



IL CASO

» Intermediazione finanziaria

Contratti di borsa e responsabilità dell'intermediario finanziario

Marco Marianello

Avvocato e Dottore di ricerca in Diritto dei contratti ed economia d'impresa

SINTESI

a) Struttura e disciplina dell'ordine di borsa

L'ordine di borsa potrebbe astrattamente consistere: a) in un negozio atipico avente carattere speculativo ed aleatorio il quale, in assenza di una normativa organica e compiuta, deve considerarsi sottoposto alla disciplina esistente in materia di usi vigenti sui mercati regolamentati; b) in una concreta modalità di esecuzione afferente al più ampio programma negoziale contenuto nel contratto di mandato, con conseguente applicazione della relativa disciplina.

b) Responsabilità dell'intermediario finanziario qualificato

Nell'esecuzione di un ordine di borsa, la banca è tenuta ad attenersi ai principi di correttezza e buona fede nell'esecuzione delle obbligazioni. L'istituto di credito, tuttavia, può anche avere la facoltà di discostarsi dalle istruzioni

ricevute, qualora si verifichino circostanze sopravvenute che non è possibile comunicare al cliente in tempo utile, in presenza delle quali appaia ragionevole presumere l'approvazione da parte del medesimo in ordine alla mancata esecuzione dell'ordine impartito. Tale responsabilità deve però escludersi se, come nel caso di specie, il cliente abbia impartito uno specifico ordine telefonico di esecuzione della singola operazione, in presenza del quale deve presumersi che egli conoscesse o potesse conoscere la capienza del proprio conto corrente, nonché avesse valutato la convenienza dell'operazione in relazione all'andamento del mercato azionario. L'attività professionale espletata dall'intermediario (e la correlativa responsabilità) si fonda, comunque, non soltanto sui criteri generali e sulle norme di diritto comune, ma soprattutto trova la propria completa esplicitazione all'interno della disciplina speciale (primaria e secondaria) di settore.

» SOMMARIO

1. Il fatto
2. La qualificazione giuridica del contratto
3. L'obbligo (o la facoltà) del mandatario di discostarsi dalle istruzioni ricevute
4. Conclusioni

1. Il fatto

La Banca Alfa, in seguito ad un ordine telefonico impartitole dal cliente, aveva acquistato a premio (premio semplice, c.d. "dont") un determinato quantitativo di azioni senza rivenderle alle previste

scadenze (o comunque senza rinunciare all'acquisto abbandonando il premio), come sarebbe stato logico fare in considerazione del corso discendente dei prezzi e della mancanza di adeguata provvista sul conto corrente del cliente. Quest'ultimo lamenta

tava, inoltre, che, a seguito delle pressioni su di lui esercitate dai funzionari bancari, era stato indotto a dare in pegno altri suoi titoli per garantire lo scoperto verificatosi sul suo conto corrente, facendo ricorso alla garanzia prestata da un terzo⁽¹⁾.

Il risparmiatore chiedeva l'accertamento dell'illegittimità dell'operato della banca, con conseguente condanna al risarcimento dei danni subiti, adducendo la violazione degli artt. 1176, 1710 e 1711 c.c.

L'istituto di credito, pur avendo seguito le disposizioni impartite dal cliente, non aveva tenuto in debita considerazione che le citate disposizioni normative impongono al mandatario di rendere note al mandante le circostanze idonee a provocare la modifica o la revoca del contratto oppure, se ciò non risulti possibile, di discostarsi dagli ordini ricevuti nel caso in cui circostanze sopravvenute facciano ritenere verosimile che lo stesso mandante, ove le avesse conosciute, avrebbe disposto in tal senso.

Il comportamento posto in essere dall'intermediario, quindi, risultava contrario non soltanto ai vigenti usi di borsa, ma anche al fondamentale obbligo di perseguire con diligenza gli interessi del cliente.

Tale conclusione, pur partendo da principi giuridici astrattamente condivisibili, non è stata recepita nel giudizio di legittimità, atteso che la scelta di ritirare alla scadenza i titoli acquistati era stata compiuta sulla scorta di una disposizione telefonica in tal senso specificamente impartita dal cliente alla banca. Ciò è sufficiente ad escludere ogni possibilità dell'istituto di credito di non attenersi a tale disposizione, giacché il suddetto dovere del mandatario di discostarsi dalle istruzioni del mandante nell'esecuzione dell'incarico sorge soltanto qualora, delineatesi circostanze nuove e tali da modificare l'assetto degli interessi ragionevolmente considerato dalle parti sino a quel momento, non sia possibile informarne subito lo stesso mandante in modo da consentirgli di mutare le proprie precedenti istruzioni. Dal caso di specie non emergono, tuttavia, elementi che consentano di ravvisare il sopravvenire di circostanze nuove rispetto (non già al momento in cui fu conferito l'ordine, bensì) al momento in cui il cliente aveva impartito la disposizione alla banca di esercitare la scelta insita nel contratto, ovvero di procedere al ritiro dei titoli acquistati.

Del tutto plausibilmente si osserva, inoltre, che il correntista doveva certamente conoscere l'entità del suo deposito e che è logico supporre egli fosse al corrente dell'andamento discendente dei corsi di borsa.

Difetta, quindi, il presupposto per invocare, in una situazione come questa, il pur sempre eccezionale dovere del mandatario di modificare unilateralmente i termini dell'incarico ricevuto e di discostarsi dalle istruzioni impartite dal mandante.

La banca, pertanto, deve essere dichiarata esente da ogni responsabilità nell'esecuzione dell'ordine di borsa impartito dal cliente, avendo adempiuto i propri obblighi con la specifica diligenza richiesta.

2. La qualificazione giuridica del contratto

Il caso in oggetto riguarda la questione, di pregnante attualità, relativa alla responsabilità dell'intermediario finanziario nell'esecuzione di un ordine di borsa.

L'oggetto del contratto potrebbe astrattamente consistere anche in uno strumento di copertura del rischio finanziario e, precisamente, nell'incarico impartito da un risparmiatore alla propria banca di acquistare un certo quantitativo di azioni mediante l'utilizzo di un contratto a premio semplice (c.d. "dont")⁽²⁾.

I contratti a premio, attualmente trattati sul mercato telematico, costituiscono negozi a termine in cui il compratore, dietro pagamento di un importo (c.d. premio), si riserva la facoltà di decidere se consegnare e/o ritirare, a seconda dei casi, entro un determinato periodo (c.d. scadenza o giorno di risposta-premi) la quantità di strumenti finanziari oggetto del contratto al prezzo unitario prefissato (c.d. prezzo-base o di esercizio).

Nei contratti a premio c.d. semplice il compratore si riserva, dietro corrispettivo, la facoltà di ritirare (call) o consegnare (put) un determinato quantitativo di strumenti finanziari, entro una certa data, ad un prezzo convenuto. All'acquirente, tuttavia, è riconosciuta la facoltà di non dare esecuzione al contratto. I contratti a premio c.d. composto, invece, consistono in una serie alternativa di combinazioni delle facoltà previste nella precedente fattispecie. La caratteristica fondamentale di questi ultimi negozi atipici è rappresentata sempre da un'operazione di acquisto oppure di vendita di strumenti finanziari. In un recente passato la negoziazione dei premi veniva effettuata a termine e non in contanti. Ciò significa che risultava possibile sottoscrivere un contratto all'inizio del mese borsistico, differendo il pagamento del premio e l'eventuale compravendita dei titoli al terzo venerdì del mese in cui era stato stipulato il contratto (c.d. giorno di risposta-premi).

da quello degli strumenti di riferimento o dalle attività economiche sottostanti (c.d. underlying). Fra le negoziazioni di strumenti derivati e quelle delle corrispondenti attività sottostanti sussiste una differenza sostanziale, dal momento che nel primo caso la causa consiste nella gestione o copertura del rischio, laddove nel secondo essa si sostanzia nel trasferimento del diritto di proprietà sui titoli.

La natura giuridica dell'ordine di borsa si riverbera sulla relativa disciplina

⁽¹⁾ Il caso è modellato sulla vicenda decisa da Cass. 20.12.2005, n. 28260.

⁽²⁾ Tali operazioni rientrano nella più ampia nozione di «strumenti finanziari derivati» ex art. 1, 3° co., d.l.g. 24.2.1998, n. 58 (c.d. t.u.f.). Con la predetta espressione si intendono quei contratti in cui il valore di scambio non è rappresentato dalle caratteristiche intrinseche del titolo, ma

IL CASO

La diligenza dell'intermediario deve essere parametrata alla natura dell'attività esercitata

L'avvento del mercato telematico ha fatto sì che tutte le transazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari avvengano mediante la liquidazione per contanti, ovvero il terzo giorno lavorativo successivo alla stipulazione del contratto.

La *ratio* della rinnovata modalità di esecuzione degli ordini consiste nella volontà di attenuare eventuali situazioni di insolvenza, nonché di limitare il ricorso ad operazioni speculative c.d. "allo scoperto". Queste ultime risultavano favorite dalla possibilità di beneficiare del possesso dei titoli e di differire il relativo pagamento ad una certa data, corrispondendo soltanto la differenza sull'eventuale minusvalenza maturata, oppure lucrando notevoli plusvalenze alla scadenza senza aver anticipato il corrispondente prezzo (c.d. effetto-leva finanziaria)⁽³⁾.

Occorre in ogni caso premettere che la giurisprudenza di legittimità non ha mai provveduto compiutamente, se non per *obiter dicta*, a qualificare la natura giuridica dell'incarico conferito dal cliente all'istituto di credito⁽⁴⁾.

Tale incarico, infatti, potrebbe astrattamente consistere in un ordine di borsa, ovvero in un negozio atipico avente carattere speculativo ed aleatorio il quale, in assenza di una normativa organica e compiuta, deve considerarsi sottoposto alla disciplina

esistente in materia di usi vigenti sui mercati regolamentati⁽⁵⁾.

Qualora si ritengano applicabili alla fattispecie concreta le disposizioni sul mandato, invece, occorrerà fare riferimento ai precetti contenuti negli artt. 1710 e 1711 c.c.⁽⁶⁾.

L'obbligazione dell'istituto di credito infatti, pur quando non viene espressamente qualificata come mandato all'acquisto, risulta in ogni caso connotata da peculiari *obblighi di diligenza*, rispettati dei principi di correttezza e buona fede sottostanti ad ogni ipotesi di esecuzione contrattuale⁽⁷⁾.

Secondo la dottrina tradizionale, infatti, l'attività svolta dalla banca risulterebbe ricompresa nella più ampia definizione di «incarico» ex art. 1856 c.c., con conseguente rinvio alle norme in tema di mandato⁽⁸⁾.

Tralasciando le discussioni sorte in dottrina sulla natura negoziale delle "istruzioni"⁽⁹⁾, occorre evidenziare il particolare *status* professionale assunto dagli istituti di credito all'interno della moderna economia di mercato. Nei rapporti di durata, improntati alla coordinazione ed alla cooperazione fra diversi soggetti per il conseguimento di un determinato risultato, assume un ruolo preminente il programma gestorio che il mandatario è chiamato a realizzare⁽¹⁰⁾.

(3) In tema di strumenti finanziari derivati si rinvia alle opere di ANELLI, *Le operazioni finanziarie: valori mobiliari, strumenti derivati e contratti assicurativi*, Bologna, 1997; A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati: profili giuridici*, Milano, 1999.

(4) Cfr. SALAFIA, *Note in tema di gestione fiduciaria di titoli azionari*, nota a *Cass.*, 18.3.1999, n. 2336, in *Giust. civ.*, 1999, I, 2336.

(5) Per *Cass.*, 15.11.1995, n. 11834, in *Nuova giur. comm.*, 1996, I, 780 ss., con nota di DE GENNARO, *Natura giuridica dell'ordine di borsa*; in *Soc.*, 1996, 771, con nota di C. SCALIA, *Trasferimento di titoli e ordini di borsa*; e in *Studium iuris*, 1996, 621, il c.d. "ordine di borsa", con cui un agente di cambio assume l'incarico di concludere, in nome e per conto dell'ordinante, un contratto di borsa, non è inquadrabile in alcuna delle categorie negoziali tipiche previste dal codice civile e, in particolare, non è riconducibile allo schema della commissione, né a quello della mediazione né a quello del mandato (senza rappresentanza), ma configura un contratto atipico, il quale, in difetto di una disciplina legislativa organica e compiuta, deve considerarsi regolato dalle consuetudini di borsa, che rappresentano usi giuridici *praeter legem*.

(6) In senso conforme *Cass.*, 26.2.1998, n. 2079, in *Corriere giur.*, 1998, 661 ss., con commento di A. DI MAIO, *Il mandatario tra prestazione e decisione*; in *Danno e resp.*, 1998, 447, con nota di G. LENER, *Il "venerdì nero" della lira di nuovo in Cassazione*; in *Giust. civ.*, 1998, I, 929 ss., con nota di GIACALONE, *Il mandatario e le istruzioni del mandante: facoltà o obbligo di discostarsi?*; e in *Resp. civ. e prev.*, 1999, 454 ss., con nota di CAMPAGNOLO, *Il limite della responsabilità della Banca nell'ambito di negoziazione ex mandato*, secondo la quale «in tema di responsabilità contrattuale, l'accertamento da parte del giudice di merito dell'esistenza, *inter partes*, di un accordo contrattuale qualificabile come mandato e non anche come "ordine di borsa" (negozio atipico caratterizzato, a differenza del primo, dall'esistenza di un incarico di tipo meramente speculativo dal carattere del tutto aleatorio), comporta l'applicabilità alla fattispecie della disciplina tutta del mandato, specie con riferimento al disposto di cui agli artt. 1710 e 1711 c.c.».

(7) Per LAMBO, *Informazioni inesatte e responsabilità civile della banca*, nota a *Cass.*, 9.6.1998, n. 5653, in *Foro it.*, 1999, I, 662, «Un problema di ingiustizia del danno, è bene precisarlo, sorge solo nel caso in cui faccia difetto un'obbligazione *ex con-*

tractu di fornire informazioni e ci si muova, quindi, nell'area della responsabilità aquiliana. In altre parole, il rilascio di informazioni può essere dovuto come prestazione principale di un contratto, come prestazione accessoria nell'ambito di un rapporto negoziale - così ad es., nel mandato (art. 1710, 2° comma, c.c.), nell'agenzia (art. 1746, 1° comma, c.c.) - ovvero in forza del principio della correttezza o buona fede in senso oggettivo (artt. 1175 e 1375 c.c.) che impone ai soggetti del rapporto obbligatorio di salvaguardare gli interessi dell'altra parte nei limiti in cui non importa un apprezzabile sacrificio alle proprie utilità: tutte queste ipotesi appartengono all'area dei rapporti contrattuali, sì che sulla parte, ove fornisca informazioni inesatte, grava anzitutto una responsabilità per inadempimento (art. 1218 c.c.).»

(8) Si veda anche LAMINOSO, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1984, I, 189 ss. Per G. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 1954, 232 ss., in tema di commissione si rinvengono disposizioni «espressione di principi generali, comuni a tutta la materia».

(9) Per la natura non negoziale delle istruzioni si vedano A. FALZEA, *Efficacia giuridica*, in *Enc. dir.*, XIV, Milano, 1965, 479; V. PANUCCIO, *Le dichiarazioni non negoziali di volontà*, Milano, 1966, 129 ss.; PAMANTI-PELLETER, *Rappresentanza e cooperazione rappresentativa*, Milano, 1984, 96 ss. In senso contrario G. MIRABELLI, *Latto non negoziale nel diritto privato italiano*, Napoli, 1955, 349, il quale riconosce alle istruzioni natura di «atto impegnativo negoziale».

(10) Per IMBRENDA, *Controllo e gestione: il potere del mandante di impartire istruzioni*, in *Rass. dir. civ.*, 2003, 669 ss., «Contrassegnata da "precettività" è inoltre la accezione comune del termine [istruzioni - il corsivo è nostro] che, nella sua ampia operatività, si estende a qualsivoglia norma, direttiva, data a una persona perché sappia regolarsi nel suo operato, soprattutto quando sia incaricata di qualche ufficio, missione, commissione, o comunque agisca alle dipendenze e per conto d'altri. Più genericamente, avvertimento, prescrizione. Nonostante la varietà dei contesti lessicali di riferimento, il termine assume a terreno semantico di elezione i fenomeni gestori di varia natura: tale varietà sembra influire sul relativo grado di precettività delle istruzioni, destinato a calibrarsi in rapporto alla situazione nella quale esse sono impiegate. Il nesso così rilevato tra la figura in esame e i fenomeni gestori porta a circoscrivere l'in-

L'attività in questione risulta disciplinata, infatti, non soltanto dalle determinazioni contrattuali, ma anche dalle istruzioni impartite dal mandante nel corso della fase esecutiva, ovvero in un'attività "eteroregolata"⁽¹¹⁾, che si sostanzia anche nel compimento di atti materiali destinati ad integrare l'originario programma gestorio.

L'accresciuta professionalità delle banche, riconosciuta dalla normativa speciale di settore e dall'interpretazione evolutiva operata dalla giurisprudenza, nonché il ruolo preminente dalle stesse ricoperto nell'ambito dei c.d. "servizi finanziari" ex art. 10, 3° co. r.u. l. banc.⁽¹²⁾, richiede l'applicazione di paradigmi diversi ed ulteriori rispetto a quelli contenuti all'interno delle disposizioni sul mandato⁽¹³⁾. La conferma di tale assunto si rinviene, *mutatis mutandis*, nel superamento dei criteri stabiliti dall'art. 1710 c.c.⁽¹⁴⁾.

Il riferimento, operato dal 1° co., alla diligenza del «buon padre di famiglia» appare palesemente inadeguato, dal momento che all'istituto di credito è richiesto l'assolvimento dei propri obblighi con riferimento alla natura dell'attività esercitata⁽¹⁵⁾.

La solerzia esigibile, nel caso di specie, deve essere parametrata allo specifico interesse del mandante e deve tradursi in una condotta particolarmente ocu-

lata e prudente, alla stregua dei criteri già desumibili dalla Relazione al codice civile⁽¹⁶⁾.

Appare di indubbia evidenza, infatti, che la precettività delle istruzioni acquista un peso specifico diverso in relazione alla discrezionalità tecnica di cui appare dotato il mandatario⁽¹⁷⁾.

Ne deriva che le parti, nell'esercizio della concreta regolamentazione dei propri interessi, intendono dare ai contratti gestori di durata una "flessibilità programmatica", suscettibile di modificare gli assetti previsti nella fase iniziale del relativo rapporto⁽¹⁸⁾.

La responsabilità dell'intermediario per violazione dei relativi obblighi di diligenza, quindi, sussiste anche nel caso di mera esecuzione degli ordini impartiti dal mandante (c.d. execution only), atteso che i precui doveri di informazione non si esauriscono nel rispetto degli obblighi formali previsti dalla normativa primaria e secondaria di settore, ma si sostanziano nell'analisi di tutte le circostanze presenti all'interno della fattispecie concreta⁽¹⁹⁾.

L'intermediario, pertanto, è non solo tenuto a rendere note le circostanze di fatto idonee a provocare la revoca o modifica del negozio, ma anche a discostarsi dalle istruzioni ricevute, qualora circostanze sopravvenute ed ignote al mandante facciano sup-

I contratti gestori di durata sono connotati da una "flessibilità programmatica"

dagine proprio in relazione a questi ultimi. All'interno di siffatto quadro di riferimento deve riscontrarsi se sussista o meno una "gradualità" dell'attitudine determinativa delle "istruzioni" e parallelamente della discrezionalità tecnica del "professionista" o, all'inverso, che in tale veste operi colui che impartisce le stesse istruzioni».

⁽¹¹⁾ C. SANTIAGATA, *Del mandato*, in *Comm. Scialoja e Branca*, Bologna-Roma, 1985, 92 ss., il quale ravvisa il «nucleo essenziale e costante della cooperazione gestoria» nell'altrui programmazione vincolante per il mandatario che, pertanto, deve eseguirla nel rispetto delle modalità indicate dal mandante.

⁽¹²⁾ Il quale trova speculare corrispondenza nell'art. 1, 5° co., r.u.l., che include, alla lettera f), tra i servizi finanziari accessori, anche la consulenza in materia di investimenti.

⁽¹³⁾ Secondo B. INZEVARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione di credito e rottura del credito*, in *Riv. commercialisti*, 2001, 460 ss., «La sana e prudente gestione viene a costituire lo specifico criterio attraverso il quale verificare la correttezza del comportamento della banca. Siffatto criterio enunciato attraverso un sapiente equilibrio di aggettivi, se da un lato indica la necessità che l'attività del banchiere sia rivolta verso la ricerca della redditività e della profittabilità, indica anche che questa non debba andare a pregiudicare la razionalità, la plausibilità logica e la coerenza con i valori di protezione del mercato e dei terzi. Allo stesso modo la prudenza nella gestione non può certo significare eliminazione del rischio che inevitabilmente si accompagna ad ogni attività imprenditoriale, ma certamente vuole escludere la ammissibilità di quei comportamenti che antepongono a regole di prudenza diffusamente riconosciute, iniziative di rischio che possono essere pregiudizievoli per la banca e/o i terzi... L'attività della banca è contrassegnata non soltanto dalle caratteristiche di professionalità, che sempre si accompagnano a qualsiasi attività specialistica, ma anche da una professionalità di secondo, e comunque più elevato, livello. Essa deriva dal fatto che la stessa attività di erogazione del credito è una attività riservata e funzionale sul piano operativo a quella di raccolta e quindi, *in re ipsa*, destinata ad essere svolta solamente da soggetti in grado in ogni momento dello svolgimento dell'attività non soltanto di rispettare i criteri di cautela, quali quelli della sana e prudente gestione, ma anche dotati di una specifica professionalità, la quale deve perdurare nell'esercizio dell'attività, pena l'adozione da parte dell'autorità di vigilanza di provvedimenti

addirittura rivolti ad escludere o perlomeno sospendere dal mercato la stessa banca».

⁽¹⁴⁾ Per Cass., 15.1.2006, n. 428, in *Foro it.*, 2006, I, 1161 ss., con nota di Di CIOMMO, *Clausole generali e responsabilità civile dell'intermediario mobiliare*, «In tema di mandato conferito a fine di gestione di titoli azionari, la diligenza del mandatario, al pari della buona fede e della correttezza nell'esecuzione della prestazione dovuta assume un contenuto particolarmente pregnante, trattandosi di contratto che conferisce ad una delle parti una posizione (peculiare e) preminente (essendole rimesso il potere di controllo dell'andamento del mercato azionario), così che il rischio connotato alle operazioni finanziarie convenute "ab origine" ed in modo generico con il "dominus" va retamente distribuito alla stregua delle suddette regole di integrazione del contratto applicate secondo canoni particolarmente rigorosi, non potendosi confondere l'aleatorietà delle operazioni di borsa con la "rovinosità" delle medesime e con il puro ed ingiustificato azzardo da parte dell'agente-mandatario, dovendo, in tal caso, al cospetto di eventuali, ingenti perdite subite dal mandante (ed ammesse dal mandatario stesso), ritenere l'agente tenuto alla prova di aver eseguito l'incarico con la dovuta diligenza, tenuto conto dei rischi naturali delle operazioni (e non evitabili nonostante un comportamento improntato alla dovuta prudenza ed avvedutezza».

⁽¹⁵⁾ CAMPAGNOLO, *op. cit.*, 460 ss.

⁽¹⁶⁾ Relazione al codice civile, n. 59, ove testualmente si afferma che «La diligenza costituisce sempre un criterio che va commisurato alla natura del particolare rapporto ed a tutte le circostanze di fatto che concorrono a determinarlo».

⁽¹⁷⁾ IMBRENDA, *op. cit.*, 670.

⁽¹⁸⁾ DONISI, *Il contratto con se stesso*, Napoli, 1982, 61 ss.

⁽¹⁹⁾ La Consob, infatti, con la comunicazione n. D1/30396 del 21.04.2000 ha stabilito che «in nessun caso gli intermediari sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dai clienti, neanche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione patrimoniale e finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso la valutazione andrà condotta in ossequio dei generali principi 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 anche alla luce della pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato)».

IL CASO

L'obbligo del mandatario di non attenersi alle istruzioni ricevute rappresenta un'ipotesi di stretta interpretazione

porre che il medesimo, ove le avesse conosciute, avrebbe dato egualmente la sua approvazione.

3. L'obbligo (o la facoltà) del mandatario di discostarsi dalle istruzioni ricevute

La realizzazione dell'interesse del mandante legittima il destinatario degli ordini a discostarsi dalle istruzioni ricevute qualora sopravvengano circostanze nuove, tali da non poter essere comunicate in tempo utile.

L'esigenza di provvedere ad un "bilanciamento" tra la fattispecie prevista dall'art. 1711, 2° co., c.c. e la volontà espressa dal mandante ha costituito oggetto di attenta analisi da parte della dottrina⁽²⁰⁾.

Anche le soluzioni avanzate in giurisprudenza costituiscono, dal punto di vista assiologico, un difficile contemperamento tra opposte esigenze⁽²¹⁾.

L'obbligo (o la facoltà) del mandatario di discostarsi, in determinate circostanze sopravvenute, dalle istruzioni ricevute costituisce un problema di non facile soluzione, forse più in fatto che in diritto⁽²²⁾.

Ciò risulta vieppiù comprovato dalle molteplici soluzioni fornite al riguardo, le quali riposano alternativamente sul dovere di diligenza⁽²³⁾, sui canoni di buona fede e correttezza⁽²⁴⁾, oppure sugli obblighi di protezione.

L'insufficienza di tali rimedi ha fatto sì che negli ultimi anni si siano verificate molteplici oscillazioni negli orientamenti giurisprudenziali⁽²⁵⁾, mentre il

tumultuoso sviluppo dei traffici economici richiede al riguardo un parametro valutativo diverso, fondato su criteri eminentemente oggettivi.

In materia di rapporti di durata, inoltre, assumono particolare importanza i correlativi obblighi informativi, i quali si sostanziano nella fase di consulenza pre-contrattuale, nell'esecuzione dei singoli ordini di acquisto e vendita e, infine, nella gestione e nel monitoraggio dei relativi investimenti.

I recenti fenomeni di "risparmio tradito" hanno posto in particolare risalto la peculiare natura della responsabilità dell'intermediario, atteso che nella molteplicità dei casi lo stesso costituisce la "tasca profonda"⁽²⁶⁾ delle pretese avanzate dai risparmiatori. Appare, in ogni caso, indubitabile che nel conferimento di un incarico professionale il mandatario rappresenti l'autentico *dominus negotii* dell'affare, essendo dotato di quelle specifiche peculiarità e cognizioni tecniche che consentono il concreto espletamento dell'incarico ricevuto⁽²⁷⁾.

Tale esigenza ha trovato una collocazione organica all'interno della disciplina di settore e, precisamente, negli artt. 21 ss., d.lg. n. 58/1998 (c.d. t.u.f.) e nel regolamento Consob n. 11522/1998⁽²⁸⁾.

Il superamento delle asimmetrie informative esistenti in *subiecta materia*, infatti, richiede l'esistenza di un corrispondente potere di controllo in capo all'investitore, il quale deve risultare in stretta correlazione con la specifica competenza e discrezionalità tecnica di cui appare dotato l'intermediario⁽²⁹⁾.

⁽²⁰⁾ Per A. CANDIAN, *Il venerdì nero della lira: la posizione dei mandatori alla prova dei fatti*, in *Riv. dir. civ.*, 1988, II, 395, l'obbligo di una condotta difforme dalle istruzioni ricevute sussisterebbe «quando l'esercizio della facoltà non presenta il minimo rischio, sanzionando così solo le condotte assolutamente inintelligenti». Secondo SACCO, *Introduzione al diritto comparato*, Torino, 1980, la fattispecie in oggetto costituisce un archetipo di «dissociazione fra formanti». Per G. MINERVINI, *op. cit.*, 53 ss., la «deviazione» operata dal mandatario costituisce una facoltà, la quale si trasforma in un obbligo soltanto in ipotesi delimitate e circoscritte e deve, in ogni caso, essere esclusa laddove sorga il minimo dubbio in ordine alla presumibile volontà del mandante.

⁽²¹⁾ Cass., 11.12.1995, n. 12647, in *Foro it.*, 1996, I, 544 ss.; in *Giust. civ.*, 1996, I, 1703 ss.; in *Riv. dir. comm.*, 1996, II, 177 ss.; in *Contr.*, 1996, 256 ss., con nota di CALISE, *Mandato e buona fede: doveri del mandatario e obblighi del mandante*; in *Corr. giur.*, 1996, 282 ss., con commento di LUMINOSO, *Il "venerdì nero" della lira approda in Cassazione: irreperibilità del mandante e buona fede contrattuale*; in *Danno e resp.*, 1996, 183 ss., con nota di BRECCIA, *Il "venerdì nero" della lira e i conflitti tra banche e mandanti al vaglio della Cassazione*; e in *Giur. it.*, 1997, I, 1, 517 ss., con nota di AVERSANO, *Una sentenza della Cassazione in tema di mandato, o del relativismo giuridico*; Cass., 26.2.1998, n. 2079, cit.

⁽²²⁾ In tal senso A. DI MAIO, *op. cit.*, 664.

⁽²³⁾ DOMINÈDÒ, *Mandato*, in *Noviss. Dig. It.*, X, Torino, 1964, 125.

⁽²⁴⁾ M. SEGNI, *Diligenza e buona fede nell'esecuzione del mandato*, nota a Cass., 8.10.1963, n. 2668, in *Giur. it.*, 1964, I, 1, 1189 ss.

⁽²⁵⁾ Per un'ampia casistica al riguardo si rinvia a M. RONCHI, *La responsabilità della banca per false o inesatte informazioni nella giurisprudenza più recente*, in *Resp. civ. e prev.*, 2000, 593 ss. Per LAMBO, *op. cit.*, 662, «è comune la consapevolezza del ruolo centrale svolto dall'informazione nell'ambito dei traffici economici». Per AVERSANO, *op. cit.*, 522, «Non importa molto in questa sede soffermarci sulla verifica e sull'analisi degli uni o degli altri orientamenti; malgrado il prevalere dell'opinione che

vuole obbligatoria la deviazione, resta comunque fermo un inconveniente: il mandatario che si discosti dagli ordini ricevuti, magari proprio per salvaguardare meglio gli interessi del mandante, viene ad accollarsi tutti i rischi che a tale scelta conseguono».

⁽²⁶⁾ Nella dottrina nordamericana tali rimedi vengono espressamente indicati con la locuzione «deep pocket actions». In termini generali si veda ROPPO, *La responsabilità civile, e l'Anima*, in *Danno e resp.*, 2002, 102: «Certo c'è spazio per l'operare della responsabilità civile di fronte a molte vicende del mercato finanziario. Ma per identificare correttamente questo spazio, bisogna non adagiarsi meccanicamente su un pregiudizio: il pregiudizio per cui se un risparmiatore-investitore perde denaro perché i suoi investimenti vanno male, egli abbia sempre e comunque, per indiscutibile automatismo, il diritto di recuperarne il valore; e che l'unico problema sia individuare contro chi può agire per recuperarlo».

⁽²⁷⁾ Già A. CANDIAN, *op. cit.*, 397 ss., aveva sostenuto che nel mandato professionale «in realtà il mandante formale si avventura in un settore della vita economica e sociale poco familiare, facendo quindi affidamento soprattutto sulle conoscenze professionali del mandatario formale. In realtà in tali ipotesi le istruzioni provengono dal mandatario. In questi casi è ragionevole ipotizzare "istruzioni aperte"... l'obbligo di non eseguire le istruzioni ricevute inerte a quei mandati che si riferiscono ad affari di per sé incerti».

⁽²⁸⁾ Si rinvia, a tale proposito, all'opera di RABITI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998.

⁽²⁹⁾ A. TROTTA, *La responsabilità degli intermediari finanziari nell'Asset Management Industry*, Torino, 2004, 59 ss. Per IMBRENDA, *op. cit.*, 683 ss., «La materia delle gestioni di portafogli di investimento conferma la delineata immanenza del controllo ai rapporti gestori, e offre ulteriori spunti di riflessione, ai fini della indagine qui sviluppata, quanto al profilarsi di una proporzionalità del controllo e della attitudine determinativa delle istruzioni rispetto alla realizzazione dell'assetto di interessi presenti nel rapporto».

La responsabilità del mandatario (*rectius* dell'intermediario) deve, quindi, risultare collegata alla mancata osservanza di standards qualitativi minimi⁽³⁰⁾, corrispondenti alla prassi concretamente adottata dagli operatori finanziari all'interno dei mercati regolamentati.

L'informativa sancita dall'art. 21 t.u.f.⁽³¹⁾, infatti, assume una portata più ampia rispetto al corrispondente obbligo contenuto nell'art. 1710, 2° co., c.c., risultando connessa al dovere di disclosure incombente sull'operatore economico⁽³²⁾.

La determinazione del margine di discrezionalità tecnica, di cui appare dotato l'intermediario in termini di valutazione dei profili di inadeguatezza relativi alle istruzioni impartitegli dal cliente, è stata avvertita dal legislatore anche sotto il profilo processuale, atteso che l'art. 23, 6° co., t.u.f., opera in proposito un'inversione dell'onere probatorio⁽³³⁾.

4. Conclusioni

Il controllo esercitabile sull'attività espletata dall'intermediario si attua normalmente attraverso il rendiconto, ovvero sulla base di una ricognizione periodica *a posteriori* in ordine al risultato della gestione.

Appare indiscutibile che il mandante-investitore sia munito di limitati poteri di immistione, nonché di specifiche competenze tecniche al riguardo, rispetto all'attività espletata dal soggetto gerente.

A tal stregua sembra perciò lecito chiedersi, *de iure condendo*, se tale attività ausiliaria e preventiva di

controllo possa risultare devoluta – in via diretta o indiretta – ad altri soggetti preposti allo scopo.

Una funzione diversa, sebbene di rilevante importanza, viene attualmente svolta dall'Autorità Garante, la quale si prefigge di ridurre le asimmetrie informative presenti sui mercati attraverso la propria opera istituzionale di moral suasion e la diffusione della "cultura finanziaria" tra gli investitori⁽³⁴⁾.

Tale funzione di investors protection potrebbe essere assolta, nell'ottica di un mercato efficiente ed autoregolamentato, anche da soggetti privati, preposti dal legislatore all'assolvimento di queste peculiari competenze⁽³⁵⁾.

Numerose ricerche di law & economics hanno dimostrato che tali soggetti, dotati anche del potere di irrogare "sanzioni" c.d. accessorie, aventi le caratteristiche di pene private, risultano dotati di maggiore efficacia deterrente nei confronti di comportamenti contrari ai criteri di correttezza e reputazione commerciali⁽³⁶⁾.

Un implicito riferimento normativo è contenuto negli artt. 62 e 64 t.u.f.⁽³⁷⁾, nei quali si fa luogo ad un esplicito riconoscimento del ruolo di regolatore (c.d. gatekeeper) assunto dalla Società di gestione del mercato (ovvero Borsa Italiana S.p.A.).

Allo stesso modo, l'art. 9, l. 18.4.2005, n. 62 (c.d. Comunitaria 2004)⁽³⁸⁾ aveva introdotto rilevanti modifiche al d.lg. 24.2.1998, n. 58 (c.d. t.u.f.) riconoscendo, per la prima volta nel nostro ordinamento, il ruolo peculiare in materia di investimenti rivestito dalle agenzie di rating.

I controlli sulla gestione potrebbero, *de iure condendo*, essere devoluti anche a soggetti privati

⁽³⁰⁾ Cfr. B. INZIGARI, *op. cit.*, 468 ss.

⁽³¹⁾ L'art. 21, 1° co., lett. a) e b), t.u.f., recita testualmente 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».

⁽³²⁾ Sull'intermediario gravano, inoltre, degli specifici doveri di protezione (c.d. need of protection) nei confronti dei patrimoni oggetto di gestione, i quali trovano espressa regolamentazione nell'art. 26, 1° co., lett. c), reg. Consob n. 11522/1998 (know your merchandise rule), nel combinato disposto degli artt. 21, 1° co., lett. b), t.u.f. e 28, 1° co., lett. a), reg. Consob n. 11522/1998 (know your customer rule) e nell'art. 29, 1° co., reg. Consob n. 11522/1998 (suitability rule).

⁽³³⁾ IMBRENDA, *op. cit.*, 695 ss.: «Ferma restando la applicabilità dell'art. 1711 c.c., rimane da stabilire se l'intervento correttivo dell'intermediario debba giustificarsi soltanto qualora si evitino al cliente delle perdite o, al contrario, se – nell'ambito del settore di investimento prescelto – l'intermediario possa disattendere le indicazioni ricevute, investendo in altri titoli quando questi facciano supporre un rendimento maggiore. Si supera così la configurazione in chiave meramente patologica degli strumenti a tutela dell'interesse dell'investitore (all'elevato rendimento degli impieghi effettuati), quali, ad es., la sanzione del conflitto di interessi ovvero l'abuso del mandato gestorio e si profila l'esercizio reciproco di poteri di controllo – conformativo, da un lato; cooperativo, dall'altro – positivamente finalizzati a realizzare il risultato utile, comune ad entrambe le parti e rispetto ai quali il recesso dell'intermediario per istruzioni irragionevoli dovrebbe valere quale *extrema ratio*».

⁽³⁴⁾ Cfr. comunicazione Consob n. 2043766 del 19.6.2002.

⁽³⁵⁾ Per RORDONE, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 773 ss., «immaginare che la correttezza e la completezza dell'informazione possano essere garantite solo dalla spontanea dinamica delle

forze operanti nel mercato rasenta – mi pare – l'utopia. Si ha un bel dire che dovrebbe rispondere all'interesse delle stesse società quotate e di chi le amministra il fare a gara nel dare informazioni, perché ciò rassicura ed attrae i risparmiatori favorendo gli investimenti. L'esperienza empirica mi pare suggerisca che le cose vadano spesso in ben altro modo. Soprattutto quando i partecipanti al gioco sono molto numerosi e gli interessi hanno dimensioni assai rilevanti vi sono alte probabilità che, in un mercato poco vigilato, qualcuno prima o poi sia disposto a truccare le carte per conseguire, nel breve periodo, vantaggi competitivi così ingenti da giustificare (ai suoi occhi) il rischio di una successiva smentita. Per alcuni, in determinate circostanze, può apparire premiante l'adozione di strategie opache, nella misura in cui ciò consente un risparmio di costi con altrettanto facile successo presso investitori meno avveduti o comunque meno in grado di autotutelarsi criticamente... L'autoregolamentazione è in grado di dare reali vantaggi solo quando riesce a coordinarsi armonicamente con le fonti primarie dell'ordinamento generale (leggi, regolamenti emanati da Autorità di vigilanza, ecc.), ritagliandosi un proprio spazio negli interstizi che quell'ordinamento è opportuno e garantisca. Il suo ruolo può essere complementare, ma non sostitutivo, e meno che mai antagonistico, rispetto alla regolamentazione pubblica».

⁽³⁶⁾ GILSON - KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Virginia L. Rev.*, 1984, 549 ss. KRAAKMAN, *Gatekeepers: the Anatomy of a Third-party Enforcement Strategy*, in *Journal of Law, Economics and Organization*, 1986, 53 ss.; B.S. BLACK, *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, in *UCLA Law Rev.*, 2001, 786; KRAAKMAN (a cura di), *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, Oxford, 2004.

⁽³⁷⁾ Testo novellato dalla l. 28.12.2005, n. 262 (c.d. legge sul risparmio).

⁽³⁸⁾ Con la quale è stata recepita la direttiva 2003/6/CE, relativa all'abuso di informazioni privilegiate ed alla manipolazione del mercato (c.d. market abuse).



IL CASO

L'attività svolta dalle società di rating assolve anche ad una funzione di controllo

Il testo novellato dell'art. 114, 8° co., t.u.f., recitava testualmente che «I soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, comprese le società di rating, riguardanti strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, devono presentare l'informazione in modo corretto e comuni-

care l'esistenza di ogni loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce».

Provoca vero stupore dover constatare che la modifica al predetto articolo, successivamente apportata dalla l. 28.12.2005, n. 262 (c.d. legge sul risparmio), abbia escluso le società di rating dal novero dei soggetti abilitati a produrre o diffondere ricerche e valutazioni concernenti strumenti finanziari⁽³⁹⁾.

⁽³⁹⁾ Il nuovo testo, infatti, recita testualmente: «I soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating».

Collana "Sistema Giuridico Italiano"

DIRITTO COMMERCIALE

Le Società - VI edizione

a cura di Gian Franco Campobasso

Il volume è stato ampiamente rielaborato dal prof. Mario Campobasso al fine di aggiornare i contenuti dell'opera alle numerose novità legislative che si sono susseguite a partire dalla radicale riforma del 2003.

In particolare l'opera si distingue per la completezza e l'estrema attualità dei contenuti, tenendo conto anche delle recenti novità introdotte dalla **legge 18 aprile 2005, n. 62** che ha dato attuazione alla direttiva CE 6/2003 in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato, dalla disciplina relativa alla tutela del risparmio (**legge 28 dicembre 2005, n. 262**), dalla riforma della materia fallimentare (**d.lg. 9 gennaio 2006, n. 5**) e infine dalla recentissima disciplina sull'impresa sociale approvata in via definitiva in data **2 marzo 2006**.

Il volume è arricchito da un ampio apparato di note che consente di avere un inquadramento più ampio della materia tramite i richiami alla dottrina e alla giurisprudenza di riferimento.

'COUPON'
DA INVIARE PER POSTA A:
Wolters Kluwer
Italia Giuridica S.r.l.
Viale Maresciallo
Pilsudski, 124
00197 Roma

O PER FAX:
06.80.79.223

Per ulteriori informazioni:
www.utetgiuridica.it
marketing@utet.it

Richieda subito maggiori informazioni CAM001

sull'opera "DIRITTO COMMERCIALE"

Nome/Cognome o Società/Studio _____

Via _____ n. _____

Cap. _____ Città _____ Prov. _____

Tel. _____ Fax _____

Cell. _____ E-mail _____

Con la compilazione del presente coupon, l'utente si impegna a fornire i dati personali e a consentire il trattamento e la comunicazione dei dati, del presente al fine di ricevere, su richiesta, le informazioni e le notizie di cui sono in possesso e concessioni della Wolters Kluwer Italia Giuridica S.r.l. Sarà nostra cura inviare tale consenso ai vari uffici centrali e locali di ogni Repubblica, dove quest'ultimo potrà essere provato dall'art. 13 del D.lgs. 196/03.

