativo regolamento d'attuazione artt. 27 e 28, norme queste la cui natura è imperativa ai sensi dell'art. 1418 Codice civile in ragione degli interessi generali tutelati (diligenza degli intermediari e tutela del risparmio; cfr. sul punto anche Cass. 7 marzo 2001, n. 3272 che ha enunciato il suddetto principio in termini generali) e la cui violazione è stata fatta valere dal contraente danneggiato. Gli ordini (...) devono pertanto ritenersi nulli”.*

Sulla natura inderogabile della disciplina del T.U.F. e del Regolamento Intermediari ai fini della dichiarazione di nullità degli investimenti effettuati in contrasto con la medesima disciplina si è anche espresso il **Tribunale di Ferrara, 6 aprile 2005, n. 217**, dove afferma che:

*“le norme invocate dall'investitore (art. 21 e 23 d.lgs. 58/98, artt. da 26 a 30 reg. consob 11522/98, di diretta derivazione dall'art. 6, 3° co. d.lgs. 58/98) hanno carattere imperativo, essendo poste a tutela del risparmio, bene di sicuro rilievo costituzionale, e costituiscono il contenuto specifico dei comportamenti esigibili e degli obblighi inderogabili da parte di chi offre servizi di investimento, operatori professionali “abilitati da cui si richiede alta competenza specifica e una superiore (rispetto a quella comune del “buon padre di famiglia”) diligenza, correttezza e trasparenza nei rapporti contrattuali. Sulla predetta linea sembra attestarsi la più recente giurisprudenza di merito citata anche dall'attore (cfr. Trib. Mantova 18.3.2004; Trib. Firenze 30.5.2004; Trib. Taranto 27.10.2004; cfr Cass. 3272/2001 sul rilievo pubblicistico della normativa previdente) che questo tribunale condivide”.*

Nel richiamare l'applicazione e la necessaria osservanza degli obblighi di comportamento che gravano sugli intermediari di cui alla disciplina ora menzionata, il citato **Tribunale di Ferrara, 6 aprile 2005, n. 217**, precisa che sono:

*“cautele tutte (e ciascuna) poste ad evidente tutela dell'investitore ai fini dell'effettuazione di un investimento consapevole, e la cui omissione si riverbera in una palese nullità delle operazioni stesse.”*

Quanto alle violazioni riferibili all'intermediario abilitato nella fase successiva alla conclusione delle operazioni di investimento, con particolare riferimento agli obblighi di rendicontazione, sempre il **Tribunale di Ferrara, 6 aprile 2005, n. 217**, pur senza approfondire il tema, ha sottolineato che:

*“fatti successivi non comporterebbero nullità o annullabilità dei contratti, bensì un inadempimento, fonte di risoluzione e/o risarcimento del danno; ovvero un illecito extracontrattuale ugualmente fonte di risarcimento”.*

In senso conforme alla decisione ora menzionata è intervenuto anche il **Tribunale di Brindisi, 21 febbraio 2005 (ordinanza)**, secondo cui:

*“emerge con tutta chiarezza la nullità del contratto di investimento (...) per cui è causa: le prescrizioni di cui agli artt. 21 d. lgs. 24.2.1998, n. 58, e 28 e 29 reg. Consob n. 11522/1998 sono infatti da considerarsi come norme imperative ex art. 1418 c.c., in considerazione della natura generale degli interessi tutelati (tutela del risparmio, diligenza degli intermediari, regolarità ed integrità dei mercati: v. art. 47 Cost., artt. 5 – riguardante le finalità dei poteri di vigilanza attribuiti alla Banca d'Italia ed alla Consob – e 190 del d. lgs. n. 58/1998– che prevede sanzioni amministrative per le violazioni dell'art. 21 del t.u.f. –, nonché la direttiva 93-22 CE del 10.5.1993, ora sostituita da quella n. 2004-39 CE)”.*

Uniformemente a quanto ritenuto dal Tribunale di Taranto, 27 ottobre 2004, n. 2273 sulla qualificazione delle previsioni di cui al T.U.F. ed al Regolamento Intermediari come norme imperative si è espresso anche il **Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230**, che ha statuito:

*“la disciplina regolamentare e legislativa richiamata, di per sé fonte di responsabilità sotto il profilo sanzionatorio amministrativo, secondo il disposto dell'art. 190 del d.lgs. 58 del 1998, comma 1), è stata certamente emanata a protezione di un interesse pubblico”,*

per cui:

*“la violazione della disciplina del settore, che è stata posta a tutela di interessi generali, quindi pubblici, potrebbe comportare la nullità di quegli atti negoziali che siano conclusi in contrasto con essa. Peraltro, nel caso in esame non pare che si possa parlare di vizio genetico, relativo alla conclusione del contratto, bensì di vizio funzionale, che inerisce il contratto oramai perfezionatosi,*

*e cioè di difetto che riguarda le prestazioni che dovevano esser rese sulla base del negozio concluso. ( v. Tribunale di Taranto Sentenza n. 2273 del 27 ottobre 2004)”.*

In recepimento della interpretazione della normativa applicabile agli intermediari come regole imperative, con un’argomentazione conforme a quanto statuito dalla giurisprudenza maggioritaria di merito, il **Tribunale di Palermo, 17 gennaio 2005**, ha osservato che:

*“le regole che sovrintendono la fase immanente al contratto e prodromica al compimento delle singole operazioni, denominate con terminologia inglese come know your merchandise rule, know your customer rule e suitability rule, sono codificate rispettivamente dall’art. 26 comma I lett. e) reg. consob 11522/98, dagli artt. 21 comma I lett. b) T.U.F. e 28 comma I lett. a) reg. Consob n. 11522/98 e dall’art. 29 comma I reg. Consob 11522/98. ed impongono all’intermediario finanziario di: acquisire un’adeguata conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi e dei prodotti diversi, propri o di terzi; raccogliere informazioni necessarie dai clienti, richiedendo all’investitore -anche mediante moduli prestampati il cui utilizzo è stato legittimato dalla Consob- informazioni sulla sua esperienza in materia di investimenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, la sua propensione al rischio; annotando l’eventuale rifiuto del cliente a rendere le risposte; astenersi dall’effettuare con o per conto degli investitori operazioni, anche se espressamente impartite dal cliente, rispetto a costui non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione, salvo la ripetizione scritta dell’ordine preceduta dall’esplicazione delle ragioni di inadeguatezza. Il nesso di strumentalità tra tali doveri è palese così come manifesto è il loro sinergico operare, unitamente ad altre prescrizioni - quali quelle in tema di separazione patrimoniale, o di conflitto di interessi - verso il raggiungimento di un fine superiore, configurato nell’interesse degli investitori e dell’integrità del mercato {art. 21 comma I lett. a T.U.F. ed art. 26 comma I del. Consob 11522/98), ovvero quello di assicurare correttezza e trasparenza dell’attività di intermediazione: la corretta interpretazione delle preferenze di investimento dei risparmiatori e la ponderata valutazione dei rischi da parte di costoro riducono l’alea connessa agli investimenti finanziari entro quella connaturata. e perciò insopprimibile, alle operazioni eseguite sul mercato dei valori mobiliari, ed elidono, tendenzialmente, il rischio non necessario, evitando che questo sia addossato in modo inconsapevole al risparmiatore. La violazione di tali obblighi contrattuali determina la nullità dell’operazione eseguita”.*

In conformità degli orientamenti esposti si è attestato anche il **Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005**, per cui:

*“i criteri generali, contenuti nella normativa in esame, concretano dei canoni di comportamento immediatamente precettivi, anche a prescindere dalla loro sussunzione e specificazione in norme regolamentari.*

*E' opinione ormai consolidata quella che individua nei regolamenti della Consob, non solo un'espressione di potestà ontologicamente normativa, ma anche una fonte idonea ad incidere con modalità particolarmente incisive sulla sfera giuridica soggettiva dei destinatari delle norme.*

*Si tratta, insomma, di disposizioni costitutive di diritto, che vanno ad integrare l'ordinamento giuridico generale, a condizionare l'autonomia negoziale, ad incidere sui rapporti interprivati, a costituire un parametro generale ed astratto della validità degli atti e dei comportamenti realizzati dagli operatori del mercato.*

*Prescindendo dal problema della collocazione nella sistematica delle fonti e dall'esito della risoluzione di eventuali antinomie, insomma, l'efficacia esterna delle norme prodotte dalla Consob nell'esercizio della sua potestà regolamentare non differisce, in quanto ad effetti prodotti sull'agire dei privati, dalle norme che derivano dall'ermeneusi di una legge o di un regolamento governativo. Tali regole sono, insomma, parte integrante dell'ordinamento generale: salva l'eventuale illegittimità della disposizione che le prevede o la loro natura indipendente, nulla osta a che simili norme possano costituire fonte di invalidità o di inefficacia di un negozio giuridico, ovvero fattispecie astratta con cui confrontare un comportamento colpevole o doloso ad esse contrario e in relazione alla quale stabilire la responsabilità del suo autore.*

*Ad eguale conclusione si perverebbe anche qualora si volesse addirittura escludere l'efficacia dei regolamenti della Consob sui rapporti interprivati. Secondo questa posizione, infatti, la violazione degli obblighi sanciti dai "provvedimenti" della Consob comporterebbe, ex se, le sole conseguenze interdittive e sanzionatorie. La mancata ottemperanza ad obblighi e divieti sanciti in via regolamentare determinerebbe, in ogni caso, effetti indiretti sui rapporti negoziali posti tra privati: sarebbe comunque sufficiente ad integrare la colpa inerente al neminem laedere, a determinare un'inversione dell'onere della prova nell'ambito della responsabilità contrattuale ed a provocare la nullità di contratti per assenza di elementi essenziali prestabiliti per via di fonte primaria".*

**Il Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005**, ha infatti chiarito che:

*"la normativa richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, dunque, si sostanzia in norme imperative, la cui violazione impone la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere da un'espressa previsione in tal senso da parte del legislatore ordinario.*

*Questo principio è stato sancito dalla giurisprudenza di legittimità (Cass. 7 marzo 2001 n. 3272), secondo cui "in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità, non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma 1, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a*

*prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità”.*

*Pertanto, un contratto di investimento, concluso senza l’osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa richiamata, deve essere dichiarato nullo, perché contrario all’esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico.*

*I principi di condotta imposti a carico degli intermediari finanziaria dalla legge speciale, imprimono ai comportamenti dovuti una logica che non può essere letta riduttivamente, nel quadro della disciplina del mandato e, quindi, nell’ottica di un semplice inadempimento contrattuale.*

*Infatti se a questa figura giuridica si può per taluni aspetti riferirsi, questo deve essere fatto tenendo presenti quei contenuti normativi che, connotandola attribuiscono alla fattispecie elementi differenziatori individuati nella complessità di obblighi posti a carico dell’intermediario.*

*La prospettiva da cui muove la disciplina del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e nella quale sono confluite regole già vigenti e regola di nuove coniazione, riguarda, in generale, la regolamentazione del mercato finanziario con particolare attenzione alla tutela degli interessi pubblici sottesi alle regole. La protezione offerta agli investitori è considerata solo di riflesso.*

*Nella vigenza della legge n° 1 del 1991, parte della dottrina aveva attribuito a ai canoni di diligenza, di correttezza un carattere ridondante o, addirittura, meramente ripetitivo delle disposizioni codicistiche. Senonchè gli interventi del legislatore successivi al recepimento della direttiva n° 22 del 1993 della Cee concorrono ad attribuire autonoma e specifica rilevanza alla previsione contenuta nell’art. 21 del decreto legislativo n° 58 del 1998. Infatti, se nel contesto della legge precedente gli obblighi di diligenza e correttezza risultavano espressamente finalizzati alla "cura dell’interesse del cliente", con l’art. 17 d.lgs. 415/1996 e con l’art. 21 T.U.F. (norme ispirate alla disciplina comunitaria), tali obblighi sono imposti anche e soprattutto "nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati". (...)*

*Ne consegue, pertanto, che gli ordini di acquisti delle obbligazioni argentine sottoscritti (...) vanno dichiarati nulli”.*

In concordanza a quanto già rilevato in precedenti decisioni si è quindi pronunciato il **Tribunale di Firenze, 19 aprile 2005**, che ha rilevato come:

*“il principale scopo della regolamentazione nel campo dell’intermediazione finanziaria è di assicurare l’affidabilità delle informazioni fornite al cliente, garantendo la sostanzialità e l’accuratezza dei consigli all’investimento da questi ricevuti. I sistemi regolamentati si preoccupano di mitigare lo svantaggio informativo sopportato da investitori non sofisticati nella fruizione dei servizi prestati dagli intermediari finanziari. L’acquirente di servizi finanziari confida*



*implicitamente che i soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale stiano operando correttamente e professionalmente, cioè agiscano sulla base di un'expertise e di informazioni che a questi manca e non si avvantaggino di tale condizione. Le previsioni incentrate sulle clausole generali fanno sorgere alcune questioni. Innanzitutto i criteri di diligenza e correttezza su cui è incentrato il decreto legislativo richiamato evocano categorie civilistiche (cioè richiamano, rispettivamente, gli artt. 1176 e 1175).*

*Nella vigenza della legge n° 1 del 1991, parte della dottrina aveva attribuito a questi due canoni relativi alla disciplina di settore un carattere ridondante o, addirittura, meramente ripetitivo delle disposizioni codicistiche. Senonchè gli interventi del legislatore successivi al recepimento della direttiva 93/22/Cee concorrono ad attribuire autonoma e specifica rilevanza alla previsione contenuta nell'art. 21 del decreto legislativo n° 58 del 1998.*

*Infatti, se nel contesto della legge del 1991 gli obblighi di diligenza e correttezza risultavano espressamente finalizzati alla "cura dell'interesse del cliente", con l'art. l'art. 21, tali obblighi sono imposti "nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati".*

*Ne consegue che correttezza e diligenza, di cui alla disciplina dei servizi di investimento, esprimono concetti più ampi di quelli sottesi alle norme codicistiche, "operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche più in generale (e in via di principio) in relazione allo svolgimento dell'attività economica come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e a garantire l'integrità del mercato".*

*Pertanto, nel contesto del decreto legislativo in esame diligenza e correttezza sono canoni di condotta riconducibili alle pratiche del commercio e agli usi imprenditoriali, mentre nel contesto codicistico non possono mai prescindere dall'esistenza di un rapporto giuridicamente rilevante tra due parti definite e precisamente individuate. Tutto ciò rende evidente l'esistenza, nella materia dell'intermediazione finanziaria, di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le regole di comportamento.*

*La normativa richiamata è quindi posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, dunque, si sostanzia in norme imperative, la cui violazione impone la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere da un'espressa previsione in tal senso da parte del legislatore ordinario.*

*Questo principio è stato sancito dalla giurisprudenza di legittimità (Cass. 7 marzo 2001 n. 3272), secondo cui "in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità, non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma 1, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a*

*prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità.*

*Pertanto, un contratto di investimento, concluso senza l'osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa richiamata, deve essere dichiarato nullo, perché contrario all'esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico”.*

Per maggiormente fondare la pronuncia di nullità dell'operazione di investimento in discussione, il **Tribunale di Firenze, 19 aprile 2005**, ha infatti evidenziato che

*“i principi di condotta imposti a carico degli intermediari finanziaria dalla legge speciale, imprinono ai comportamenti dovuti una logica che non può essere letta riduttivamente, nel quadro della disciplina del mandato e, quindi, nell'ottica di un semplice inadempimento contrattuale.*

*Infatti se a questa figura giuridica si può per taluni aspetti riferirsi, questo deve essere fatto tenendo presenti quei contenuti normativi che, connotandola attribuiscono alla fattispecie elementi differenziatori individuati nella complessità di obblighi posti a carico dell'intermediario.*

*La prospettiva da cui muove la disciplina del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e nella quale sono confluite regole già vigenti e regole di nuove coniazione, riguarda, in generale, la regolamentazione del mercato finanziario con particolare attenzione alla tutela degli interessi pubblici sottesi alle regole. La protezione offerta agli investitori è considerata solo di riflesso.*

*In conclusione l'obbligo di correttezza e quello di trasparenza non hanno solo una dimensione “protettiva” con specifico riferimento alla formazione della volontà e del convincimento, ma assurgono a un ruolo attivo di conformazione del rapporto, spostandosi così nella definizione di un modello ottimale ed efficiente di scambio di mercato.*

*Ne consegue, pertanto, che il comportamento dell'istituto di credito non va valutato sotto il profilo personale del cliente ma in generale secondo un parametro di tutela garantito dal legislatore. In tale ottica il contratto in esame deve essere dichiarato nullo”.*

Anche il **Tribunale di Parma, 16 giugno 2005**, ha sostenuto la declaratoria di nullità delle operazioni di investimento, ma con argomentazioni in parte diverse da quanto rappresentato nella maggioranza dei precedenti giurisprudenziali.

Il **Tribunale di Parma, 16 giugno 2005**, ha infatti rilevato che:

*“questo Collegio condivide, al momento, una delle soluzioni delineate dalla giurisprudenza di merito, in virtù della quale le norme preposte al collocamento di strumenti finanziari, contenute nel TUF e nei regolamenti attuativi, non possano che definirsi di ordine pubblico.*

*Ne è indice inequivoco la loro vocazione ad incidere in un settore caratterizzato da una elevata prevalenza dell'interesse pubblico e dalla natura, pubblica e generale, degli interessi garantiti*

*dalle predette norme, che concernono la tutela dei risparmiatori "uti singuli" e quella del risparmio pubblico come elemento di valore della economia nazionale.*

*L'insieme delle disposizioni che presiedono all'attività di intermediazione finanziaria, dunque, devono ritenersi imperative, perché dirette a tutelare interessi di carattere generale (alla regolarità dei mercati ed alla stabilità del sistema finanziario), come, peraltro, ha ritenuto la giurisprudenza di legittimità nel caso di violazione delle norme relative al funzionamento delle Società d'intermediazione mobiliare.*

*In secondo luogo, nel novero delle norme imperative sopra delineato sono da ricomprendersi anche le norme di natura attuativa e regolamentare, costituenti l'attuazione dei principi generali posti dal TUF, in quanto costituenti con questo un corpus unicum, da valutarsi unitariamente.*

*In conclusione, ben può dirsi che i contratti conclusi in violazione del complesso di norme sopra richiamato siano suscettibili di declaratoria di nullità, ove non siano stati in concreto rispettati gli specifici obblighi imposti agli intermediari finanziari, ovvero ove questi ultimi non siano in grado di provare di averli rispettati”.*

Tuttavia, il Tribunale di Parma in commento precisa che:

*“Tale conclusione generale incontra, però, un solo limite: che la norma dalla cui violazione discende la sanzione della nullità abbia un contenuto sufficientemente specifico, preciso ed individuato, non potendosi, in mancanza di tali caratteri, pretendere di applicare una sanzione, seppure di natura civilistica, tanto grave quale la nullità del rapporto negoziale, se non a fronte di parametri di comportamento sufficientemente precisi e determinati.*

*Opinare diversamente significherebbe violare il principio di legalità, affidando all'alea dell'apprezzamento del giudice il contenuto precettivo di una norma dalla cui violazione discende una sanzione grave come la nullità”.*

Come chiarito dal suddetto Tribunale:

*“il rapporto tra l'intero complesso normativo del settore dell'intermediazione finanziaria e la risposta sanzionatoria dell'ordinamento, in caso di violazione, si presenta con una correlazione coerente tra la tipologia di norma violata e la conseguente reazione: alla violazione di specifiche regole cui l'intermediario è tenuto (ad esempio: gli intermediari autorizzati devono chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio; .. devono consegnare, agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari) può conseguire, su domanda del cliente, la nullità del contratto per violazione di una regola di tutela, o di protezione del cliente medesimo, di natura imperativa; alla violazione di norme generali di prudenza e diligenza professionale nel proprio operato, non meglio specificate*

*o codificate in sede regolamentare o attuativa, segue unicamente, in virtù dei principi generali in materia d'inadempimento delle obbligazione, ed in particolare, in forza dello specifico disposto dell'art.23, comma VI° del TUF, l'azione per il risarcimento dei danni”.*

Con maggiore linearità si è espresso anche il **Tribunale di Brindisi, 4 ottobre 2005**, dove ha ritenuto che, con riferimento al contratto di negoziazione,

*“trattasi di negozio che ben può essere definito come contratto di investimento, contratto che, stante le violazioni evidenziate, va ritenuto senza dubbio nullo: le prescrizioni di cui agli artt. 21 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e 28 e 29 reg. Consob n. 11522/1998 sono infatti da considerarsi come norme imperative ex art. 1418 c.c., in considerazione della natura generale degli interessi tutelati (tutela del risparmio, diligenza degli intermediari, regolarità ed integrità dei mercati), giusta quanto disposto dall’art. 47 Cost., dagli artt. 5 – riguardante le finalità dei poteri di vigilanza attribuiti alla Banca d’Italia ed alla Consob – e 190 – che prevede sanzioni amministrative per la violazione dell’art. 21 del t.u.f. – del d. lgs. n. 58/1998, nonché dalla direttiva 93-22 CE del 10 maggio 1993, ora sostituita da quella n. 2004-39 CE (v., in questo senso, Trib. Mantova, 12.11.2004, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); per l’affermazione di tale principio con riferimento all’analogia disciplina contenuta nella legge 2 gennaio 1991, n. 1, recante la disciplina dell’attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sui mercati mobiliari, v. Cass. 7 marzo 2001, n. 3272; Cass. 5 aprile 2001, n. 5052). La violazione di tali norme, pertanto, incide sul momento genetico del contratto di investimento, minandone sin dall’inizio la sua legittimità”.*

In adesione all’orientamento in esame si è pronunciato anche il **Tribunale di Treviso, 10 ottobre 2005**, per cui:

*“si condivide la giurisprudenza prevalente, secondo cui la violazione delle disposizioni imperative degli artt. 21 T.U.F. e 26 ss. Reg. Consob determina la nullità dei contratti relativi alle operazioni”.*

Il **Tribunale di Treviso, 10 ottobre 2005**, ha anche distinto, ai fini della applicazione della sanzione della nullità richiesta dagli investitori, tra contratto di negoziazione e ordini di investimento nel senso che:

*“Le singole operazioni con cui vengono impartiti ordini specifici, di acquisto o di vendita di titoli, costituiscono altrettanti contratti, non sono, come sostiene la difesa della convenuta nella memoria di replica, “meri atti di esecuzione del contratto”, ossia dell’accordo quadro, che disciplina solo in via generale lo svolgimento dei servizi d’investimento. L’art. 28 Reg. Consob stabilisce che gli intermediari “non possono effettuare operazioni”, quindi le singole operazioni, “se non dopo aver fornito all’investitore informazioni adeguate..”, così ponendo un esplicito divieto alla conclusione del contratto; la norma è imperativa, in quanto tutela un interesse pubblico, di ordine generale, e*

*diritti di rango costituzionale (tutela del risparmio), ed ha carattere proibitivo, sicché il suo mancato rispetto è violazione di un divieto che determina la nullità degli ordini di acquisto dei titoli”.*

Interessante è la decisione, piuttosto articolata, del **Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006**, che, per affermare la forza imperativa delle norme stabilite dal TUF e dai regolamenti della Consob, ha osservato come, nel caso di un rapporto di negoziazione di strumenti finanziari:

*“il contratto stipulato dalle parti è dunque un mandato a comprare e vendere prodotti finanziari (quindi assimilabile più alla commissione che al mandato). Osserva il collegio come, secondo la dottrina tradizionale, il contratto di mandato sia sorto dall’esigenza di ottenere cooperazione da parte di colui che, essendo interessato al compimento di atti giuridici, non possa o non voglia compiere tali atti personalmente. Nel caso del soggetto che voglia acquistare prodotti finanziari è la legge stessa a precludere la possibilità dell’acquisto diretto ed ad imporre la cooperazione di un intermediario qualificato. Proprio la peculiarità dell’oggetto del mandato ad acquistare prodotti finanziari, che incrocia interessi primari tutelati dall’ordinamento, giustifica dunque la disciplina speciale del contratto disegnata da norme imperative del T.U.F. (in particolare artt. 21 e 23). Va sul punto richiamata la giurisprudenza della Corte di Cassazione (Cass. Civ. 7 Marzo 2001 n. 3272) -sia pure riferita alla normativa previgente (legge 2 Gennaio 1991 n. 1) al T.U.F.- per la quale le norme in materia di intermediazione finanziaria sono da considerarsi imperative perché sono volte a tutelare interessi di carattere generale, che vanno dalla tutela dei risparmiatori uti singuli a quella del risparmio pubblico, come elemento di valore dell’economia nazionale, a quella stabilita della stabilità del sistema finanziario, come considerata dal Dir. 93/22/CEE del 10 Maggio 1993; (...) a quella di rendere efficiente il mercato dei valori mobiliari con vantaggio per le imprese e per la economia tutta, interessi tutti prevalenti su quelli del privato, che pure di riflesso ne rimane tutelato.*

*La forza imperativa di tali norme va intesa nel senso che si tratta di norme inderogabili, con la conseguenza che l’intermediario ed il risparmiatore nel concludere “un contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento” (art. 23 del TUF e 30 del Regolamento) non potrebbero discostarsi dallo schema legale.*

*Il contratto di mandato ad acquistare prodotti finanziari è così “eteroregolato” non solo dal mandante, che, come si dirà, impartisce istruzioni al mandatario-intermediario ma anche dalle norme imperative di legge”.*

**Il Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006**, ha chiarito che

*“il nostro contratto di mandato ad acquistare prodotti finanziari ha, come il generale contratto di mandato, una causa gestoria. Esso deve contenere il programma non solo dell’attività*

*indispensabile alla conclusione del negozio gestorio ma anche di tutti gli sviluppi esecutivi. Di qui dunque l'esigenza del "legislatore" (art. 30 del Regolamento) di stabilire normativamente, in considerazione dell'importanza degli interessi sottesi al contratto, le modalità del programma gestorio, comprensivo da un lato delle modalità tecniche dell'imputazione e degli effetti nella sfera giuridica del mandante –ad es. lett. c dell'art. 30 del Regolamento indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni-, dall'altro degli obblighi di comportamento che il mandatario deve osservare nella conclusione del contratto (art. 21 T.U.F. e 26-29 del Regolamento). Dal contratto scaturisce dunque il rapporto gestorio costituito da un complesso di diritti ed obblighi reciproci tra le parti, tra i quali è caratteristico l'obbligo dell'agente di impiegare la propria attività per la realizzazione dell'interesse del mandante. In tale ricostruzione, l'ordine del cliente è un'istruzione (art. 1711 secondo comma c.c.) del mandante al mandatario per l'esecuzione del mandato".*

Come osservato dal **Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006**, in commento:

*"Il compimento dell'atto gestorio, ovvero l'acquisto o vendita di prodotti finanziari (ovvero l'atto di negoziazione per conto per conto terzi ai sensi del paragrafo 3. let. b) dell'art. 1 del TUF) è una compravendita ma soltanto nei rapporti tra intermediario e terzo venditore; rispetto al mandato, invece, la negoziazione integra l'esecuzione del contratto, in quanto è finalizzato a realizzare l'interesse del mandante ad investire il proprio denaro. Tale atto di negoziazione, inteso come adempimento finale degli obblighi nascenti dal contratto di mandato, va annoverato nella categoria dei cosiddetti negozi di attuazione. Lo spostamento patrimoniale conseguente alla negoziazione trova, infatti, la sua giustificazione nel complessivo programma contrattuale, il cui nucleo centrale è costituito dal "contratto relativo alla prestazione dei servizi d'investimento" che è, come detto, presidiato dal legislatore con requisiti formali e di contenuto.*

*Ebbene la negoziazione dei prodotti finanziari, quale negozio d'attuazione, non può sopravvivere alla mancanza del contratto che esso, quale atto d'adempimento, è preordinato ad attuare.*

*L'atto di acquisto di obbligazioni Argentina va conseguentemente dichiarato nullo per mancanza di causa".*

Con argomentazioni maggiormente conformi invece alla prima giurisprudenza consolidatasi sulla natura di norme imperative e sull'applicazione degli effetti di cui all'art. 1418 c.c. si è espresso poi il **Tribunale di Trani, 31 gennaio 2006**, che ha ritenuto la nullità dell'ordine di investimento oggetto di discussione quando:

*"l'operazione sia stata eseguita in palese violazione dell'obbligo di adeguatezza contenuto nel Reg. Consob agli artt. 28 e 29; non è superfluo poi rammentare che tali norme hanno contenuto precettivo ed imperativo in ragione degli interessi tutelati (integrità del mercato e tutela del*

risparmio), come del resto ha sottolineato la stessa Suprema Corte, nella nota sentenza n. 3272/2001.

Diversamente dall'orientamento appena esposti è invece pronunciato il **Tribunale di Monza, 27 luglio 2004**, che ha rilevato come:

*“le violazioni delle previsioni del Regolamento CONSOB integrativo del d.lg. n. 58 del 1998 in tema di conclusione del contratto di intermediazione finanziaria, non comportano la nullità del contratto, eccettuati i casi - previsti dall'art. 23 d.lg. n. 58 del 1998 - in cui esse concernano la forma vera e propria del contratto. Negli altri casi, il mancato rispetto delle previsioni del Regolamento CONSOB - le quali mirano a rimuovere o comunque ridurre il più possibile le inevitabili asimmetrie informative esistenti tra l'investitore ed il soggetto abilitato ai servizi di investimento - comporta l'insorgere in capo all'intermediario dell'obbligo di risarcire il danno, in quanto si tratta di sanzionare non la conclusione in sé del contratto, ma a disciplinare la condotta di uno dei contraenti nell'esecuzione di un rapporto assimilabile in senso lato al mandato”.*

La menzionata decisione del **Tribunale di Monza, 27 luglio 2004**, riproduce una parte degli orientamenti giurisprudenziali che si sono consolidati in passato in applicazione della normativa previgente al T.U.F. ed ai regolamenti attuativi.

Gli articoli 21 del T.U.F. e 26, 27, 28 e 29 del Regolamento Intermediari ripropongono infatti quanto già previsto dall'art. 6 della l. n. 1/1991, precetto normativo che è stato utilizzato dalla giurisprudenza per evidenziare la differenza tra regole di comportamento e regole di validità, precisando che solo a queste ultime deve essere riconosciuto carattere imperativo e precettivo.

Sul punto, in passato, si pronunciava anche il **Tribunale di Milano, 11 maggio 1995** (in *Giur. comm.* 1996, II, 79), il quale aveva infatti osservato che:

*“la violazione delle norme previste agli artt. 5, 6 e 9 della legge 2 gennaio 1991, n. 1, che contengono regole generali di comportamento (quale, ad esempio, l'art. 6, comma 1, lett. (a), che prevede un obbligo generale di diligenza, correttezza e professionalità nella cura degli interessi del cliente) e principi direttivi (quale, ad esempio, l'art. 9, comma 2, seconda parte, concernente regole di comportamento), concretando un inadempimento dell'intermediario autorizzato all'obbligazione assunta specificamente o in via generale prevista per quel particolare settore di attività, è sanzionabile esclusivamente con la risoluzione del contratto e/o con il risarcimento dei danni subiti in conseguenza di dette violazioni”.*

Alla stessa stregua il **Tribunale Milano, 20 febbraio 1997** (in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 95), aveva ulteriormente precisato che:

*“laddove vengano violate generali regole di correttezza e di diligenza, che si sostanziano nella violazione del principio generale di buona fede di cui all'art. 1176 c.c. e art. 1375 c.c., la*

*responsabilità dell'intermediario si concreta in forma di inadempimento contrattuale, con tutte le possibili conseguenze risarcitorie previste dalla legge, sino ad arrivare alla risoluzione del contratto nelle forme più gravi di inadempimento (art. 1454 c.c.), allorché venga violata una norma di comportamento che incida sugli equilibri interni al rapporto contrattuale”.*

Sempre con riferimento alla violazione dell'art. 6, comma 1, lettera f) della l. n. 1/1991, la **Corte di Appello di Milano, 5 maggio 1998** (in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 679) aveva avuto modo di precisare che:

*“l'eventuale violazione delle disposizioni di legge in questione sarebbe priva di incidenza sulla validità delle operazioni speculative in discussione, potendo comportare soltanto obblighi risarcitori della Banca appellata verso i clienti”.*

La sentenza in commento veniva peraltro confermata successivamente da **Cassazione, 7 settembre 2001, n. 11495** (in *Contratti*, 2002, I, 26), che, con una pronuncia poi richiamata ampiamente nelle motivazioni della giurisprudenza successivamente consolidatasi, rilevava che:

*“posto, infatti, che l'art. 6 lett. c) della legge n. 1 del 1991 richiede la forma scritta solo per i contratti che disciplinano i servizi - cioè per i contratti quadro o normativi, (...) - e non anche per quelli relativi ai servizi di investimento, l'assenza per ciascuna operazione dell'ordine scritto (...) non ha alcuna rilevanza giuridica, una volta che non sia contestabile la sua esistenza, desumibile anche dal fatto che egli prese atto, senza nulla osservare - come lo stesso ricorrente ammette - delle comunicazioni della banca, ricevute per ogni operazione effettuata, che suppone non solo precedenti disposizioni impartite, ma anche la loro esecuzione in conformità ad esse”.*

Non diversamentesi è poi espresso il **Tribunale di Taranto, 27 ottobre 2004, n. 2273**, che ha aderito alla interpretazione delle norme del T.U.F. e dei relativi regolamenti attuativi come obblighi di comportamento dal momento che ha sostenuto:

*“potrebbe teoricamente parlarsi (...) di nullità del contratto per violazione di norme imperative. In tal senso militerebbe non solo l'art. 1418, c 1°, codice civile, ma la disciplina anzidetta, la quale, già solo per essere possibile fonte di responsabilità sotto il profilo sanzionatorio amministrativo (...), manifesta la sua natura di disciplina emanata a protezione di un interesse pubblico (in tal senso condividendosi quella la giurisprudenza per la quale la sanzione amministrativa, di per sé, è indice significativo della rilevanza in termini di interesse pubblico della norma alla cui protezione è posta: così Cass. Sez. 3, Sentenza n. 11247 del 18/07/2003 e Cass. sent. 14381 del 03.11.2000 sezione: 3; ma si vedano, in senso contrario, Cass. Sez. 2 Sentenza n. 9380 del 27/06/2002, Cass. Sez. 1 Sentenza n. 3272 del 07/03/2001 e Cass. Sez. 3 Sentenza n. 2135 del 25/02/2000). In ogni caso, sono evidenti gli interessi di carattere eminentemente pubblicistico alla cui tutela la disciplina anzidetta chiaramente mira. Infatti, secondo la stessa Suprema Corte, "non par dubbio*



*che la normativa introdotta dalla legge 2.1.1991 n. 1" (e, quindi, anche quelle di cui alle leggi e norme secondarie che si sono ad essa succedute) "consideri interessi di carattere generale, che vanno dalla tutela dei risparmiatori uti singoli, a quella del risparmio pubblico, come elemento di valore della economia nazionale, a quella della stabilità del sistema finanziario, come considerata dalla direttiva 93/22 CEE del 10.5.1993, alla esigenza di preservare il mercato da inquinamenti derivanti dall'impiego di risorse provenienti da circuiti illegali, a quella di rendere efficiente il mercato dei valori mobiliari, con vantaggi per le imprese e per la economia pubblica, interessi tutti chiaramente prevalenti su quelli del privato, che pure di riflesso ne rimane tutelato" (Cass. Sez. I Sentenza n. 3272 del 07/03/2001). Ma se ciò è, ne consegue che la disciplina anzidetta, posta a tutela di interessi generali, quindi pubblici, ben potrebbe esser fonte, laddove fosse violata, di nullità di quegli atti negoziali che siano conclusi in contrasto con essa. Sennonché, si reputa che nella specie possa fondatamente parlarsi di inadempimento, da parte della Banca convenuta, di un contratto già perfezionatosi, piuttosto che della conclusione di un contratto nullo. Infatti (...) deve dirsi che nel caso in esame non pare che si possa parlare di vizio genetico, relativo alla conclusione del contratto, bensì di vizio funzionale, che inerisce il contratto oramai perfezionatosi, e cioè di difetto che riguarda le prestazioni che dovevano esser rese sulla base del negozio concluso. (...)*

Nel motivare la ricostruzione in diritto che esclude la declaratoria di nullità dell'operazione di investimento, il **Tribunale di Taranto, 27 ottobre 2004, n. 2273**, in esame ritiene infatti che:

*“deve considerarsi che l'art. 23 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che disciplina i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori, dopo aver previsto, nei primi tre commi, due espresse ipotesi di nullità degli stessi (nel caso di inosservanza della forma prescritta e nel caso di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico), statuisce, al comma 6°, che "nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta" con ciò evidenziando che l'aver agito con la specifica diligenza richiesta è oggetto dei giudizi risarcitori, laddove l'azione risarcitoria è tipicamente connessa, nell'ambito contrattuale, con l'inadempimento di un contratto già perfezionato, piuttosto che con l'azione volta a farne accertare la nullità, nella quale ultima, al più, potrebbe parlarsi di ripetizione di quanto attribuito in virtù del negozio invalido. In definitiva va qualificato in termini di inadempimento il comportamento tenuto dalla convenuta e dai suoi operatori, atteso che (...), nella specie, è pacifico essersi verificato il rischio che avrebbe dovuto costituire oggetto di apposita ed espressa informativa (...), e cioè essersi determinata l'assoluta incertezza in ordine al recupero del capitale investito, da parte del*

*risparmiatore. In relazione a tale pregiudizio è, allora, indubbio il diritto dell'investitore al recupero del capitale in danno della parte che, col suo inadempimento, l'ha posto, senza che egli ne avesse consapevolezza, nella situazione de qua (con sostanziale accollo dei rischi di recupero in capo all'inadempiente”.*

Ad analoghe conclusioni è pervenuto il **Tribunale di Roma, 11 marzo 2005**, che in una fattispecie in cui si chiedeva di dichiarare nullo l'atto di vendita delle obbligazioni Cirio Del Monte N.V., ha statuito che:

*“Deve, innanzitutto, escludersi la sussumibilità della fattispecie in esame nell’ambito della nullità negoziale di cui all’art. 1418 comma 1 c.c. in quanto la violazione, da parte dell’intermediario, degli obblighi comportamentali imposti da norme sicuramente volte alla tutela anche di interessi di carattere generale non può, sempre ed in ogni caso, condurre all’applicazione di una sanzione così grave com’è quella dell’invalidità del contratto che, viceversa, lo stesso art. 23 commi 1, 2 e 3 T.U.F. riserva alla mancanza di forma scritta ed al concreto interesse del cliente a farla valere (c.d. nullità relativa).*

*Vero è che la soluzione, pure proposta da autorevole dottrina e fatta propria da alcune decisioni giurisprudenziali, della c.d. nullità virtuale, se consente di superare il difetto di previsione espressa non appare affatto appagante.*

*In assenza di parametri di valutazione del comportamento dell’intermediario sufficientemente precisi e codificati ma necessariamente di contenuto variabile e da integrare, caso per caso, alla luce dei principi di trasparenza e buona fede, l’applicazione della sanzione, avuto riguardo al più generale principio di legalità, condurrebbe inevitabilmente a risultati alquanto incerti.*

*Né è superfluo considerare che le più recenti disposizioni legislative di stampo consumeristico prevedono la nullità del contratto nei casi di inosservanza delle norme che impongono specifici requisiti di "forma" nella conclusione di operazioni economiche che vedono come protagonisti, da un lato, il professionista e dall’altro, il consumatore e che la c.d. nullità di protezione rappresenta uno, ma non l’unico né sempre il più vantaggioso, rimedio per attuare una effettiva tutela del contraente "debole"”.*

Uguale indirizzo è stato accolto dal Tribunale di Milano che, in particolare con la sentenza **Tribunale Milano, 25 luglio 2005** (estensore la Dott.ssa. Vanoni), afferma che, proprio con riferimento agli obblighi di informazione previsti dagli artt. 21, lett. b), del T.U.F. e 28 del Regolamento Intermediari, non vi deve essere un’estensione dell’area della nullità al di fuori delle ipotesi in cui tale sanzione è espressamente prevista dal legislatore.

Nella decisione del **Tribunale Milano, 25 luglio 2005**, così come nelle successive del medesimo Tribunale, si richiama il principio di legalità e quello di certezza del diritto per sostenere l'impossibilità

*“di un ricorso indiscriminato alla sanzione della nullità, che costituisce il più severo rimedio civilistico, nei casi di violazione di norme comportamentali generali (di diligenza, correttezza, trasparenza, indipendenza, equità ...) che, in quanto prive di specificità, non risultano idonee ad individuare precise regole di comportamento cui uniformare la condotta dell'agente”.*

Il legislatore quando ha voluto ha esplicitamente valutato certi comportamenti come essenziali e li ha sanzionati con la nullità e questa cosciente *“distinzione fra adempimenti prescritti a pena nullità ed altri obblighi di comportamento impedisce una generalizzata qualificazione di tutta la disciplina dell'intermediazione mobiliare come di ordine pubblico e, ultimamente, presidiata dalla c.d. nullità virtuale di cui all'art. 1418 1° comma c.c.”.*

Un elemento di novità rilevante contenuto nella sentenza in commento è che il Giudice è tenuto a verificare il nesso di causalità fra inadempimento e danno rispetto al quale peraltro non può ritenersi esistente la c.d. inversione dell'onere della prova prevista dall'art. 23, comma 6, del T.U.F..

Per il **Tribunale Milano, 25 luglio 2005**, sarà l'investitore a dovere

*“provare che il danno patito è conseguenza immediata e diretta della condotta colposa dell'intermediario (ad es. dell'obbligo di informazione che assume violato) e non, semplicemente, dell'andamento sfavorevole del mercato”.*

Secondo l'orientamento del Tribunale milanese, non basta dunque che si accerti l'inadempimento dell'intermediario, ma occorre che si stabilisca un nesso diretto tra l'inadempimento e il danno che l'investitore assume e provi di aver sofferto.

Sempre il **Tribunale di Milano, 16 novembre 2005**, ha infatti osservato come

*“Appare per contro più appropriato, ad avviso di questo Tribunale, applicare alle fattispecie di violazione delle norme comportamentali poste a carico degli intermediari finanziari (per le quali non sia stata espressamente prevista dal legislatore la sanzione della nullità) i generali principi in tema di inadempimento”.*

Di recente il **Tribunale di Milano, 26 aprile 2006**, ha respinto la richiesta pronuncia di nullità spiegando che:

*“mentre la violazione del generale dovere di diligenza e correttezza della banca in relazione ad alcuni specifici comportamenti (quali ad esempio quelli previsti dall'art. 23 commi 1,2,3; dall'art. 24, 2° comma; art. 3°, 7° comma, tutti del T.U.F.) è sancita dal legislatore con la nullità, in relazione ad altri comportamenti comunque negligenti ma per i quali non vi è tale specifica sanzione (per esempio ex art. 21 Tuf), possono ravvisarsi solo i profili della colpa contrattuale”.*

A favore della esclusione della sanzione della nullità a causa dell'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dalla legge n. 1 del 1991 e dai successivi provvedimenti legislativi e regolamentari in materia, ossia dal TUF e dal regolamento Consob n. 11522 del 1998, è quindi intervenuta la **Corte di Cassazione, 31 marzo 2005/29 settembre 2005**, per cui

*“La nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art. 1418, comma 1, c.c., postula che siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto, e quindi l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a detta ipotesi, come accade nel caso disciplinato dal combinato disposto degli art. 1469 ter, comma 4, e 1469 quinquies, comma 1, c.c., in tema di clausole vessatorie contenute nei cd. contratti del consumatore, oggetto di trattativa individuale”*

La Cassazione, confermando l'impostazione della sentenza della Corte di Appello di Torino, nel ribadire che tali regole rivestono carattere imperativo, afferma che dette disposizioni attengono alla fase delle trattative precontrattuali e che, pertanto, la loro inosservanza non può determinare la nullità del contratto. Ne deriva che i comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e pertanto la loro eventuale illegittimità, anche se concerne norme imperative, non può originare la nullità del contratto.

Sulla base dell'ulteriore considerazione che le informazioni che debbono essere preventivamente fornite dall'intermediario non riguardano direttamente la natura e l'oggetto del contratto, ma elementi utili per valutare la convenienza dell'operazione, la Cassazione giunge alla conclusione che l'inosservanza degli obblighi informativi non impediscono al cliente di esprimere un consenso *"libero e consapevole"*, così che il contratto non può ritenersi nullo per la mancanza di consenso, ossia di uno dei requisiti essenziali previsti dall'art. 1325 c.c..

La sentenza della Cassazione in commento, seppur con riferimento ad una vicenda avvenuta nella vigenza della nostra prima legge sull'intermediazione mobiliare (l. n. 1/1991), si pone come autorevole conferma dell'indirizzo giurisprudenziale, percorso da molte corti di merito (Milano, Roma, Taranto) nell'ambito dell'attuale contenzioso tra banche e clienti in merito al c.d. risparmio tradito, secondo cui la violazione di norme di comportamento dettate dall'ordinamento a carico degli intermediari autorizzati, quali l'informativa, la trasparenza, l'adeguatezza, la prevenzione del conflitto di interessi) non genera nullità del contratto, ma inadempimento, così che dalle violazioni

medesime non discende un obbligo restitutorio delle somme affidate, ma quello di risarcire il danno eventualmente patito dall'investitore.

L'intervento della Corte di Cassazione, che non ha risolto il contrasto giurisprudenziale insorto, è stato comunque immediatamente seguito dal **Tribunale di Firenze, 18 ottobre 2005**, che, nell'aderire all'orientamento che riconduce la fattispecie sul piano della responsabilità per inadempimento, dopo avere precisato che

*“non rileva il carattere imperativo o meno delle norme in questione, carattere che comunque nessuno pone seriamente in discussione in quanto si tratta di norme volte a tutelare interessi di carattere generale, che vanno dalla tutela dei risparmiatori uti singuli a quella del risparmio pubblico, come elemento di valore dell'economia nazionale, a quella stabilita della stabilità del sistema finanziario, come considerata dalla Dir. 93/22/CEE del 10 Maggio 1993; (...) a quella di rendere efficiente il mercato dei valori mobiliari con vantaggio per le imprese e per la economia tutta, interessi tutti prevalenti su quelli del privato, che pure di riflesso rimane tutelato”*

ha osservato che:

*“il Tribunale ritiene che non sia condivisibile l'affermazione, pure contenuta espressamente in alcune decisioni, secondo cui la violazione della regola di comportamento inciderebbe sul momento genetico del contratto di investimento, minandone sin dall'inizio la sua legittimità. Va infatti rilevato che, per affrontare la questione, occorre: a) distinguere le regole di validità dei contratti dalle regole di comportamento che attengono alla fase pre-contrattuale o alla fase esecutiva del contratto; b) verificare su quale negozio vada ad incidere la violazione degli obblighi informativi di cui si tratta.*

*La violazione è sicuramente successiva alla stipulazione del contratto-quadro disciplinato dall'art. 23 T.U.F. e 30 del reg. Consob e, a volte, anche agli ordini di investimento (ad esempio, la violazione della regola che impone alla Banca di segnalare la inopportunità di effettuare le operazioni ordinate dal cliente quando non siano adeguate: art. 29, co. 3 del reg Consob); in ogni caso, anche avuto riguardo al negozio di attuazione del contratto di investimento (l'acquisto dei titoli o il mero trasferimento dei medesimi al cliente nel caso di negoziazione in conto proprio) la violazione dei doveri informativi – che precede il negozio stesso - non riguarda il modello normativo perché non concerne gli elementi soggettivi, oggettivi e formali dell'atto”.*

Per negare la richiesta nullità dell'ordine di investimento esaminato, il **Tribunale di Firenze, 18 ottobre 2005**, richiama quanto deciso dalla Suprema Corte di Cassazione con sentenza 31 marzo-29 settembre 2005, e stabilisce che:

*“nel caso in esame invece la violazione dell'obbligo di informazione cade al di fuori del modello negoziale: la fattispecie è conforme a quella legale dal punto di vista strutturale; la violazione*

*riguarda invece un comportamento che attiene alla fase di formazione del singolo negozio in cui si concretizza l'investimento"*

e che

*"in ogni caso si configura, non come violazione di una regola di validità, ma come inadempimento ad obblighi di condotta".*

In punto, il **Tribunale di Firenze, 18 ottobre 2005** rileva ancora che

*"la violazione degli obblighi informativi non potrebbe portare alla dichiarazione di nullità del contratto-quadro, né, di per sé, dei successivi contratti, ma rileverebbe quale inadempimento del mandatario ai fini della risoluzione del contratto. Va infatti sottolineato che, una volta percorsa la via di ricondurre la violazione delle regole di condotta al piano della responsabilità per inadempimento, occorre trarne tutte le conseguenze, a cominciare dall'applicazione delle norme di cui agli artt 1453, 1455 cc: quindi, ricorrendo la non scarsa importanza dell'inadempimento, deve ammettersi la risolubilità del contratto-quadro perché è rispetto a questo contratto che l'intermediario risulta inadempiente".*

Originale rispetto al panorama giurisprudenziale è la conclusione cui addiviene il **Tribunale di Firenze, 18 ottobre 2005**, con riferimento alle conseguenze della risoluzione del contratto di negoziazione per inadempimento, invece della dichiarazione di invalidità del contratto:

*"Una volta travolto il contratto-quadro, non ricorre, però, alcuna ragione per ritenere, come pure è stato sostenuto, che ne consegua la risolubilità 'a cascata' dei negozi che sono attuativi del regolamento normativo, ossia degli 'ordini' e i conseguenti 'atti di acquisto' dei titoli. Rispetto ai singoli ordini, accettati ex art. 1327 cc – cioè ai singoli contratti di mandato - non si ravvisa infatti la violazione di regole di comportamento: la violazione del dovere di informazione va valutata in relazione all'esecuzione del contratto – quadro, mentre, rispetto ai successivi atti negoziali, non v'è inadempimento di obbligazioni contrattuali che legittimi l'applicazione dell'art. 1453 cc."*

Il **Tribunale di Firenze, 18 ottobre 2005**, dopo avere escluso la nullità del contratto c.d. quadro di negoziazione, ritiene che la nullità dei singoli ordini di investimento derivi dalla risoluzione per inadempimento del medesimo con la motivazione che:

*"Il meccanismo con cui la risoluzione del contratto-quadro riverbera i suoi effetti sui contratti stipulati sul suo fondamento sembra invece diverso: secondo la ricostruzione qui accolta, come si è già detto, il singolo 'ordine' è in realtà una vera e propria proposta di contratto di mandato, che si conclude poi, ex art. 1327 cc, mediante l'esecuzione, consistente nell'acquisto, o trasferimento, dei titoli: tuttavia i contratti stipulati al di fuori della precedente stipulazione del contratto-quadro appaiono nulli perché manca un requisito imposto obbligatoriamente dalla legge: qui si può operare il raffronto, di cui si è detto sopra, tra la fattispecie legale delineata dalle norme*

*imperative e la fattispecie concreta e può ravvisarsi una deficienza strutturale, ben potendo questa essere attinente, non solo al contenuto, alla forma, alla causa del negozio, ma anche ai requisiti soggettivi o a particolari presupposti indicati dalla legge. Se il presupposto imperativamente richiesto dalla disciplina speciale viene meno per effetto della risoluzione, consegue la nullità dei singoli contratti di mandato: questo, a sua volta, comporta che il trasferimento dei titoli, verificatosi ex art. 1706 I co. cc, venga meno e la proprietà dei beni torni in capo all'intermediario (rectius: al mandatario), egualmente verrà meno l'effetto traslativo conseguente alla negoziazione in proprio che trovava nel mandato, dichiarato nullo, il suo fondamento (anche in tal caso i titoli rientreranno nella titolarità dell'intermediario); in entrambi i casi, venendo meno la causa gestoria, è eliminata la causa dell'attribuzione patrimoniale effettuata dal cliente investitore che ha diritto alla restituzione delle somme versate per l'acquisto dei titoli (art. 1719 cc)".*

Conclude il **Tribunale di Firenze, 18 ottobre 2005**, che

*“La nullità dei singoli contratti di mandato – ordini - pertanto non consegue direttamente alla violazione degli obblighi di comportamento, ma, in via indiretta, alla risoluzione del contratto-quadro”.*

Al riguardo si è anche pronunciato il **Tribunale di Modena, 14 ottobre 2005**, che, conformemente alle altre Corti, nel valutare la natura degli obblighi informativi che gravano sugli intermediari bancari ha ritenuto come:

*“Tali doveri legali, proprio in ragione della funzione pubblicistica ad essi sottesa, vincolano sempre il soggetto abilitato anche ed indipendentemente da un espresso richiamo nel documento negoziale, svolgendo un ruolo di eterointegrazione contrattuale ai sensi dell'art. 1339 c.c. Ciò, pure se in limitazione della autonomia privata, in ragione ed a bilanciamento della asimmetria informativa oggettivamente esistente fra le parti, l'una che opera quale operatore professionale, l'altra come soggetto privo, nella quasi totalità dei casi, di approfondite conoscenze tecniche.*

*Ciò premesso, deve rilevarsi come dalla contestata violazione dei doveri di informazione legale, non possa, neppure in astratto, conseguire la nullità del contratto inter partes”.*

Osserva sempre il **Tribunale di Modena, 14 ottobre 2005**, che:

*“non può condividersi la tesi della nullità - quasi "necessitata" - che dovrebbe seguire ad ogni violazione delle norme del T.U.I.F., stante la condivisa natura pubblicistica delle stesse. Inoltre, la nullità virtuale - secondo l'orientamento seguito anche in giurisprudenza, (ad esempio: Corte Cass. n. 5114/2000) - è stata elaborata per sanzionare i casi di difformità fra la fattispecie legale e quella di fatto, in carenza di una espressa comminatoria legislativa, non potendosi dunque invocare - se non forzando la ratio dell'istituto - nell'ipotesi di contestata violazione di un obbligo di informazione ex T.U.I.F. In tale caso, infatti, il giudicante è tenuto ad un accertamento di fatto e*

*non di mero confronto fra fattispecie tipica di legge e fattispecie concreta, considerato che l'obbligo di informazione, la sua adeguatezza e l'ampiezza dello stesso, non può prescindere dalle circostanze del caso concreto non potendosi dettare un obbligo di informazione di uguale tenore a favore di tutti gli investitori.*

*V'è, infine, da rilevare che le uniche ipotesi di nullità espressamente previste dal T.U.I.F. sono quelle di cui all'art. 23, per mancanza nel contratto della forma scritta ad substantiam o per il rinvio agli usi per la determinazione dei corrispettivo e di ogni altro onere posto a carico dell'investitore. Trattasi di nullità relative rilevabili solo su istanza della parte debole.*

*Fare discendere dunque dalla violazione di altre norme imperative, tra cui gli obblighi di informazione di cui all'art. 21, la nullità assoluta - virtuale del contratto, significherebbe introdurre in via interpretativa una nullità rilevabile d'ufficio, anche a danno dell'investitore, certamente tradendo - ad avviso dello scrivente - quella finalità di protezione che caratterizza anche la normativa in questione”.*

In merito alla nullità per violazione degli obblighi informativi nei servizi di investimento si è espresso anche il **Tribunale di Catania, 21 ottobre 2005**, per cui:

*“Non può non evidenziarsi in primo luogo come non sempre la violazione di una norma imperativa porti con se la nullità del contratto. Lo precisa l'art 1418 comma I che, nel prevedere le ipotesi di nullità virtuali da contrapporre a quelle testuali di cui al II comma, fa espressamente salvi i casi in cui è la stessa legge a prevedere un diverso rimedio a fronte della violazione del precetto imperativo. Va poi sottolineato come nella specie trattasi di violazioni legate a norme di condotta, id est a comportamenti imposti ex lege ai singoli contraenti e divenuti parte integrante dei relativi contatti a prescindere da specifici richiami giusta l'art 1374 cc; e la violazione di obblighi comportamentali in genere è destinata a provocare vizi non genetici – incidenti cioè sulla conclusione del contratto – bensì funzionali, inerenti quindi ad un contratto già perfezionato e strumentali a rimedi diversi dalla nullità quale la risoluzione del contratto e/o il risarcimento da inadempimento”.*

Aggiunge il **Tribunale di Catania, 21 ottobre 2005**, che “negli anni, a livello legislativo e con ricadute non irrilevanti sul piano interpretativo, si è via via ridotta la linea di demarcazione tra regole di validità e regole di comportamento, quest'ultime in diverse occasioni considerate non più in prospettiva dello scioglimento dal rapporto e del risarcimento del danno bensì quali vizi direttamente incidenti sul momento genetico dell'accordo ( proprio con riferimento al TUF, vedi l'art 122 comma III). Siffatta tendenza va, tuttavia, radicalmente esclusa la dove il legislatore, espressamente, abbia preso posizione per mantenere la violazione di regole comportamentali nell'ambito tradizionale dei vizi funzionali concretanti inadempimento agli obblighi contrattuali. E



*nella specie, il mantenimento dell'ordinario sillogismo tra regole di comportamento e giudizi di responsabilità trova una inequivoca conferma nel disposto di cui all'art 23 comma VI del TUF la dove, nel regolare l'onere della prova inerente il rispetto del grado di diligenza richiesto all'intermediario, viene espressamente precisato che la regola è destinata ad operare " nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento", così chiarendo che la violazione delle regole di condotta imposte all'intermediario è destinata ad incidere funzionalmente sul contratto ai fini della risoluzione e del risarcimento danni e non sulla conclusione dell'accordo".*

Al fine di escludere definitivamente una declaratoria di nullità dell'investimento in applicazione delle previsioni del TUF e del Regolamento Intermediari, il **Tribunale di Catania, 21 ottobre 2006** precisa inoltre che:

*"va ricordato che la dove il legislatore, nel TUF, ha voluto correlare a specifiche violazioni la sanzione della nullità lo ha fatto espressamente ( cfr l'art 23 commi I e II, in tema di forma scritta del contratto di investimento e di richiamo agli usi ); e lo ha fatto introducendo una nullità relativa, rilevabile cioè solo da parte dell'interessato, mentre pare al Collegio che in assenza di una apposita previsione esplicita da parte del legislatore, l'eventuale nullità virtuale qui ricavabile in via ermeneutica non potrebbe che essere assoluta.*

*Se fosse così, tuttavia, resterebbe da chiedersi come possa ritenersi logico un sistema che, per le ipotesi ben più pregnanti e di certo incidenti sulla formazione dell'accordo, quali quelle legate alla trasparenza delle operazioni di intermediazione sottese al vincolo di forma, prevede, in modo esplicito, una nullità per così dire attenuata mentre colpisce, per contro, violazioni inerenti obblighi di condotta con la nullità, non espressamente sancita, assoluta del contratto.*

*Seguendo la tesi interpretativa qui criticata, resta poi poco comprensibile il disposto di cui all'art 28 comma I lettera a Regolamento Consob in forza al quale se per un verso, prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono, ( in quell'ottica ) a pena di nullità ( per la natura collettiva e non individuale dell'interesse tutelato ), chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio, per altro verso consente all'intermediario di non procedere alla acquisizione di siffatti dati, sempre che il cliente si sia rifiutato di fornire le notizie richieste e tale rifiuto risulti dal contratto di cui al successivo articolo 30, ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore.*

*Lascia perplessi, infatti, l'attribuzione ad una parte, l'investitore, non titolare esclusivo dell'interesse tutelato, della possibilità di consentire omissioni relative a regole comportamentali poste a tutela di interessi superiori, e quindi estranee al suo potere di disposizione; per contro, la norma riacquisisce razionalità intrinseca ove ci si sposti dal piano della validità a quello della responsabilità, ferma, peraltro, la considerazione, sulla quale si dirà da qui a poco, che in tali ipotesi, sempre in nome degli interessi sovra individuali che connotano tali rapporti negoziali, l'intermediario sarà comunque tenuto, per un adempimento immune da censure, a valutare l'adeguatezza della operazione proposta considerando il profilo di investitore avente la propensione al rischio più bassa.*

*Infine, la scelta interpretativa della nullità, pur se spinta dalla non emendabile intenzione di garantire - tramite la sanzione più radicale - la piena realizzazione degli interessi in gioco, involgenti il singolo contraente ed il regolare e corretto funzionamento dei mercati, potrebbe tuttavia portare nella pratica ad effetti distorsivi del tutto contrastanti con le finalità che la hanno motivata.*

*Va ricordato, infatti, che la declaratoria di nullità prescinde da una valutazione della incidenza della condotta asserita siccome illegale sull'assetto di interessi, immediato o indiretto, che appare sotteso alla singola negoziazione. Allontanandosi, cioè, dalla responsabilità per l'inadempimento, si finisce per considerare motivi di nullità omissioni o comportamenti non in linea con le regole di condotta normativamente imposte, destinati tuttavia, a non incidere nè sull'interesse dell'investitore a stipulare nè, in via mediata, sulla stessa "integrità del mercato", tanto da favorire possibili speculazioni da parte del cliente che, innanzi ad una debacle dello strumento prescelto in alcun modo non addebitabile all'intermediario, intenda approfittare del rimedio per privare di effetti una scelta, a monte, incauta. Con la particolarità, non del tutto irrilevante, che nella specie manca una specifica tipizzazione delle ipotesi di nullità, trattandosi di regole di condotta che non consentono una preventiva analitica tipizzazione normativa diversamente da quanto la forza dirimente del rimedio suggerito sembra invece imporre".*

Ai fini di una puntuale ricostruzione storica degli orientamenti giurisprudenziali, merita particolare attenzione la recente sentenza (n. 31) del **Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006**, in cui si è osservato che

*"nell'invocare la sanzione della nullità, l'attore segue evidentemente il ricco filone giurisprudenziale che, a partire dalla oramai famosa sentenza del Tribunale di Mantova del Marzo 2004 (Tribunale di Mantova 18.03.2004, in Giur.It., 2004, 2128), accredita la tesi della nullità virtuale per violazione di norme imperative (tra le moltissime sentenze pubblicate si vedano da ultimo: Tribunale di Venezia 29 Settembre 2005 -in un caso di conflitto di interessi -, in*

[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Tribunale di Parma 6 Luglio 2005, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Tribunale di Avezzano 23 Giugno 2005, in *Foro It.*, 2005, I, 2536; Tribunale di Genova 18 Aprile 2005 in *Danno e Resp.*, 2005, 604; Tribunale di Ferrara 25 Febbraio 2005 n. 217, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) ; Tribunale di Palermo 16.03.2005 in *Foro It.*, 2005, I, 2539). *Alla corrente di pensiero che scorge nella violazione degli obblighi di diligenza una causa di nullità dell'ordine si contrappone, però, una voce giurisprudenziale, sempre più corposa (vedi: Tribunale di Roma, 31.03.2005, in Foro It., 2005, I, 2538; Tribunale di Genova 15 Marzo 2005, in Foro It., 2005, I, 2540, Tribunale di Taranto 28.10.2004 in Foro. It., 2005, I, 896), la quale afferma che l'unica conseguenza compatibile con il nostro sistema giuridico, in caso di violazione di obblighi di comportamento, è la responsabilità per inadempimento del contratto, perché le regole violate attengono al momento funzionale e non a quello genetico del contratto. Nel caso in esame l'opzione da parte del Tribunale per la responsabilità da inadempimento invece che per la nullità virtuale è decisiva, nel senso che l'attore ha proposto soltanto un'azione di invalidità. E' dunque compito del collegio spiegare perché non si possa condividere l'ampia giurisprudenza che, richiamando un precedente della Suprema Corte di Cassazione (Cass. Civ. 7 Marzo 2001 n. 3272) fa discendere dalla violazione degli obblighi di comportamento dettati dall'art. 21 del TUF e specificati dalle norme contenute nel regolamento CONSOB (arrt. 26-29) la nullità dell'atto di negoziazione, con le conseguenti restituzioni. Va subito detto che il collegio non intende mettere in dubbio il principio affermato dalla corte di Cassazione, sia pure con riferimento alla normativa previgente (legge 2 Gennaio 1991 n. 1) e ripreso dalle sentenze citate, per il quale le norme del T.U.F., e tra esse anche l'art. 21 che impone all'intermediario obblighi di comportamento, hanno forza imperativa, in quanto sono volte tutelare interessi di carattere generale, che vanno dalla tutela dei risparmiatori uti singuli a quella del risparmio pubblico, come elemento di valore dell'economia nazionale, a quella stabilita della stabilità del sistema finanziario, come considerata dalla Dir. 93/22/CEE del 10 Maggio 1993; (..) a quella di rendere efficiente il mercato dei valori mobiliari con vantaggio per le imprese e per la economia tutta, interessi tutti prevalenti su quelli del privato, che pure di riflesso rimane tutelato (Cass. 3272/2001). La forza imperativa di tali norma va intesa nel senso che si tratta di norme inderogabili, con la conseguenza che l'intermediario ed il risparmiatore, nel concludere "un contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento" (art. 23 del TUF e 30 del Regolamento) non potrebbero esonerare l'intermediario dall'osservanza di tali obblighi né consegnare il contratto senza rispettare il contenuto minimo prescritto dalla legge. La valutazione di conformità tra fattispecie e schema normativo, utilizzando come criterio di individuazione la natura degli interessi tutelati nel quadro dei valori dell'ordinamento (Cass. 3272/2001 cit.)*

*andrebbe dunque riferita all'atto di autonomia privata che si realizza con la sottoscrizione del contratto "relativo alla prestazione dei servizi d'investimento"*”.

Dopo avere affermato e riconosciuto la natura imperativa delle norme in materia di servizi di investimento e di strumenti finanziari, il menzionato **Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006**, precisa che

*“nel caso che ci riguarda, invece, così come in pressoché tutti i casi relativi all'intermediazione di prodotti finanziari venuti all'esame della giurisprudenza di merito, l'attore non invoca la nullità del "contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento" per contrasto tra la fattispecie e lo schema normativo, ma invoca la nullità della negoziazione dei titoli per inadempimento da parte dell'intermediario delle regole di comportamento, siano essi obblighi siano essi divieti, sanciti dalla legge (citati artt. 21 T.U.F. e 26-29 regolamento)”*,

e prima di escludere l'applicazione della sanzione di nullità richiesta dall'investitore, ricostruisce la natura ontologicamente distinta del contratto di prestazione di servizi di investimento rispetto al singolo ordine impartito in esecuzione del medesimo, con la motivazione che:

*“Il ragionamento è dunque quello per il quale non è necessario che sia violata una regola di validità perché si possa affermare la nullità del contratto ma è sufficiente la violazione di una regola di comportamento che si rifletta sull'atto compiuto, perché questo possa essere dichiarato nullo. Il corollario è poi che la violazione degli obblighi di comportamento imposti dalla legge determinerebbe la nullità dell'atto di acquisto di prodotti finanziari posto in essere dall'intermediario su mandato del cliente. Tale mandato, infine, si concluderebbe, almeno nella generalità delle ipotesi, con l'accettazione mediante esecuzione (art. 1327 primo comma c.c.) da parte dell'intermediario della proposta contrattuale contenuta nell'ordine del cliente. Tale ricostruzione vede dunque nella complessiva operazione di negoziazione, costituita da ordine più acquisto del prodotto finanziario da parte dell'intermediario, l'atto di autonomia che resterebbe inficiato per causa di nullità dalla violazione delle regole di comportamento legali, che l'intermediario stesso sarebbe dunque chiamato a rispettare per il solo contatto con il cliente ovvero in forza del contratto di investimento in servizi finanziari (art. 23 del T.U.F. e 30 del Regolamento) -spesso denominato nella giurisprudenza come "contratto quadro"-, prima ancora che sia emessa la proposta contrattuale di acquisto dei prodotti finanziari stessi.*

*Senonchè tale ricostruzione giuridica della fattispecie concreta finisce per svalutare il contratto -e si vorrebbe dire l'unico contratto- regolato dalla legge, ossia "il contratto relativo alla prestazione di servizi di investimento" (art. 23 TUF), nonostante che il legislatore proprio in relazione a questo contratto appunti il proprio interesse, manifestato nella previsione di oneri formali e di vincoli contenutistici. Solo "il contratto relativo alla prestazione di servizi di investimento" va infatti*

*stipulato per iscritto a pena di nullità (art. 23 T.U.F.), e non l'ordine del cliente; solo quel contratto, e non l'ordine, deve avere un preciso contenuto (art. 30 del Regolamento) che metta in chiaro le modalità dello svolgimento del rapporto tra cliente ed intermediario. L'atto di autonomia che costituisce dunque il punto di riferimento della fattispecie legale è il contratto di prestazione di servizi di investimento; a questo contratto, e solo a questo può essere riservata, si ritiene, la valutazione di conformità della concreta pattuizione con gli interessi primari tutelati dall'ordinamento. Né l'ordine, né l'atto di negoziazione dei titoli, nemmeno se considerati unitariamente, possono, invero, essere riguardati come atti di autonomia contrattuale; tali atti a parere del collegio non hanno un'autonoma causa negoziale ma trovano il loro fondamento causale nel contratto d'investimento”.*

Sempre il **Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006**, dopo avere analizzato la nozione di contratto collegato e di contratto di cooperazione ai fini di individuare la natura del rapporto di negoziazione, chiarisce che:

*“la fattispecie legale vada ricondotta sì ad un contratto “di cooperazione” ma ad unico contratto, ossia al contratto di mandato, tesi questa svolta, sia pure in una diversa controversia pendente davanti all'ufficio, dal legale di parte convenuta.*

*Si tratta di un contratto di mandato, collegato ad un diverso contratto bancario, in genere -come nel caso di specie- ad un contratto di conto corrente (art. 1823 e ss. c.c.) o ad un contratto di deposito bancario (art. 1834 e ss.), dai quali l'intermediario preleva la provvista per l'esecuzione del mandato. Il contratto stipulato dalle parti è dunque un mandato a comprare e vendere prodotti finanziari (quindi assimilabile più alla commissione che al mandato). Osserva il collegio come, secondo la dottrina tradizionale, il contratto di mandato sia sorto dall'esigenza di ottenere cooperazione da parte di colui che, essendo interessato al compimento di atti giuridici, non possa o non voglia compiere tali atti personalmente. Nel caso del soggetto che voglia acquistare prodotti finanziari è la legge stessa a precludere la possibilità dell'acquisto diretto ed ad imporre la cooperazione di un intermediario qualificato. Proprio la peculiarità dell'oggetto del mandato ad acquistare prodotti finanziari, che incrocia gli interessi primari sopra evidenziati tutelati dall'ordinamento, giustifica dunque la disciplina speciale del contratto disegnata dalle norme imperative del T.U.F. (in particolare artt. 21 e 23). Il contratto di mandato ad acquistare prodotti finanziari è così “eteroregolato” non solo dal mandante che, come si dirà, impartisce istruzioni al mandatario-intermediario ma anche dalle norme imperative di legge. Il nostro contratto di mandato ad acquistare prodotti finanziari ha, come il generale contratto di mandato, una causa gestoria. Esso, non esaurendosi nel compimento di un atto giuridico isolato, deve contenere il*

*programma non solo dell'attività indispensabile alla conclusione del negozio gestorio ma anche di tutti gli sviluppi esecutivi",*

da cui discende che:

*"Gli obblighi di comportamento previsti dall'art. 21 del TUF e dagli artt. da 26 a 29 del Regolamento, lungi dall'essere obblighi precontrattuali, contrassegnano proprio lo svolgimento del rapporto gestorio finalizzato alla realizzazione dell'interesse del cliente, e quindi ad orientare correttamente le sue scelte di acquisto di prodotti finanziari in coerenza al suo profilo di rischio; in tale prospettiva l'intermediario ha l'obbligo di informarsi ed informare, di segnalare situazioni di conflitto d'interessi e di sconsigliare il cliente dall'effettuare investimenti non consoni al suo profilo d'investitore.*

*Tali obblighi di comportamento non sono null'altro che gli obblighi di diligenza gravanti sul mandatario (art. 1710 c.c.) adattati dal legislatore alla specificità dell'incarico in ragione degli interessi pubblici e privati sottesi al rapporto".*

Individuata la natura del rapporto di negoziazione come contratto di mandato e dell'ordine di investimento come c.d. negozio di attuazione del medesimo contratto concluso con l'investitore, il

**Tribunale di Rovereto, 18 gennaio 2006** conclude che:

*"Se tale ricostruzione è corretta, la nullità virtuale della negoziazione non è nemmeno astrattamente configurabile, perché la negoziazione non è un atto di autonomia dotato di una propria causa ma è un negozio di attuazione del mandato (si può al riguardo ricordare un'autorevolissima dottrina per la quale "il contratto contrario a norme imperative è nullo in quanto la violazione della legge comporta un giudizio di dannosità sociale e quindi immeritevolezza della causa, qualificabile essa stessa come illecita").*

*In tale prospettiva il giudizio di difformità tra fattispecie e schema normativo utilizzando come criterio di individuazione la natura degli interessi tutelati (Cass. 2372/2001 cit.) può essere riferito solo al programma negoziale, presidiato da norme imperative, che costituisce il nucleo del contratto di mandato, ma non alla negoziazione che è negozio attuativo.*

*Gli obblighi di comportamento incumbenti sul mandatario, infine, sono speciali obblighi di diligenza nell'esecuzione del contratto (art. 1710 c.c.) dalla cui violazione può discendere solo responsabilità da inadempimento".*

Con un ulteriore inciso finale, inoltre, il **Tribunale di Rovereto, 18 marzo 2006**, afferma poi che

*"si deve sgombrare il campo da un'ultima possibile obiezione, quelle cioè per la quale la nullità virtuale invocata dall'attore sarebbe non assoluta ma relativa, cioè una nullità derivante dal sistema giuridico a presidio della parte contrattuale debole. Un'eco normativa di questa nullità sarebbe rinvenibile ad esempio nell'art. 11 della legge 50/1992 in tema dei contratti dei*

*consumatori negoziati fuori dai locali commerciali, che ha specificamente previsto la sanzione della nullità qualora l'operatore commerciale abbia fornito al consumatore un'informazione incompleta o errata sul soggetto nei confronti del quale va esercitato il diritto di recesso. Ebbene, premesso che è estremamente dubbio, in dottrina e soprattutto in giurisprudenza che la nullità dell'art. 1418 c.c ricomprenda anche le nullità protettive (la stessa Cassazione 2732/2001 significativamente lascia cadere, nel corso della motivazione, la segue frase: al di là della configurabilità in astratto della categoria delle nullità relative), va, in ogni caso, osservato che, per espressa previsione normativa, alla nullità del primo comma dell'art. 1418 c.c. si applica il criterio del cosiddetto minimo mezzo, ossia la nullità non può essere pronunciata quando il legislatore abbia apprestato un diverso rimedio ("salvo che la legge disponga diversamente").*

*Ebbene il T.U.F prevede espressamente il rimedio, che è quello naturale dell'azione per inadempimento contrattuale e, a protezione del risparmiatore, al fine di compensare l'asimmetria informativa rispetto all'intermediario, stabilisce espressamente che nello svolgimento dei servizi di investimento ed in quelli accessori spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di avere agito con la specifica diligenza richiesta.*

*La protezione del contraente debole si gioca dunque piano probatorio ed è risolta dalla legge stessa con "l'inversione dell'onere della prova".*

In conformità all'orientamento espresso dalla Suprema Corte di Cassazione, si è pronunciato anche il **Tribunale di Novara, 10 gennaio 2006**, che ha rappresentato come:

*"occorre in primo luogo rilevare che, sulle nullità "virtuali" per i contratti stipulati in "contrarietà a norma imperativa", il consolidato orientamento interpretativo della S.C. ha opportunamente evidenziato che la nullità del negozio può essere determinata solamente dalla violazione che incide sul contenuto obiettivo dello stesso, non anche quella relativa alla condotta prenegoziale o esecutiva del contratto posta in essere da taluna delle parti. Più precisamente, la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art. 1418, primo comma, cod. civ., postula che siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto, e quindi l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a detta ipotesi, come accade nel caso disciplinato dal combinato disposto degli artt. 1469-ter quarto comma, e 1469-quinquies, primo comma, cod. civ., in tema di clausole vessatorie contenute nei cd. contratti del consumatore, oggetto di trattativa individuale (in applicazione di siffatto principio, la S. C. ha escluso che l'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dall'art 6 detta legge n. 1 del 1991,*

*concernente i contratti aventi ad oggetto la compravendita di valori mobiliari, cagioni la nullità del negozio, poichè essi riguardano elementi utili per la valutazione della convenienza dell'operazione, sicchè la loro violazione, neppure dà luogo a mancanza del consenso) (Cass. 29.9.2005, n. 19024; Cass. 25.9.2003, n. 14234)".*

Nel richiamare anche l'orientamento del Tribunale milanese, il **Tribunale Novara, 10 gennaio 2006**, ha rilevato che:

*"la voluta distinzione tra adempimenti prescritti a pena di nullità ed altri obblighi di comportamento pure posti a carico dell'intermediario impedisce una generalizzata qualificazione di tutta la disciplina dell'intermediazione mobiliare come di ordine pubblico e, ultimamente, presidiata dalla c.d. nullità virtuale di cui all'art. 1418 c.c.",*

e che

*"le norme richiamate, come efficacemente osservato (Trib. Novara, 10.11.2005, g. rel. B. CONCA), non costituiscono altro che un precipitato dei principi generali in tema di informazione e correttezza, già sanciti dagli artt. 1337 e 1375 c.c., alla cui violazione, pacificamente, è insensibile la tenuta dell'operazione negoziale sottostante, fatta naturalmente salva l'esperibilità del rimedio risarcitorio, nonché - sussistendone eventualmente i presupposti - l'applicazione delle sanzioni penali ed amministrative previste a carico dell'intermediario.*

*Tale opzione interpretativa, tra l'altro, non si pone in contrasto con le esigenze di tutela dell'investitore sottese alla predisposizione degli obblighi imperativi di cui all'art. 21 d. lgs. 58/98 e della conseguente normativa regolamentare, tenuto conto che essa consente il pieno ristoro del pregiudizio da questi patito mediante l'esperimento dell'azione risarcitoria e/o di risoluzione per inadempimento che comunque, nel caso di specie non è stata in alcun modo formulata. Pertanto, la lamentata violazione degli obblighi di informazione non appare neppure in linea di principio idonea a fondare una declaratoria di nullità, sicchè la domanda sul punto deve essere senz'altro rigettata ed è superfluo approfondire a questi fini l'esame delle questioni attinenti il merito".*

Di recente si è espresso anche il **Tribunale Arezzo, 6 marzo 2006**, che, nell'escludere la declaratoria di nullità richiesta dall'investitore, ha chiarito come *"pur consapevoli del contrasto giurisprudenziale, si ritiene di aderire a quell'indirizzo che afferma l'infondatezza di tale domanda. Come ha esattamente precisato Trib. Roma 13.6.2005, il riferimento al carattere imperativo del TUF e del Reg. Consob (a sua volta desunto dalla natura pubblicistica degli interessi protetti ex art. 47 Cost.) non è di certo sufficiente ad integrare l'ipotesi di nullità del contratto ai sensi dell'art. 1418 c.c. perché il TUF, laddove ha ritenuto di disciplinare i casi di nullità, lo ha fatto analiticamente (v. ad es. art. 23 e art. 24), contemplando ipotesi di c.d. nullità relative. Orbene poiché nessuna delle norme invocate dall'attore nella citazione è contemplata tra quelle per le*



*quali è espressamente prevista la nullità, si può condividere il già menzionato indirizzo giurisprudenziale (...) quando afferma che, diversamente opinando, significherebbe introdurre per via giudiziale una nuova ipotesi di nullità non solo non prevista dal legislatore ma addirittura più grave – in quanto nullità assoluta, rilevabile d’ufficio dal Giudice – delle nullità (solo relative) previste dal TUF”.*

**Il Tribunale di Arezzo, 6 marzo 2006**, al riguardo ha anche rilevato come *“l’inosservanza degli obblighi informativi neppure potrebbe rendere il contratto nullo sotto il profilo della mancanza di uno dei requisiti essenziali previsti dall’art. 1325 c.c., perché le informazioni non riguardano la natura e l’oggetto del contratto, ma solo elementi utili per valutare la convenienza dell’operazione (v. Cass. 31.3/29.9.2005 a proposito della precedente L. 1/91, ma il cui ragionamento è mutuabile anche con riferimento alla nuova normativa)”.*

Come si evince dalle decisioni richiamate, la *ratio* su cui è fondata l’accertamento della nullità delle operazioni di investimento contestate è la ricostruzione della disciplina del T.U.F. e del Regolamento Intermediari quale normativa di carattere imperativo.

### ***5.1 Declaratoria di nullità e suoi effetti: obbligo di restituzione del capitale investito – obbligo di restituzione dei titoli - risarcimento dell’eventuale maggior danno ai sensi dell’art. 1224 c.c.***

Da una disamina complessiva dei precedenti giurisprudenziali che si sono consolidati a seguito della introduzione dei giudizi di nullità degli investimenti obbligazionari promossi dai risparmiatori contro gli intermediari, si rileva peraltro una distinzione rilevante con riferimento agli effetti conseguenti alla ricognizione giudiziale dell’operazione di acquisto dei titoli come nulla.

Difatti, da un lato si ritiene che la restituzione dei capitali investiti nelle operazioni di acquisto dei titoli poi invalidate sia un effetto naturale della pronuncia di nullità, dall’altro lato si nega la restituzione dei titoli all’intermediario in caso di mancata formulazione di una espressa richiesta all’art. 2033 c.c..

L’azione di ripetizione delle somme investite viene proposta ai sensi dell’art. 2033 c.c., rubricato come *“indebito oggettivo”*, il cui disposto stabilisce:

*“chi ha eseguito un pagamento non dovuto ha diritto di ripetere ciò che ha pagato. Ha inoltre diritto ai frutti e agli interessi dal giorno del pagamento, se chi lo ha ricevuto era in mala fede, oppure, se questi era in buona fede, dal giorno della domanda”.*

In proposito può essere utile evidenziare che **Cassazione 1 agosto 2001, n. 10498** (in *Giust. civ., Mass.*, 2001, 1519):

*“qualora venga acclarata la mancanza di una "causa acquirendi" - tanto nel caso di nullità, annullamento, risoluzione o rescissione di un contratto, quanto in quello di qualsiasi altra causa che faccia venir meno il vincolo originariamente esistente - l'azione accordata dalla legge per ottenere la restituzione di quanto prestato in esecuzione del contratto stesso è quella di ripetizione di indebito oggettivo”.*

In materia di indebito oggettivo deve essere preliminarmente rinviato al precedente e consolidato orientamento giurisprudenziale, secondo cui, in materia di ripetizione di indebito oggettivo, incombe sull'attore l'onere di dimostrare i fatti costitutivi del preteso diritto alla restituzione di quanto prestato, vale a dire l'avvenuto pagamento e la originaria o sopravvenuta mancanza del titolo giuridico idoneo a giustificare la *solutio (ex plurimis*, le più recenti: Cassazione 11 febbraio 1999, n. 1170, in *Giust. civ. Mass.* 1999, 323; Cassazione, 28 luglio 1997, n.7027 in *Nuova giur. comm.*, 1998, I, 702, con nota di S. Caltabiano; Cassazione, 22 aprile 1997, n. 3468 in *Mass. giur. it.*, 1997, 327; Cassazione, 18 dicembre 1995, n. 12897, in *Giur. it.*, 1996, I, 1, 1064; Pretura Taranto, 13 dicembre 1993, in *Arch. civ.*, 1994, II, 1182, con nota di A. Fasano; Tribunale Roma, 1 febbraio 1988, in *Foro pad.*, 1988, 453).

Si rileva che, in passato, anche la **Corte di Appello di Milano, 13 giugno 2003** (in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, II, 297) aveva affermato il principio per cui:

*“Dalla così accertata nullità di tutte le operazioni evocate in causa discende, come ovvio, il diritto del [...] alla restituzione delle somme da lui effettivamente versate sui conti correnti ed utilizzate per gli investimenti delle somme da lui effettivamente versate sui conti correnti ed utilizzate per l'investimento mobiliare”.*

*Le domande risarcitorie di [...], proposte (almeno in parte, cioè con riferimento alle operazioni “non eseguite o mal eseguite”) cumulativamente e non alternativamente a quella restitutoria, vanno invece respinte, in ulteriore riforma della prima decisione ed in accoglimento dell'appello principale della Banca.*

*L'attore non ha mai, del resto, chiaramente illustrato la causa pretendi di queste domande risarcitorie, limitandosi ad evocarne di generiche e diverse: se dunque di natura contrattuale, ogni sua pretesa risarcitoria risulta evidentemente incompatibile con l'accertata, radicale nullità dei contratti, dei quali non può quindi fondatamente evocarsi un ingiusto inadempimento (e risultano così superate tutte le questioni di fatto ampiamente discusse tra le parti circa l'effettività o l'esatta esecuzione dei diversi ordini di acquisto e di vendita)”.*

A seguito di una pronuncia di nullità dell'operazione di investimento, il **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, ha accertato il fondamento di una fattispecie di danno inteso come:

*“il danno subito dai clienti concretatosi nella perdita dell'intero investimento posto che, nel dicembre del 2001, è stato sospeso il rimborso delle obbligazioni (c.d. default) e che, ad oltre due anni di distanza da tale fatto, nessuna concreta assicurazione è stata fornita circa un rimborso anche solo parziale dell'investimento”.*

In ordine alla quantificazione del danno in conseguenza dell'invalidità dell'investimento, il **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, ha peraltro rilevato che:

*“in difetto di puntuali indicazioni da parte degli attori, della nota volatilità dei mercati e del fatto che risulta provato come essi prediligessero scelte di investimento non limitate alla mera redditività, manca del tutto la prova che gli stessi, impiegando il capitale in titoli comunque diversi da quelli a più basso rischio, avrebbero senz'altro ottenuto un guadagno.*

Sempre il **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, ha condannato l'intermediario alla restituzione di parte del capitale investito con la precisazione che:

*“l'obbligazione di restituzione dell'importo versato in conseguenza della dichiarazione di nullità dell'ordine di acquisto costituisce debito di valuta, avendo ad oggetto, sin dal suo sorgere, il pagamento di una somma di denaro e non essendo stato provato che gli attori abbiano subito un danno ex art. 1224 II co. c.c.”.*

Oltre a disporre la restituzione delle somme investite agli investitori il **Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004**, ha anche statuito che:

*“debbono aggiungersi, ex art. 2033 c.c., gli interessi al tasso legale (...) sino al saldo definitivo non potendosi ritenere che la (...), in relazione ai comportamenti sopra censurati, fosse in buona fede”.*

Al riguardo è da evidenziare che il **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, dopo avere affermato la natura immediatamente precettiva degli obblighi posti dalla normativa vigente applicabile agli intermediari, ha rilevato che:

*“la mancata ottemperanza ad obblighi e divieti sanciti in via regolamentare determinerebbe, in ogni caso, effetti indiretti sui rapporti negoziali posti tra privati: sarebbe comunque sufficiente ad integrare la colpa inerente al neminem laedere, a determinare un'inversione dell'onere della prova nell'ambito della responsabilità contrattuale ed a provocare la nullità di contratti per assenza di elementi essenziali prestabiliti per via di fonte primaria”.*

A completamento del ragionamento esposto in motivazione, il **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, dopo avere condannato l'intermediario a risarcire agli investitori le somme investite, ha condannato a pagare anche:

*“interessi nella misura legale (...), dovendosi presumere la buona fede dell'accipiens. Anche nell'ipotesi di specie trova applicazione il principio per cui la buona fede si presume in difetto di*

*specifiche prove contrarie e può ritenersi esclusa solo dalla prova della consapevolezza, da parte dello stesso accipiens dell'inesistenza di un suo diritto al pagamento effettuato a suo favore".*

Con riferimento invece al danno non patrimoniale, il **Tribunale di Firenze, 30 maggio 2004**, ha rilevato che, ai sensi dell'art. 2059 c.c.:

*"il risarcimento del danno non patrimoniale, salvo ipotesi particolari non oggetto del presente giudizio, può conseguire solo alla commissione di un reato. Il risarcimento dei danni non patrimoniali postula pertanto che la responsabilità dell'autore di un fatto illecito sia affermata in base all'accertamento di un fatto che integri gli estremi di un reato, valutabile "incidenter tantum" dal giudice civile".*

Successivamente, il **Tribunale di Palermo, 17 gennaio 2005**, ha confermato che la declaratoria di nullità dell'operazione di investimento comporta la restituzione delle somme investite, in quanto ha rilevato che:

*"la declaratoria di nullità del contratto obbliga le parti alla ripetizione delle prestazioni rispettivamente ricevute sia con rimando all'attribuzione patrimoniale principale che a quelle accessorie. Ne consegue, dunque, l'obbligo .... di rifondere la somma ... ((...) l'importo sborsato dall'attore, il quale acquistò le obbligazioni nell'arco temporale di maturazione degli interessi annuali) detratto l'importo ... che l'acquirente ha ammesso di aver ricevuto (...) quale prima ed unica cedola di maturazione degli interessi, nonché quello del risparmiatore alla restituzione dei titoli obbligazionari. Ne discende infine, l'obbligo per l'istituto di credito di restituire gli importi trattenuti a titolo di commissione per l'attività di custodia di questi specifici titoli".*

Sempre il **Tribunale di Palermo, 17 gennaio 2005**, ha ulteriormente precisato che la pronuncia di nullità dell'operazione di investimento non può essere ritenuta l'unico effetto della violazione delle previsioni applicabili agli intermediari atteso che:

*"la nullità della singola operazione in valori mobiliari è solo uno dei predicati della violazione degli obblighi di legge. A tale sanzione si accompagna, in ossequio alle previsioni dell'art 1453 c.c., l'obbligo (...) di risarcire i danni derivati dal proprio inadempimento al contratto di mandato per la prestazione dei servizi di investimento.*

Ai fini della determinazione dell'entità del danno prodotto all'investitore dalle operazioni di acquisto di titoli obbligazionari, il **Tribunale di Palermo, 17 gennaio 2005**, ha altresì rilevato che:

*"il danno, legato alla mancata redditività del denaro non correttamente investito, può dunque essere liquidato nella sua interezza, senza la limitazione imposta dalle regole di restituzione dell'indebito di cui all'art. 2033 c.c., ovvero senza necessità -derivante dall'incongruità, in termini astratti, dell'equiparazione tra mancanza di diligenza e mala fede e dalla mancata dimostrazione,*

*nel concreto, della condizione di mala fede della banca al momento dell'acquisizione patrimoniale- di liquidare i frutti e gli interessi dalla data della domanda giudiziaria.*

*L'entità del danno effettivamente patito deve essere dimostrata dal creditore ed in difetto può essere liquidato equitativamente dal giudice”.*

Per il **Tribunale di Palermo, 17 gennaio 2005**, un criterio utile al fine di determinare il danno cagionato all'investitore può essere identificato nelle scelte di investimento che il medesimo avrebbe potuto effettuare in sostituzione delle operazioni contestate per cui:

*“ove non gli fosse stato proposto (...) l'acquisto di obbligazioni (...) avrebbe indirizzato le proprie scelte verso titoli dell'obbligazionario statale. Poiché il rendimento dei buoni ordinari del tesoro si attesta, da quando il saggio legale è fissato anno per anno in misura variabile, su valori moderati a questo sostanzialmente assimilabili, (...) va condannata al pagamento (...) degli interessi al saggio legale dal dì dell'esborso sino a quello dell'effettivo pagamento”.*

Sempre con riferimento agli effetti della declaratoria di nullità del contratto, da intendersi come nullità dell'ordine di acquisto dei titoli, il **Tribunale di Brindisi, 21 febbraio 2005 (ordinanza)**, che ha accertato la nullità dell'acquisto dell'investitore per violazione dell'art. 1346 c.c. ossia per indeterminatezza dell'oggetto della operazione, ha affermato che:

*“i molteplici profili di nullità del contratto di investimento (...) oggetto del presente giudizio portano inevitabilmente alla condanna della Banca ... alla restituzione della somma illegittimamente addebitata al ricorrente alla scadenza del titolo”.*

Ai fini degli effetti restitutori, il **Tribunale di Brindisi, 4 ottobre 2005**, ha chiarito invece che a seguito dell'accertata nullità dell'investimento e secondo i principi dell'indebito oggettivo la Banca: *“deve essere condannata a restituire la somma investita dalla sig.ra A.”.*

Come precisato dal **Tribunale di Brindisi** in esame

*“su tale somma decorreranno gli interessi legali a far data dalla domanda (art. 2033 c.c.), non risultando la mala fede della Banca (non emerge infatti che l'investimento sia stato proposto in esecuzione un progetto truffaldino).*

Peraltro, sempre il **Tribunale di Brindisi, 4 ottobre 2005**, ha escluso il risarcimento dei danni richiesto atteso che:

*“Non risulta fondata invece la domanda ulteriore proposta dalla sig.ra A., con la quale si chiede il risarcimento di eventuali danni derivanti dal comportamento della Banca: invero, l'attrice non ha fornito alcuna prova di tali presunti danni (ulteriori rispetto a quelli consistenti nella perdita del capitale investito), né sotto il profilo del danno patrimoniale, né sotto quello del danno non patrimoniale. In particolare, non risulta in alcun modo che i problemi di salute della sig.ra A. siano*

*derivati dalla paura di perdere il capitale investito, tenuto conto del fatto che tali problemi risalgono ad epoca anteriore all'investimento effettuato. Conseguie il rigetto di tale domanda”.*

Ancora prima il **Tribunale di Milano, 31 gennaio 2005**, in un caso di acquisto di titoli obbligazionari Cirio in cui veniva formulata espressamente la richiesta di restituzione dell'importo versato all'intermediario, dopo avere accolto la richiesta di nullità dell'operazione di compravendita dei titoli, atteso che le obbligazioni venivano acquistate in fase di “grey market”, ossia prima della emissione sul mercato, ha rilevato che:

*“alla data della avvenuta compravendita, mancava, per la valida costituzione dell'atto traslativo ai sensi dell'art. 1325, comma 1°n.3, c.c., uno dei suoi elementi essenziali, cioè l'oggetto relativo, quale requisito essenziale richiesto dall'art. 1346 c.c., per sua impossibilità materiale, che ne rendeva pure inindividuabile la determinatezza”.*

Il **Tribunale di Milano, 31 gennaio 2005** ha anche evidenziato che:

*“questa mancanza di requisito essenziale ha prodotto, di conseguenza, la nullità del contratto ex art. 1418, 2° comma, c.c., con diritto di restituzione, come richiesto dagli attori, dell'importo corrispettivo versato”,*

ed ha aggiunto peraltro che:

*“sulla quale somma competono solo gli interessi legali dalla domanda e non anche la rivalutazione monetaria, trattandosi di debito di valuta e in mancanza della prova specifica richiesta dall'art. 1224,2° comma, c.c.”.*

Con riguardo alla problematica del risarcimento del maggior danno ex art. 1224 c.c., il **Tribunale di Venezia, 22 novembre 2004, n. 2654**, ha così statuito:

*“non sussistono i presupposti per il riconoscimento di un maggior danno ai sensi dell'art. 1224, secondo comma codice civile. Poiché l'obbligazione di restituzione delle somme versate quale conseguenza della dichiarata nullità degli ordini costituisce un debito di valuta avendo ad oggetto una somma di denaro sin dal suo sorgere, il risarcimento a norma del richiamato articolo è subordinato alla prova da parte del credito d'aver subito un maggior danno (quale, ad esempio, quello derivante da specifici investimenti programmati e non attuati, ovvero da acquisto di danaro a condizioni particolarmente vantaggiose irrealizzato) rispetto a quello misurato dagli interessi legali (Cass. 12 marzo 2004, n. 4830) dimostrazione questo che nella specie non è stata neppure allegata”.*

In accordo a quanto appena rilevato, il **Tribunale di Treviso, 26 novembre 2004**, che a fronte di una richiesta di pronuncia di invalidità di un'operazione di acquisto delle obbligazioni Cirio ha ritenuto che:

*“la nullità del contratto comporta l’obbligo per la Banca di restituire l’importo (...) oltre l’interesse legale (..) al saldo, trattandosi di debito di valuta e dovendosi escludere ex art. 2033 CC. la buona fede della Banca. L’attore non ha provato il danno ex art. 1224 CC. e pertanto, la relativa domanda va respinta”.*

La sentenza del Tribunale di Roma menzionata è stata di poco anticipata dal **Tribunale di Mantova, 12 novembre 2004**, che, con argomentazione del tutto conforme, ha osservato:

*“poiché l’obbligazione di restituzione dell’importo versato in conseguenza della dichiarazione di nullità dell’ordine di acquisto costituisce debito di valuta, avendo ad oggetto, sin dal suo sorgere, il pagamento di una somma di denaro e non avendo gli attori provato di avere subito un danno ex art. 1224 II co. c.c., ad essi va restituito l’importo (...) cui debbono aggiungersi, ai sensi dell’art. 2033 c.c., gli interessi al tasso legale (...) sino al saldo definitivo non potendosi ritenere che la convenuta, in relazione ai comportamenti sopra censurati, fosse in buona fede”.*

Il **Tribunale di Mantova, 12 novembre 2004**, ha negato comunque la richiesta di restituzione, da parte dell’intermediario, degli importi corrispondenti alle cedole staccate per gli investimenti effettuati atteso che:

*“in mancanza di documentazione contabile, non può ritenersi provato che, per effetto dell’investimento nei titoli argentini, gli attori abbiano incassato delle cedole il cui importo peraltro non è stato neppure indicato dalla banca”.*

Sulle conseguenze della declaratoria di nullità il **Tribunale di Pistoia, 3 dicembre 2004, n. 1266**, ha affermato che la pronuncia di invalidità dell’operazione di investimento:

*“comporta l’obbligo di restituzione delle prestazioni eseguite, in particolare – secondo la domanda formulata dall’attore – l’obbligo della banca di restituire (...) tutte le rate ad oggi pagare a restituzione del finanziamento”, “maggiorate degli interessi legali (non della rivalutazione: il debito è di valuta, e non risulta un “maggior danno” ai sensi dell’art. 1224 c.c.), decorrenti dalla data di ogni singolo versamento sull’ammontare del medesimo”.*

In via del tutto corrispondente si è pronunciato anche il **Tribunale di Milano, 28 gennaio 2005, n. 1070**, che ha dichiarato la nullità delle operazioni di investimento contestate per mancanza della prova della riferibilità degli ordini alla cliente, ed ha affermato che:

*“la convenuta (...) deve quindi essere condannata alla restituzione all’attrice degli importi alla stessa addebitati per l’effettuazione delle predette operazioni di investimento con maggiorazione di interessi legali dalla data dell’effettuazione delle singole operazioni al saldo”.*

Il **Tribunale di Milano, 28 gennaio 2005, n. 1070**, ha altresì precisato che conseguenza della dichiarazione di invalidità dell’operazione di investimento, in presenza della relativa domanda da parte dell’intermediario convenuto:

*“è la dichiarazione dell’obbligo dell’attrice di restituzione dei predetti titoli alla parte convenuta (...) unitamente ad ogni somma dalla stessa incassata in conseguenza delle operazioni di investimento qui dichiarate nulle”.*

Ugualmente si è pronunciato anche il **Tribunale di Milano, 28 aprile 2005**, che, in un caso di acquisto di azioni “Reno de Medici”, nel condannare la banca alla restituzione degli importi investiti, ha precisato che:

*“alla declaratoria di nullità degli ordini di investimento consegue la dichiarazione dell’obbligo dell’attrice di restituire i predetti titoli alla convenuta (...) unitamente ad ogni somma percepita per effetto delle operazioni di investimento in parola”.*

Sugli effetti della pronuncia di nullità dei titoli acquistati, si è altresì espresso il **Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005**, che nella fattispecie discussa ha ritenuto che la banca convenuta doveva essere:

*“condannata al rimborsare agli attori le somme impiegate nell’acquisto di tali titoli. (...) oltre per entrambi i debiti agli interessi nella misura legale con decorrenza (...) (data di notificazione della domanda), dovendosi presumere la buona fede dell’accipiens. Anche nell’ipotesi di specie trova applicazione il principio per cui la buona fede si presume in difetto di specifiche prove contrarie e può ritenersi esclusa solo dalla prova della consapevolezza, da parte dello stesso accipiens dell’inesistenza di un suo diritto al pagamento effettuato a suo favore.*

*Con l’entrata in vigore della l. 26 novembre 1990 n. 353 il saggio di interessi legali deve ritenersi determinato secondo le oscillazioni dell’inflazione. Sono pertanto venuti meno i presupposti posti a base del risarcimento del maggior danno derivante dal deprezzamento della moneta e della cumulabilità con gli interessi. La norma di cui al primo comma dell’art. 1224 c.c. ha recuperato l’originaria funzione di assicurare un risarcimento minimo e forfetario, indipendentemente da qualsiasi prova di danno, con la conseguenza che non sussiste più spazio al riconoscimento di altri danni forfetariamente calcolati, legati al tasso d’inflazione, ferma restando, per il creditore, la possibilità di chiedere e dimostrare il maggior danno”.*

Sull’onere probatorio in materia di danni conseguenti e connessi alla declaratoria di nullità, il **Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005**, ha peraltro rilevato che:

*“il maggior danno da svalutazione monetaria va provato e, pur essendo vero che, in difetto di prove specifiche, soccorre il potere del giudice di far ricorso a criteri presuntivi in ordine alla possibilità d’impiego del danaro, coerenti con la situazione personale e professionale del creditore, non si può prescindere dall’assolvimento, da parte del creditore stesso, quanto meno di un onere di allegazione che consenta al giudice di verificare se, tenuto conto di dette qualità personali e professionali, il danno richiesto possa essersi verosimilmente prodotto.*



*Il creditore non può, infatti, ritenersi esonerato dall'allegazione e prova, ancorché nell'ambito della categoria di appartenenza, degli elementi in forza dei quali il danno ulteriore può essere quantificato, atteso che, con particolare riguardo alla molteplicità delle categorie predette, il ricorso ad elementi presuntivi, o a fatti di comune esperienza non può certo tradursi automaticamente in parametri fissi comunque applicabili e deve ritenersi consentito soltanto in stretta correlazione con le qualità e le condizioni della categoria cui appartiene il creditore, e che esclusivamente alla luce di tali dati personalizzati, che l'interessato ha l'onere di fornire, sussistono i presupposti per una valutazione, secondo criteri di probabilità e normalità, delle modalità di utilizzazione del denaro e, quindi, degli effetti, nel caso concreto, della sua ritardata disponibilità. Nel caso in esame, pertanto, non avendo (...) in alcun modo dedotto e provato il maggior danno conseguente alla mancata restituzione della somma dovuta, la domanda di risarcimento va rigettata”.*

Di recente, anche il **Tribunale di Ferrara, 6 aprile 2005, n. 217**, ha così deciso:

*“alla declaratoria di nullità dei contratti consegue la condanna della convenuta alla restituzione della somma a suo tempo utilizzata per l’acquisto dei titoli oltre interessi legali sino al saldo, e respinta ogni altra domanda, anche subordinata della convenuta, nonché dell’attrice, inerenti pretese risarcitorie di quest’ultima (per la quale non è provato alcun danno ulteriore, né si tratta di debito di valore). Non va disposta la restituzione dei titoli alla banca, nessuno avendo formulato la relativa richiesta”.*

Sulla restituzione delle somme investite si è pronunciato anche il **Tribunale di Firenze, 19 aprile 2005**, che, dopo avere dichiarato l’invalidità del contratto 4You sottoscritto dall’investitore, ha condannato la banca convenuta:

*“alla restituzione della somma (...), utilizzata per l’acquisto dei titoli oggetto del contratto, oltre agli interessi, dalla data dei singoli pagamenti effettuati. Nell’ipotesi il comportamento di non correttezza e di non trasparenza della banca porta a escludere l’esistenza della buona fede”.*

Peraltro, il **Tribunale di Firenze, 19 aprile 2005**, ha escluso il risarcimento da svalutazione monetaria in quanto ha precisato che:

*“con l’entrata in vigore della l. 26 novembre 1990 n. 353 il saggio di interessi legali deve ritenersi determinato secondo le oscillazioni dell’inflazione. Sono pertanto venuti meno i presupposti posti a base del risarcimento del maggior danno derivante dal deprezzamento della moneta e della cumulabilità con gli interessi. La norma di cui al primo comma dell’art. 1224 c.c. ha recuperato l’originaria funzione di assicurare un risarcimento minimo e forfetario, indipendentemente da qualsiasi prova di danno, con la conseguenza che non sussiste più spazio al riconoscimento di altri*

*danni forfetariamente calcolati, legati al tasso d'inflazione, ferma restando, per il creditore, la possibilità di chiedere e dimostrare il maggior danno”.*

Rigorosamente, il **Tribunale di Firenze, 19 aprile 2005**, nel respingere la relativa pretesa attorea, ha confermato il principio per cui grava sul soggetto che richiede il risarcimento dei danni derivanti da un'operazione di investimento la prova del danno da svalutazione monetaria e degli ulteriori danni anche di natura non patrimoniale contestati. E infatti si è ritenuto che:

*“Il maggior danno da svalutazione monetaria va provato e, pur essendo vero che, in difetto di prove specifiche, soccorre il potere del giudice di far ricorso a criteri presuntivi in ordine alla possibilità d'impiego del danaro, coerenti con la situazione personale e professionale del creditore, non si può prescindere dall'assolvimento, da parte del creditore stesso, quanto meno di un onere di allegazione che consenta al giudice di verificare se, tenuto conto di dette qualità personali e professionali, il danno richiesto possa essersi verosimilmente prodotto.*

*Il creditore non può, infatti, ritenersi esonerato dall'allegazione e prova, ancorché nell'ambito della categoria di appartenenza, degli elementi in forza dei quali il danno ulteriore può essere quantificato, atteso che, con particolare riguardo alla molteplicità delle categorie predette, il ricorso ad elementi presuntivi, o a fatti di comune esperienza non può certo tradursi automaticamente in parametri fissi comunque applicabili e deve ritenersi consentito soltanto in stretta correlazione con le qualità e le condizioni della categoria cui appartiene il creditore, e che esclusivamente alla luce di tali dati personalizzati, che l'interessato ha l'onere di fornire, sussistono i presupposti per una valutazione, secondo criteri di probabilità e normalità, delle modalità di utilizzazione del denaro e, quindi, degli effetti, nel caso concreto, della sua ritardata disponibilità”.*

Emerge dunque dalle pronunce intervenute sul punto che la restituzione delle somme investite dai risparmiatori sembrerebbe conseguire automaticamente alla declaratoria di nullità delle operazioni di investimento, mentre la restituzione dei titoli obbligazionari sarebbe soggetta necessariamente alla proposizione di un'apposita istanza nelle conclusioni delle difese dell'intermediario.

## ***5.2 Risoluzione del contratto per inadempimento e suoi effetti: risarcimento del danno – restituzione dei titoli - Calcolo della perdita, realizzazione della perdita e risarcibilità del danno - Modalità di quantificazione del danno emergente e del lucro cessante - Prevedibilità del danno e danno risarcibile - Il concorso di colpa del cliente***

Rispetto alle cause intentate per conseguire una declaratoria di nullità delle operazioni di investimento effettuate, le azioni proposte per ottenere la risoluzione per inadempimento o il risarcimento dei danni rappresentano casi circoscritti rispetto alla generalità delle controversie.

Soprattutto, le azioni di risoluzione per inadempimento o di risarcimento dei danni costituiscono solitamente una pretesa subordinata alle domande di nullità o di annullamento che caratterizzavano i processi instaurati nei confronti degli intermediari. Difatti, si evidenzia come, da una analisi complessiva delle decisioni che si sono consolidate in proposito, soltanto alcune hanno effettivamente statuito sulla richiesta risoluzione per inadempimento del contratto o della operazione di investimento contestata, mentre la maggioranza delle pronunce di merito si sono limitate ad argomentare sugli effetti di invalidità prodotti dalla violazione del T.U.F. e del Regolamento Intermediari al pari delle sentenze in materia di nullità o annullamento degli investimenti impugnati dai risparmiatori.

Tra le decisioni che si sono espresse sulla risoluzione per inadempimento e sul risarcimento dei danni conseguenti si segnala il **Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, che ha affermato come:

*“la violazione delle regole di informazione e di valutazione dell'adeguatezza dell'operazione proposta ai clienti risparmiatori costituisce inadempimento imputabile all'intermediario e trattandosi di regole di comportamento esplicitamente codificate nell'interesse del cliente l'inadempimento è da porsi in relazione causale con l'evento dannoso. Ricade sull'intermediario l'onere di provare che tra la violazione ed il danno non vi è alcun nesso di causalità, dimostrando che il danno è derivato da eventi estranei alla sua sfera di azione e la convenuta nulla ha dedotto né ha chiesto di provare al riguardo”.*

Dopo avere rilevato che l'intermediario convenuto nel caso in esame non ha peraltro contestato la sussistenza del danno, che risulta provato dal fatto che le obbligazioni in contestazione non sono più negoziabili sul mercato, per il **Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, ne consegue che:

*“accertata la violazione dei doveri di informarsi e di informare incombente sulla banca negoziatrice e, in particolare, l'omessa informazione sulle caratteristiche dei titoli venduti, sulla non destinazione primaria ai risparmiatori e sul gruppo cui appartengono le emittenti, ritiene il Tribunale che meriti accoglimento la domanda di risarcimento dei danni proposta dagli attori”.*

Per quanto riguarda, poi, la quantificazione del danno, nel caso deciso dal **Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004**, in cui:

*“gli attori hanno richiesto la determinazione del danno in misura: "pari alla somma corrisposta per l'acquisto delle obbligazioni ovvero nella misura che verrà determinata in corso di causa, anche in via equitativa" e nell'illustrare tali conclusioni (...) hanno chiarito che il danno arrecato è: "pari al corrispettivo pagato per le obbligazioni, per la cui commisurazione il lucro cessante è risarcibile nella misura del reddito che sarebbe derivato da forme alternative di intervento, alle quali gli investitori avrebbero fatto ragionevolmente ricorso”.*

si è escluso il risarcimento del lucro cessante preteso in quanto è stato ritenuto che:

*“acquisita agli atti la prova della prima voce di danni, mentre per la seconda l’assenza di qualsiasi elemento fattuale non consenta alcuna liquidazione, neppure di carattere equitativo, non potendo farsi ragionevoli previsioni, in materia di elementi presuntivi o di fatti di comune esperienza, in ordine a “forme alternative di investimento” in relazione alla categoria di investitori outsider alla quale appartengono gli attori, che si sottrae a qualsiasi forma di generalizzazione”.*

Non diversamente si è espresso anche il **Tribunale di Mantova, 10 dicembre 2004**, che, a fronte di una domanda complessa di nullità, annullamento e risoluzione per inadempimento degli investimenti contestati, dopo avere ritenuto la nullità degli ordini di acquisto ed aver considerato che l’obbligazione di restituzione dell’importo costituisce debito di valuta, ha affermato che:

*“ non essendo stato provato che gli attori abbiano subito un danno ex art. 1224 II co. c.c., non può essere riconosciuta la rivalutazione monetaria né, peraltro, gli attori hanno dimostrato di avere subito alcun altro danno”.*

Il **Tribunale di Pistoia, 3 dicembre 2004, n. 1266**, con riferimento alla domanda di risarcimento del danno causato al cliente dal comportamento doloso ed illegittimo della banca convenuta, ha affermato che:

*“se ai fini della validità del contratto era la banca a dover provare di aver fornito tutte le informazioni dovute, ai fini del risarcimento è il dott. (...) a dover provare il comportamento illecito altrui (...). L’attore non ha né specificato né tanto meno provato quale danno gli sarebbe derivato dalla sottoscrizione del contratto: la domanda di risarcimento deve perciò essere respinta”.*

Non diversamente si è espresso il **Tribunale di Milano, 9 novembre 2005**, dove ha osservato che *“il Giudice, nel valutare l’importanza dell’inadempimento dell’intermediario, potrà addivenire anche ad una pronuncia di risoluzione del contratto quando le violazioni commesse risulteranno di gravità tale da compromettere del tutto l’equilibrio del rapporto negoziale, ovvero quando, pur prescindendo dal singolo rapporto obbligatorio con l’investitore teso al soddisfacimento del suo interesse individuale, ledono il prioritario principio della integrità del mercato: risoluzione che, quoad effectum, si risolverà, al pari della pronuncia di nullità, per la sua efficacia retroattiva, nell’obbligo restitutorio.*

*La Corte di legittimità ha significativamente rammentato come l’art. 1455 c.c. riconduca la sanzione di scioglimento del vincolo contrattuale ad una “regola di proporzionalità in virtù della quale la risoluzione del vincolo contrattuale è legislativamente collegata all’inadempimento di obbligazioni che abbiano notevole rilevanza nella economia del rapporto, avuto riguardo sia all’esigenza di mantenere l’equilibrio fra prestazioni di uguale importanza nei contratti con prestazioni corrispettive, sia nell’interesse dell’altra parte che non deve essere tanto inteso in senso subiettivo, in relazione alla stima che il creditore abbia potuto fare del proprio interesse violato,*

*quanto in senso obiettivo, in relazione all'attitudine dell'inadempimento a turbare l'equilibrio contrattuale e a reagire sulla causa del contratto e perciò sul comune intento negoziale" (ex plurimis, Cass. n. 5277/85).*

*Tutto ciò premesso, disattesa per le ragioni sopra esposte la declaratoria di nullità richiesta dalla difesa attrice e considerato che nessuna domanda di risoluzione è stata proposta, il Tribunale, quanto alla residua domanda risarcitoria, ritiene che non possa ravvisarsi nella specie alcun nesso eziologico fra il danno dedotto (perdita di valore dei titoli a seguito di default) e gli inadempimenti accertati".*

Identicamente il **Tribunale di Milano, 16 novembre 2005**, ha affermato che:

*"il Giudice, nell'esaminare i comportamenti tenuti dagli intermediari nelle singole fattispecie, potrà e dovrà valutare l'importanza dell'inadempimento dedotto dall'investitore, sia ai fini della condanna al risarcimento dei danni, sia ai fini della eventuale risoluzione del contratto, quando le violazioni commesse risulteranno di gravità tale da compromettere del tutto l'equilibrio del rapporto negoziale, ovvero quando, pur prescindendo dal singolo rapporto obbligatorio con l'investitore teso alla tutela del soddisfacimento del suo interesse individuale, ledono il prioritario principio della integrità del mercato. Risoluzione che, quoad effectum, si risolverà, al pari della nullità, per la sua efficacia retroattiva, nell'obbligo restitutorio".*

Sempre in termini di inadempimento e risoluzione del contratto per la prestazione del servizio di investimento si è espresso anche il **Tribunale di Catania, 21 ottobre 2005**, per cui:

*"a fronte di una asserita violazione degli obblighi di condotta, imposti ex lege e trasfusi in contratto gravanti, nei contratti di investimento, sull'intermediario, al cliente spetta il rimedio della risoluzione da inadempimento e/o del risarcimento del danno.*

*L'inadempimento, in particolare, attiene alla avvenuta esecuzione dell'ordine impartito dall'investitore senza ottemperare ai canoni comportamentali che trovano fonte immediata nel contratto di investimento e mediata nelle disposizioni di legge e regolamentari che disciplinano la materia de qua. Con l'ulteriore precisazione, per completezza di disamina, che, in ipotesi di iniziativa volta alla risoluzione:*

- *ad essere aggredito è il contratto base di investimento e non l'ordine, che costituisce solo un momento esecutivo e non un accordo;*
- *la gravità dell'inadempimento andrà vagliata tendendo conto della natura degli interessi tutelati, non esclusivamente riconducibili alla sfera soggettiva del contraente investitore*
- *comunque, vertendosi in ipotesi di contratto di durata, opera il disposto di cui all'art 1458 cc e viene quindi travolto il contratto ( di investimento ) limitatamente al solo ordine negoziato in difformità agli obblighi di condotta, senza che la risoluzione si estenda agli altri ordini e acquisti*

*posti in essere in forza del contratto base e che la stessa possa comunque incidere sul contratto di acquisto realizzato dall'intermediario con il terzo sul mercato )”.*

In materia di danno emergente si è invece pronunciato il **Tribunale di Roma, 15 dicembre 2004 (ordinanza)**, che, nel decidere una fattispecie di acquisto di obbligazioni Cirio, ha rilevato che:

*“attesa la responsabilità contrattuale per inadempimento della Banca convenuta, per come emersa nel presente giudizio a cognizione sommaria, va accolta la pretesa risarcitoria avanzata dall'attrice ai fini della condanna della (...) alla restituzione, quale danno emergente, della somma (...) versata (...) per l'acquisto dei suddetti titoli, essendo notorio il default delle suddette obbligazioni, con conseguente attuale insussistenza di possibilità per il risparmiatore di recupero del capitale investito, e non essendo stato peraltro contestato specificamente (...) il quantum della pretesa azionata”.*

Successivamente il **Tribunale di Roma, 11 marzo 2005**, a fronte della richiesta di annullamento, oltre alla declaratoria di nullità, di una operazione di investimento concernente l'acquisto di obbligazioni Cirio, argomentata in ragione di un conflitto d'interessi o della sussistenza dell'elemento del dolo, con richiesta di ripetizione dell'importo complessivo, oltre al risarcimento dei danni, e della domanda attorea:

*“di risolvere il contratto medesimo, ai sensi degli artt. 1490 e 1497 c.c., con restituzione della suindicata somma e risarcimento dei danni, ovvero di affermare la responsabilità contrattuale o extracontrattuale di Banca \_\_\_\_\_ per inadempimento degli obblighi nascenti dal contratto d'investimento (...) e/o dalle norme regolanti i servizi di intermediazione finanziaria, con condanna al risarcimento dei danni da liquidarsi in separato giudizio”.*

dopo avere escluso una pronuncia di nullità dell'operazione contestata, ha ritenuto che:

*“Appare giuridicamente più corretta una diversa opzione e cioè quella di ritenere sussistente una responsabilità dell'intermediario, sicuramente di natura contrattuale, rientrando i doveri comportamentali di quest'ultimo nella prestazione, strutturalmente complessa, alla quale si è obbligato nei confronti del cliente, le norme generali in tema di inadempimento o inesatto adempimento, con conseguente diritto dell'investitore a ricevere il ristoro del pregiudizio patrimoniale subito in dipendenza dell'acquisto dei valori mobiliari, rimanendo a carico dell'intermediario inadempiente il rischio dell'esito negativo dell'investimento (cfr. artt. 1453 ss. gg. c.c.)”.*

Quanto al regime probatorio gravante sulle parti processuali, il **Tribunale di Roma, 11 marzo 2005**, ha peraltro precisato che:

*“Non v'è dubbio, inoltre, che, nello speciale regime di responsabilità in oggetto, sull'investitore grava pur sempre l'onere di dimostrare il danno derivato dalla violazione delle regole di*

*comportamento di cui sopra ma, nel caso di specie, la G. ha chiesto "ab initio", nell'ipotesi di accoglimento della subordinata domanda risarcitoria, la condanna di Banca \_\_\_\_\_ al risarcimento del danno in misura da liquidarsi in separato giudizio".*

Nella disamina delle richieste risarcitorie formulate nella introduzione della causa da parte degli investitori, e, soprattutto, ai fini della quantificazione dei danni, il **Tribunale di Roma, 11 marzo 2005**, ha inoltre ritenuto che:

*“ai sensi dell'art. 278 c.p.c., la presente pronuncia deve limitarsi all'accertamento della potenziale dannosità dei fatti esaminati e cioè dell'inadempimento della convenuta agli obblighi derivanti dal servizio d'investimento espletato, in conseguenza della successiva dichiarazione di insolvenza della società emittente Cirio Del Monte N.V..*

*Sul punto, appare sufficiente evidenziare che la stessa Banca convenuta ha riconosciuto che il valore delle obbligazioni è attualmente sensibilmente ridotto a causa del default dell'emittente (a tal fine ha prodotto alcune quotazioni dei titoli sul mercato) e che la somma investita non ha reso alcunché (...).”*

Sempre in una fattispecie di pretesa sia di nullità sia di annullamento sia di risoluzione per inadempimento della operazione di investimento effettuata, il **Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230**, ha accolto l'azione di risarcimento danni in quanto:

*“la Banca convenuta non ha affatto ottemperato agli specifici e circostanziati obblighi che la disciplina di settore le imponeva nei riguardi del cliente investitore, lasciando costui nell'ignoranza circa i reali rischi che l'operazione comportava. ( v. Tribunale di Taranto Sentenza n. 2273 del 27 ottobre 2004). Si ritiene, pertanto, accertata la violazione dei doveri di informarsi e di informare incombente sulla banca negoziatrice e, in particolare, l'omessa informazione sulle caratteristiche dei titoli venduti, sulla non destinazione primaria ai risparmiatori e sul gruppo cui appartengono le emittenti, merita, pertanto, accoglimento la domanda di risarcimento dei danni proposta da parte attrice.*

In particolare il **Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230**, ha argomentato la propria decisione nel ritenere che:

*“la violazione dell'obbligo del venditore di informare costituisce inadempimento in quanto: "nei contratti con prestazioni corrispettive i doveri di correttezza, di buona fede e di diligenza, di cui agli art. 1338, 1374, 1575 e 1175 c.c, si estendono anche alle cosiddette obbligazioni collaterali di protezione, di informazione, che presuppongono e richiedono una capacità discretiva ed una disponibilità cooperativa e, quindi, nel tenere conto delle controparti all'acquisto. Tali doveri ed obblighi impongono che l'imprenditore, anzitutto, si preoccupi dell'esatta specificazione delle caratteristiche del bene compravenduto al momento dell'acquisto (Cass. 16.11.2000 n. 14865).*

*In particolare la negoziazione dei prodotti finanziari deve avvenire secondo regole di diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti, specificate nel TUF e nel Regolamento attuativo della Consob, regole precise e dettagliate, in quanto i doveri di informazione richiesti agli intermediari si pongono come obbligazioni di carattere primario, il cui adempimento deve essere valutato a stregua dell'art. 1176 c.c. co. 2°, nel quale è indicato il criterio di determinazione della specifica diligenza richiesta nell'adempimento da parte di chi svolge attività professionale.*

*La violazione delle regole di informazione e di valutazione dell'adeguatezza dell'operazione proposta ai clienti risparmiatori costituisce inadempimento imputabile all'intermediario e trattandosi di regole di comportamento esplicitamente codificate nell'interesse del cliente l'inadempimento è da porsi in relazione causale con l'evento dannoso”.*

Sul riconoscimento degli interessi maturati sul capitale investito, il **Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230**, di fronte alla richiesta dell'investitore di corresponsione di interessi e la rivalutazione monetaria, ha affermato che:

*“non essendo stato dimostrato che investimenti finanziari alternativi avrebbero reso interessi superiori al tasso legale, si ritiene di attribuirli in tale misura, dalla data dell'investimento (...) al saldo, considerato il mancato godimento della somma per tale periodo”.*

Sulla restituzione delle somme investite, invece, il **Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230**, ha rilevato che:

*“la convenuta non ha neppure contestato la sussistenza del danno, che risulta evidente in quanto le obbligazioni non sono più negoziabili sul mercato e non appaiano, allo stato, suscettibili di rimborso. Ne consegue il diritto dell'investitore a recuperare il capitale investito nei confronti della banca che, col suo comportamento inadempiente, ha messo l'investitore inconsapevole nella situazione di accollarsi i rischi dell'investimento, per cui l'azione di recupero del capitale dovrà essere posta in capo all'inadempiente”.*

Sempre in merito agli obblighi risarcitori si è pronunciato anche il **Tribunale di Alba, 4 luglio 2005**, che dopo avere valutato come le violazioni degli obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento:

*“non integrano, ad avviso del collegio, profili di nullità del contratto, ma assumono carattere di inadempimento dello stesso nella sua esecuzione per violazione di specifici doveri gravanti sull'intermediario e comportano, conseguentemente, l'insorgere di un obbligo risarcitorio in favore degli investitori”,*

ha ritenuto che, oltre alla restituzione del capitale investito, detratte le cedole maturate dagli investitori,

*“sulla somma competono gli interessi al tasso legale, dalla data del contratto sino al saldo”,*



ma che:

*“nulla invece può riconoscersi a titolo di maggior danno, in difetto di prova dello stesso, non essendo in alcun modo provato che un diverso investimento avrebbe comportato una maggiore rendita dal capitale; anzi, potrebbe persino ritenersi il contrario, in considerazione del disinvolto atteggiamento tenuto dagli attori nelle loro operazioni, non dovendosi dimenticare che essi conservarono oltre l'80% del capitale destinato ad investimento in titoli essenzialmente azionari e dunque a rischio elevato o molto elevato”.*

Con argomentazioni differenti, ma sempre con riferimento al risarcimento del danno è poi intervenuta la **Suprema Corte di Cassazione, 31 marzo 2005-29 settembre 2005**, prima menzionata, che offre una prospettazione giuridica divergente rispetto alla più recente giurisprudenza di merito, riconducendo il risarcimento non nell'ambito della responsabilità contrattuale (ossia quella derivante dalla cattiva esecuzione del contratto), ma in quello della responsabilità precontrattuale (1337 c.c.).

La Suprema Corte al riguardo per un verso esclude che, in caso di violazione delle norme che impongono alle parti comportarsi secondo buona fede nel corso delle trattative e nella formazione del contratto, la parte danneggiata, quando il contratto sia stato validamente concluso, non avrebbe alcuna possibilità di ottenere il risarcimento dei danni subiti, per l'altro precisa che il risarcimento, in caso di responsabilità precontrattuale, non è necessariamente limitato al c.d. "interesse negativo", ossia alle sole spese sostenute per le trattative e alle perdite subite per non aver usufruito di occasioni alternative di affari.

La Cassazione conclude che quando il danno derivi da un contratto valido ed efficace ma *"sconveniente"*,

*“il risarcimento, pur non potendo essere commisurato al pregiudizio derivante dalla mancata esecuzione del contratto posto in essere (il c.d. interesse positivo), deve in ogni caso essere ragguagliato al "minor vantaggio o al maggiore aggravio economico" determinato dal contegno sleale di una delle parti, salvo la prova di ulteriori danni che risultino collegati a tale comportamento "da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto”.*

Non ha trovato riscontro, se non in via del tutto isolata, nelle pronunce in esame il principio del concorso di colpa degli investitori di cui all'art. 1227 c.c.

Stabilisce l'art. 1227 c.c. che *“se il fatto colposo del creditore ha concorso a cagionare il danno, il risarcimento è diminuito secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate.*

*Il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza”.*

Deve essere evidenziato che il **Tribunale di Monza, 27 luglio 2004**, dopo avere affermato che il soggetto che intende conseguire il risarcimento del danno conseguente all'investimento è onerato della prova del nesso causalità ai sensi dell'art. 23 comma ultimo del T.U.F., ha negato il diritto al risarcimento del danno per l'investitore in applicazione dell'art. 1227, secondo comma, c.c. assumendo che:

*“va in ogni caso escluso il diritto dell'investitore al risarcimento del danno, laddove risulti provato che è stato lo stesso investitore, con la propria condotta concreta, a cagionare il danno finale, indipendentemente dalla condotta concretamente tenuta dall'intermediario”.*

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Come noto, in Italia la regolamentazione del mercato finanziario è un fenomeno dell'ultimo ventennio. In un periodo così breve si è vista l'introduzione di una spessa e densa disciplina settoriale ad alto contenuto tecnico.

Mette conto al riguardo rilevare due circostanze.

La prima: lo studio e l'analisi di questa normativa, di carattere sia primario che secondario, è avvenuto soprattutto ad opera di una dottrina specializzata di settore e dell'intervento interpretativo delle autorità di vigilanza interessate, in particolare Consob e Banca d'Italia. L'intervento della giurisprudenza, soprattutto nella prima parte del periodo, è stato abbastanza scarso e frammentato.

La seconda: nell'esegesi della normativa rilevante, ed in particolare di quella concernente la prestazione dei servizi di investimento, ci si è spesso occupati dell'interpretazione della regola del suo ambito applicativo sia oggettivo che soggettivo, ma in qualche modo si sono trascurate le conseguenze della violazione dell'obbligo in termini di invalidità, inefficacia, annullabilità, risoluzione dell'atto giuridico sottostante.

Una unicità della situazione attuale è rappresentata dal fatto che la giurisprudenza, in ragione della fase patologica che sta vivendo il rapporto investitore-intermediario, è chiamata su base sistematica e su tutto il territorio nazionale a valutare la correttezza della condotta degli intermediari ed a verificarne le conseguenze sul negozio giuridico sottostante. La circostanza che nelle liti siano coinvolti investitori ha poi determinato che, in ragione della prevalenza ed inderogabilità del criterio di competenza del domicilio del risparmiatore, i contenziosi siano stati radicati in moltissime sedi giudiziali della nostra Repubblica.

A ciò si aggiunge un'ulteriore circostanza: l'adozione del nuovo rito societario di recentissima emanazione, che ha finito per aumentare l'elemento di novità e di difficoltà. Non solo le Corti italiane, in assenza di sezioni specializzate, sono chiamate a pronunciarsi su materie estremamente tecniche, ma in più lo fanno sulla base di una nuova disciplina processualistica di cui devono ancora essere studiate e comprese fino in fondo tutte le implicazioni ed i nuovi equilibri su cui dovranno misurarsi l'attore ed il convenuto. In ogni caso proprio l'impiego di questa nuova procedura, che si caratterizza per snellezza e velocità, ha consentito di avere in tempi rapidi le prime sentenze di merito.

Passando a considerare le decisioni nel loro complesso, nonostante l'affermazione di un comune giudizio severo nei confronti del sistema bancario, non si riesce a riscontrare, come peraltro facilmente prevedibile, una uniformità di decisioni e di indirizzo in punto di diritto in merito alle singole questioni.

Al riguardo si ritiene che una decisione equilibrata debba passare attraverso una corretta ricostruzione dell'effettivo rapporto intercorso tra cliente ed intermediario e ciò al fine di ritrovare un forte richiamo al principio del sinallagma mediante l'individuazione dell'effettivo servizio prestato da un lato e del tipo e quantità del corrispettivo pagato dal cliente dall'altro.

Non si può non riscontrare, oltre al rigore, anche una certa "emozionalità" in alcune decisioni della recente giurisprudenza. Se si considerano infatti gli obblighi di condotta dell'intermediario *ex art. 21 del T.U.F.*, due questioni emergono con particolare rilevanza: l'effettivo contenuto degli stessi rispetto al servizio reso al cliente e le conseguenze della loro violazione.

Ferma la sussistenza degli obblighi, la vera difficoltà sta nel graduare il loro spessore rispetto al tipo di servizio reso e, conseguentemente, al corrispettivo pagato dal cliente. Probabilmente il ragionamento appare più chiaro se si prendono in considerazione due esempi: il servizio di negoziazione prestato nella forma del *trading on line* e quello di negoziazione associato ad una attività di consulenza finanziaria resa dall'intermediario abilitato.

Nel primo caso, evidentemente, la prestazione resa dall'intermediario è di carattere prettamente esecutivo e l'apporto è pressoché meramente tecnologico. Ciò che il cliente richiede è di poter eseguire un ordine, su cui lo stesso si è autonomamente determinato, in modo celere, efficace ed economicamente vantaggioso. Viene da chiedersi in questo caso in cosa consistano o debbano consistere le tanto declamate informazioni che l'intermediario dovrebbe fornire sugli strumenti finanziari oggetto di negoziazione. Viene anche da chiedersi a monte come potrebbe essere compatibile questo tipo di servizio, fondato sulla celerità e rapidità di esecuzione, con la provvista di una messe di informazioni all'investitore.

Del tutto opposto invece è il caso della negoziazione assistita, ossia quando al servizio di negoziazione si affianca la prestazione di un'attività di consulenza da parte dell'intermediario. Questa ipotesi copre i casi in cui il cliente non ha in origine una determinazione autonoma in ordine allo strumento finanziario da compravendere. In questo caso assolutamente diversa è la quantità e qualità delle informazioni che devono essere fornite al cliente e, del pari, assolutamente più alto è il corrispettivo che il cliente stesso è, o dovrebbe essere, disposto a versare all'intermediario.

Molte risposte a dubbi ed interrogativi possono essere trovate nella nuova direttiva comunitaria sui servizi di investimento (2004/39 c.d. MIFID).

Nella direttiva si riconosce (considerando n. 3) che l'attività di consulenza è assolutamente determinante nel processo di identificazione delle scelte allocative del risparmio da parte dell'investitore che non abbia affidato le proprie risorse finanziarie ad un gestore professionale, sia esso individuale, che collettivo, e per questo motivo viene classificata di nuovo tra i servizi di investimento, riservandone l'esercizio agli intermediari abilitati e sottoponendola ad autorizzazione.

La consulenza, infatti, è un'attività che, proprio in ragione della sua importanza, richiede da parte degli intermediari ingenti investimenti in termini di risorse, di mezzi e di persone al fine di rendere un servizio adeguato alla clientela.

Nella direttiva finalmente si supera un paradosso che appartiene alla situazione attuale, nella quale proprio la consulenza è l'unico tra i servizi non sottoposto a riserva di attività e liberamente esercitabile da chiunque senza obbligo di dotarsi di preventiva autorizzazione, tant'è che ad oggi è qualificata dal T.U.F. come servizio accessorio, non assurgendo al rango dei servizi di investimento. Le banche si trovano a fronteggiare le pressanti richieste risarcitorie dei risparmiatori che adducono di essere stati "consigliati" ad acquistare i titoli poi andati in *default*. Ma se si scende sul concreto, ci si accorge che il cliente nella stragrande maggioranza dei casi non aveva sottoscritto alcun contratto di consulenza con l'intermediario, né ha mai corrisposto alcuna somma per la prestazione di tale servizio.

Sembra dunque prioritario uno sforzo volto a far emergere quel delicatissimo punto di contatto tra intermediario e cliente, rappresentato dallo sportello bancario e dalla rete dei promotori finanziari ove può essere fornito quel "consiglio", che finisce per indirizzare il risparmiatore verso una determinata scelta di investimento. L'alternativa è ritrovarsi nella situazione attuale in cui gli intermediari, a fronte di un modesto guadagno derivante dall'intermediazione sul titolo, si trovano potenzialmente a rispondere dell'intero controvalore dell'investimento contestato dal risparmiatore per averlo "consigliato", senza che però da tale "consulenza" abbiano ricevuto un diretto beneficio sotto il profilo economico.

L'altra questione rilevante è quella della identificazione sotto il profilo giuridico delle conseguenze della assunta violazione delle regole di condotta da parte dell'intermediario.

Al riguardo suscita perplessità l'atteggiamento suppositamente rigoristico di una certa parte della giurisprudenza che, assumendo il carattere di imperatività delle norme disciplinanti la condotta degli intermediari, ritiene che la violazione delle stesse comporti la nullità del negozio e quindi l'obbligo di restituzione del corrispettivo versato dal cliente.

Si prenda ad esempio in considerazione la ormai famosa violazione del principio di adeguatezza. Non solo sembra logico affermare che quella norma non sia altro che una specificazione di un generale obbligo di diligenza e perizia a cui l'intermediario deve assolvere nella prestazione dei servizi di intermediazione, la cui violazione crea inadempimento, che, se ritenuto grave, può portare alla risoluzione del contratto e, comunque, al risarcimento del danno. Ma questa soluzione permette anche che assuma rilevanza l'eventuale concorso di colpa del cliente, valutazione che è invece preclusa in radice dall'applicazione della gravissima sanzione della nullità.

Probabilmente sembra opportuno riflettere se la nullità non sia un rimedio eccessivo rispetto allo scopo. Su questo peraltro ancora una volta soccorre la nuova direttiva comunitaria. Se si considera il contenuto dell'art. 19, si rinviene che, con riguardo all'attività di negoziazione, assume al suo interno rilievo autonomo il servizio c.d. di *execution only*. In termini letterali significa "di sola esecuzione" e concerne tutti quei casi in cui l'intermediario, come si accennava in precedenza, è chiamato solo a negoziare gli strumenti finanziari, su ordine del cliente, finendo così per svolgere un ruolo meramente esecutivo. Ordunque la direttiva esplicitamente dispone che in quel caso l'intermediario non è tenuto né a valutare le informazioni concernenti il profilo dell'investitore, né ad applicare il principio di adeguatezza dell'investimento. Appare quindi difficile ritenere che la violazione del principio possa generare nullità quando è l'ordinamento stesso che lo ritiene in certi casi derogabile.

Più in generale, rifuggendo dalla logica della vittima e del carnefice, si ritiene che il meccanismo della c.d. compensazione delle colpe sia del tutto idoneo a raggiungere una soluzione maggiormente aderente alla realtà operativa e forse anche più efficiente sotto il profilo di una più equilibrata impostazione dei comportamenti pretendibili dalle rispettive parti sotto un profilo di politica del diritto.

Se infatti appare assolutamente condivisibile pretendere dal "sistema intermediari" rigore nell'adempimento degli obblighi specifici ad essi assegnati da un ordinamento che prevede tra i beni protetti dalla Costituzione il risparmio, allo stesso tempo non si ha timore nell'affermare che vada in qualche modo corretto l'atteggiamento di "affidamento totale" che talvolta si rinviene da parte dei clienti nei confronti degli intermediari finanziari e delle banche in particolare. Senza che ciò possa essere inteso come giustificazione di comportamenti degli intermediari che abbiano violato la normativa di riferimento, si ritiene che il denaro, proprio perché rappresenta un bene prezioso, necessiti di un alto livello di attenzione anche da parte di chi lo investe.

Nella convinzione che un'interpretazione troppo rigorista potrebbe avere effetti collaterali indesiderati, si ritiene che la vera sfida a cui la giurisprudenza è chiamata è quella della ricerca di un difficile equilibrio tra ferma tutela dei diritti e stimolo di un risparmio consapevole.