



Bonds argentini e responsabilità dell'intermediario finanziario: corrispondenza diacronica o sincronica?

Marco Marianello

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

a) I doveri informativi nella fase genetica ed esecutiva del rapporto

I peculiari doveri di informazione incombenti sull'intermediario finanziario fanno sì che quest'ultimo debba adempiere ai propri obblighi non soltanto nella fase genetica del rapporto negoziale ma anche durante quella esecutiva.

Le asimmetrie informative esistenti tra il pubblico indistinto dei risparmiatori (c.d. clientela "retail") e gli intermediari finanziari impongono ai medesimi una serie di doveri collaterali di informazione e di protezione, connaturati ed accessori alla prestazione principale, i quali si sostanziano in un attento monitoraggio degli investimenti anche – e soprattutto – durante la fase esecutiva del rapporto.

b) Le peculiari caratteristiche della responsabilità dell'intermediario

L'evidenza empirica e la normativa di settore dimostrano che la responsabilità dell'intermediario finanziario sussiste, data la sua natura professionale, qualora lo stesso

abbia operato al di sotto degli standards immanenti il proprio settore di appartenenza, desumibili mediante il ricorso ad una serie di presunzioni *juris tantum*.

La moderna teoria economica ha dimostrato come le singole scelte dei consumatori risultino improntate a criteri prevalentemente irrazionali (c.d. acquisti d'impulso, effettuati non in funzione dell'utilità economica percepita dal soggetto, bensì in relazione alla notorietà del brand oppure al carattere di status-symbol del bene e/o servizio). Nell'ambito del mercato finanziario tali scelte risultano principalmente influenzate dai reports pubblicati dagli analisti finanziari, dalle società di revisione e dalle principali agenzie di rating, i quali rappresentano la c.d. "stella polare" dell'investitore. Ne consegue che l'omessa, l'insufficiente e/o la ritardata informazione fornita dall'intermediario finanziario in ordine all'emanazione e/o alla revisione di tali giudizi costituisce in *re ipsa* un fatto suscettivo di generare un'ipotesi di responsabilità contrattuale, soggetta all'onere probatorio previsto dall'art. 23, 6° co., d.lg. 24.2.1998, n. 58 (t.u.f.).

SINTESI

» SOMMARIO

1. La responsabilità dell'intermediario finanziario: profili sistematici
2. I doveri di informazione sussistono anche durante la fase esecutiva del rapporto
3. Il regime delle presunzioni *juris tantum*
4. Conclusioni

LE RASSEGNE

I diversi rimedi azionati contro gli intermediari hanno alterato la tradizionale dicotomia sussistente tra regole di validità e regole di responsabilità

1. La responsabilità dell'intermediario finanziario: profili sistematici

Le recenti vicende verificatesi in ambito finanziario, relative alle questioni del c.d. "risparmio tradito"⁽¹⁾, hanno posto in luce alcune aporie interpretative in ordine al regime di responsabilità previsto dall'ordinamento in materia di investimenti mobiliari.

I rimedi adottati dalle Corti di merito, infatti, sono apparsi prevalentemente orientati a fornire una risposta empirica in ordine alle concrete necessità avanzate dai risparmiatori, piuttosto che risultare sottesi ad esigenze di carattere sistematico⁽²⁾.

Le soluzioni adottate, tuttavia, si sono rivelate necessarie *sub specie tutelae*⁽³⁾, atteso che i problemi afferenti l'insolvenza del soggetto emittente sono stati viepiù accentuati dalla natura di Stato sovrano da parte della Repubblica Argentina, alla quale sono risultati connessi anche i conseguenti problemi relativi alla carenza di giurisdizione⁽⁴⁾.

Tale fenomeno, piuttosto frequente in caso di default da parte dell'emittente, ha spinto gli investitori al tentativo di recuperare, sulla scorta del sistema anglosassone delle "deep pocket actions"⁽⁵⁾, le

perdite patrimoniali subite mediante richieste di risarcimento dei danni ai diversi soggetti – *in primis* gli intermediari finanziari – partecipanti a vario titolo all'operazione di collocamento dei titoli, i quali sono sovente dotati di una solidità patrimoniale più elevata rispetto allo stesso emittente.

Le azioni intraprese hanno dato luogo a molteplici soluzioni da parte della giurisprudenza di merito, dal momento che analoghe fattispecie sono state sanzionate in maniera assai differente, mediante i rimedi della nullità, dell'annullabilità e della risoluzione del negozio concluso dall'investitore, oppure attraverso la condanna dell'intermediario a titolo di responsabilità precontrattuale, contrattuale o extracontrattuale. Il predetto "coacervo rimediale"⁽⁶⁾, tra l'altro, ha fatto sì che venisse scardinata la tradizionale dicotomia sussistente tra regole di validità e regole di responsabilità.

Considerato che appare quanto meno problematico far derivare, dalla violazione degli obblighi informativi facenti capo all'intermediario⁽⁷⁾, la sanzione della nullità virtuale⁽⁸⁾, occorre evidenziare in via preliminare che le rilevanti peculiarità inerenti tale

(1) Tali vicende hanno riguardato, nel periodo compreso tra gli anni 2001-2003, diverse decine di migliaia di risparmiatori, i quali sono rimasti coinvolti nel default dei titoli di stato argentini, nonché nella situazione di insolvenza manifestata da diversi emittenti privati (bonds Parmalat, Cirio e Giacomelli).

Cfr. CORTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini* (nota a Trib. Rimini, 11.5.2005; Trib. Pinerolo, 14.10.2005; Trib. Torino, 7.11.2005; Trib. Roma, 17.11.2005; Trib. Milano, 24.11.2005; Trib. Catania, 25.11.2005; Trib. Torino, 14.12.2005), in *Giur. it.*, 2006, 537 ss.

(2) La tendenza sopra descritta risulta analizzata da ROPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambiguità dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa*, 2005, 899, secondo il quale «conviene parlare di contiguità spinta fra i diversi rimedi contrattuali: di una loro certa qual fungibilità, di una (relativa) indifferenza della scelta fra l'uno e l'altro».

(3) I regolamenti allegati alle varie emissioni, inoltre, prevedevano delle clausole contenenti notevoli limitazioni alla legittimazione ad agire da parte degli investitori, nonché la giurisdizione esclusiva di specifici fori, con conseguente lesione dei diritti inviolabili riconosciuti dall'art. 24 Cost.

(4) Il d.l.g. 28.12.2004, n. 310 aveva previsto, al fine di evitare il ripetersi in futuro di tali fenomeni, il 7° co. dell'art. 2412 c.c. – successivamente abrogato dall'art. 11, 1° co., lett. b, l. n. 262/2005 –, stabilendo che l'intermediario risponde della solvenza della società emittente nei confronti dei successivi subacquirenti – investitori non professionali – anche quando le obbligazioni risultino emesse all'estero da società italiane o da società-veicolo da loro controllate o controllanti.

(5) YADLIN, *The conspirator dilemma: introducing the "trojan horse" enforcement strategy*, University of California - Berkeley, 2002, paper 48, descrive tale tendenza facendo efficacemente ricorso alla metafora del cavallo di Troia.

Per ROPO, *La responsabilità civile e l'anima*, in *Danno e resp.*, 2002, 100 ss., «vanno identificati i seguenti problemi in materia di responsabilità civile e mercato finanziario: Primo. La rilevanza della figura professionale dell'operatore e dei contenuti tecnici della sua attività, ai fini della costruzione del corrispondente statuto di responsabilità; e, per conseguenza, la crescente frammentazione del regime di responsabilità civile in una pluralità di subregimi definiti essenzialmente in funzione delle aree professionali di riferimento. Secondo. Il deperimento della distinzione fra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale. Terzo. La mutata posizione di responsabilità delle organizzazioni pubbliche. Quarto. La sempre più spinta "dematerializzazione" della responsabilità civile, che in una *knowledge society* come la nostra tende ad affrancarsi dal mondo della fisicità – il vecchio *damnum corpore corpori illatum* – per insediarsi nelle dimensioni dell'immaterialità o addirittura della virtualità, oggi sempre più rilevanti sia sul piano delle condotte generatrici di

responsabilità sia su quello delle conseguenze dannose... 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».

(6) Cfr. DI MAIO, *Il linguaggio dei rimedi*, in *Europa dir. priv.*, 2005, 341 ss.

Per VENTURI, *Contratti di investimento e rimedi*, in *Obbl. e contr.*, 2007, 789, «l'approccio rimediale non incide sull'an della protezione ma solo sulle modalità di applicazione della tutela più efficiente. Ciò significa che il rimedio non si sostituisce al diritto o all'obbligo sostanziale ma intende fornire un piano vigile e mobile di tutela adeguata, in presenza di violazioni di interessi e diritti, specie in presenza di forme complesse e fondamentali e di nuovi beni da tutelare. Il metodo è anch'esso tracciato. Tale prospettiva di analisi si connota per un rifiuto del formalismo, per un'attenzione alla comparazione, e per la ricerca delle regole operazionali che si celano spesso dietro la retorica dei diritti».

(7) SANGIOVANNI, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario* (nota a Trib. Milano, 26.4.2006, n. 4882; Trib. Milano, 20.3.2006, n. 3575; Trib. Genova, 22.2.2006, n. 625; Trib. Novara 17.11.2005, n. 819), in *Danno e resp.*, 2006, 874 ss.

Per BATTIELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario* (nota a Trib. Milano, 25.7.2005), in *Contr.*, 2006, 477, «le obiezioni mosse all'orientamento incline a comminare la sanzione della nullità dei contratti paiono difficilmente superabili, a meno di voler stravolgere alcuni principi fondamentali del nostro sistema giuridico».

(8) Secondo DI MAIO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore* (nota a Trib. Firenze, 19.4.2005 e Trib. Roma, 25.5.2005), in *Corriere giur.*, 2005, 1283, la nullità concerne «situazioni di difformità tra fattispecie e schema normativo laddove diverso è il caso in cui si sono violati obblighi di comportamento ove la difformità, se si vuole, è con l'obbligo imposto e ciò nella forma usuale dell'inadempimento».

FIOMO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitti di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini, inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario* (nota a Trib. Mantova, 18.3.2004), in *Giur. it.*, 2004, 2129, «il confine tra validità dell'atto e responsabilità dell'autore è indubbiamente sottile e può risultare non agevole distinguere tra illeciti che si fermano alle soglie del contratto ed illeciti che ne condizionano il contenuto. Né pare che la linea di confine possa risiedere nella formale ricerca di una pattuizione o di una clausola illegale. La violazione del dovere di comportamento, quale ad esempio l'obbligo

fattispecie impongono una soluzione maggiormente aderente al dato positivo⁽⁹⁾.

Anche la giurisprudenza di legittimità si è pronunciata in senso negativo, stabilendo che la nullità virtuale ex art. 1418, 1° co., c.c. opera solo quando la contrarietà a norme imperative riguarda elementi intrinseci del contratto: ovvero la struttura e/o il contenuto del medesimo.

Tale sanzione, pertanto, deve ritenersi esclusa quando la predetta contrarietà riguardi comportamenti tenuti dalle parti durante la fase delle trattative o nel corso dell'esecuzione del contratto⁽¹⁰⁾.

È importante, invece, evidenziare che tra gli intermediari ed i risparmiatori intercorre un duplice livello di contrattazione⁽¹¹⁾:

a) l'accordo-quadro, che prevede la negoziazione, la ricezione e la trasmissione di ordini su strumenti finanziari per conto del cliente;

b) l'esecuzione dei singoli ordini di acquisto/vendita impartiti dal cliente, i quali possono essere effettuati dall'intermediario stesso direttamente dal proprio portafoglio (c.d. "contropartita diretta"), oppure procurandosi i titoli sul mercato⁽¹²⁾.

Tale collegamento negoziale trova uno specular pendant anche sotto il profilo normativo, atteso che l'attività espletata dall'investitore professionale (e la correlativa responsabilità) si fonda, in ogni caso, non soltanto sui criteri generali e sulle norme di diritto comune, ma rinviene la propria completa esplicazione all'interno della disciplina speciale (primaria e, soprattutto, secondaria)⁽¹³⁾ di settore⁽¹⁴⁾.

L'esecuzione dei singoli ordini di acquisto/vendita, pertanto, oltre che costituire la naturale esplicazione degli obblighi contenuti nell'accordo-quadro, derivanti dai criteri dettati dall'art. 21 t.u.f.⁽¹⁵⁾, apparirebbe ricompresa nell'alveo della più ampia ac-

L'esecuzione dei singoli ordini di acquisto costituisce la naturale esplicazione del contratto-quadro ex art. 21 t.u.f.

di informare i risparmiatori dei rischi connessi agli investimenti, può infatti intaccare alla radice la fattispecie negoziale e la stessa funzione economico-sociale del contratto».

In materia di nullità c.d. di protezione, alla stregua di un punto di partenza imprescindibile, si rinvia all'opera monografica di PASSAGNOLI, *Le nullità speciali*, Milano, 1995.

⁽⁹⁾ Per ROPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)* (nota a Trib. Genova, 18.4.2005; Trib. Genova, 15.3.2005; Trib. Mantova, 1.12.2004; Trib. Venezia, 22.11.2004), in *Danno e resp.*, 2005, 625, «I risparmiatori delusi non si rassegnano a perdere i soldi così malamente investiti, e per recuperarli agiscono in giudizio contro la banca... A questo fine, tanti rimedi possono essere buoni; e gli attori non si fanno scrupolo nel prospettare al giudice, in progressivo subordine, un ampio e variegatissimo ventaglio. Nell'ordine: nullità per vizio di forma; oppure nullità per contrasto con norme di ordine pubblico; oppure annullamento per dolo; oppure annullamento per errore; oppure annullamento per conflitto di interessi; oppure risoluzione per inadempimento. Oppure - senza attaccare il contratto - risarcimento a titolo di responsabilità precontrattuale».

⁽¹⁰⁾ Cass., 29.9.2005, n. 19024, in *Impresa*, 2006, 1143, con nota di N. FACCHIN, *Comportamento scorretto dell'intermediario e tutela dell'investitore*, in *Giur. it.*, 2006, 1602, con nota di SICCHIAIO, *Un buon ripensamento della S.C. sulla asserita nullità del contratto per inadempimento*, in *Corriere giur.*, 2006, 672, con nota di G. GENOVESI, *I limiti della "nullità virtuale" e contratti su strumenti finanziari*; e in *Danno e resp.*, 2006, 31, con nota di ROPO e AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, laddove si rileva che, secondo la Suprema Corte, «non può determinare nullità la violazione di regole, ancorché imperative, che attengono a comportamenti dovuti dalla parte in fase precontrattuale o esecutiva, e cioè elementi "estrinseci" alla fattispecie contrattuale; può determinarla solo la violazione di regole imperative che investono elementi "intrinseci" del contratto, e cioè la sua struttura o il suo contenuto. In questo modo la Corte riafferma implicitamente il valore di quella fondamentale distinzione fra regole di validità del contratto e regole di responsabilità dei contraenti».

In senso contrario Cass., (ord.) 16.2.2007, n. 3683, in *Nuova giur. comm.*, 2007, 999, con nota di U. SALANITRO, *Violazione delle norme di condotta nei contratti di intermediazione finanziaria e tecniche di tutela degli investitori: la prima sezione della cassazione non decide e rinvia alle sezioni unite*, secondo la quale «la nullità del contratto può derivare anche dalla violazione di norme imperative che non attengono ad elementi intrinseci alla fattispecie negoziale, alla struttura e al contenuto del contratto, ma che pongano limiti all'autonomia negoziale sotto il profilo delle qualità soggettive di determinati contraenti e dell'esistenza di specifici presupposti».

⁽¹¹⁾ L'art. 1, 5° co., lett. a-c, t.u.f. utilizza, quasi a sottolineare il preminente aspetto economico del fenomeno, l'espressione «servizi di investimento».

⁽¹²⁾ DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile* (nota a Trib. Genova, 2.8.2005, n. 3660; Trib. Milano, 25.7.2005, n. 8671; Trib. Venezia, 11.7.2005; Trib. Venezia, 8.6.2005; Trib. Savona, 13.5.2005), in *Danno e resp.*, 2005, 1242, «Contratto quadro e contratti di acquisto degli strumenti finanziari conclusi a "valle" si differenziano per struttura e disciplina giuridica. Il primo è riconducibile al *genus* dei contratti di cooperazione, e produce esclusivamente effetti obbligatori: in virtù di esso l'intermediario si impegna ad operare nell'interesse del cliente, favorendo l'adozione di consapevoli scelte di investimento e prestando il relativo servizio. I contratti per effetto dei quali il risparmiatore acquista gli strumenti finanziari si caratterizzano per una causa di scambio, che si articola diversamente in dipendenza delle modalità di esecuzione dell'ordine da parte dell'intermediario. Nell'ipotesi di vendita in contropartita diretta, essa si identifica nel trasferimento dei titoli verso il corrispettivo di un prezzo... Qualora gli strumenti finanziari vengano acquistati sul mercato, invece, l'intermediario presta il servizio di investimento (acquisto dei titoli e loro inserimento nel *dosier* del cliente), incassando una commissione a titolo di corrispettivo. Nel primo caso, il tipo contrattuale di riferimento è la compravendita; nel secondo, il mandato».

⁽¹³⁾ Si rinvia, in particolare, al regolamento di attuazione del d.lg. 24.2.1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera 1.7.1998, n. 11522 e successivamente modificato con delibere 9.12.1998, n. 11745; 1.3.2000, n. 12409; 20.4.2000, n. 12498; 18.4.2001, n. 13082; 6.8.2002, n. 13710; 30.5.2007, n. 15961). Assumono particolare rilievo, a tale proposito, le disposizioni di carattere generale contenute negli artt. 26-31, concernenti la disciplina della prestazione dei servizi di investimento e accessori e del servizio di gestione collettiva del risparmio.

⁽¹⁴⁾ Secondo SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004, 265, il rapporto tra i due livelli di normazione deve intendersi quale «reciproca integrazione, in quanto entrambi congiuntamente individuano gli *standard* di comportamento cui devono attenersi gli intermediari nello svolgimento dell'attività e nei rapporti con i clienti».

L'art. 11, l. 28.12.2005, n. 262, modificato dall'art. 3, d.lg. 29.12.2006, n. 303 e dall'art. 3, d.lg. 28.3.2007, n. 51, ha inserito nel t.u.f. l'art. 100 bis, il cui 2° co. recita testualmente «Si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori professionali siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori professionali e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100».

Piuttosto significativa, inoltre, appare la disposizione contenuta nel comma successivo, la quale connette la sanzione della nullità alla mancata consegna del prospetto informativo, considerato elemento essenziale dell'intera fattispecie negoziale e, precisamente «Nell'ipotesi di cui al comma 2, qualora non sia stato pubblicato un prospetto informativo, l'acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale, può far valere la nullità del contratto e i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato. Resta ferma l'applicazione delle sanzioni previste dall'articolo 191 e quanto stabilito dagli articoli 2412, secondo comma, 2483, secondo comma, e 2526, quarto comma, del codice civile».

⁽¹⁵⁾ Art. 21 t.u.f. «1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

LE RASSEGNE

I doveri di informazione non pertengono esclusivamente alle trattative negoziali, ma sussistono anche durante la fase esecutiva del rapporto

cezione di "incarico" o "istruzione", con conseguente rinvio alle norme in tema di mandato⁽¹⁶⁾.

La natura di negozio misto rivestita dai predetti ordini, infatti, risulterebbe desumibile sia dall'esegesi del dato normativo⁽¹⁷⁾ che dall'analisi delle istruzioni impartite a tale proposito dall'Autorità di vigilanza⁽¹⁸⁾.

La particolare qualificazione professionale rivestita dagli intermediari finanziari all'interno delle moderne economie di mercato, ovvero di soggetti dotati di specifiche competenze ed in possesso di informazioni qualificate, fa sì che la maggior parte dei negozi giuridici intercorrenti con la clientela si sostanziano in rapporti di durata (*rectius* di investimento ed amministrazione di patrimoni mobiliari), nei quali i profili gestori assumono un ruolo preminente rispetto agli assetti tradizionalmente strutturati su base proprietaria.

La descritta situazione di "flessibilità programmatica", suscettibile di modificare *in itinere* le modalità attuative previste nella fase iniziale dei relativi rap-

porti, appare evidente in tema di prestazione dei c.d. "servizi accessori". Questi ultimi, infatti, in particolare quelli previsti dall'art. 1, 6° co., lett. a, e f, t.u.f.⁽¹⁹⁾, si trovano nella prassi in uno stato di connessione prodromica e strumentale talmente intenso con il negozio principale, tale da costituire un *unicum* inscindibile sul piano strutturale⁽²⁰⁾.

2. I doveri di informazione sussistono anche durante la fase esecutiva del rapporto

I più recenti studi di teoria economica⁽²¹⁾ dimostrano in quale misura, a differenza di quanto sostenuto dalla letteratura di ispirazione neo-classica, le scelte operate dai consumatori all'interno delle moderne economie di mercato risultino influenzate da fattori irrazionali, quali le percezioni selettive, i pregiudizi personali, la psicologia cognitiva⁽²²⁾.

La finanza comportamentale, pertanto, analizza le conseguenze economico-giuridiche scaturenti da decisioni fondate su modelli aventi rilevanza prevalentemente empirica⁽²³⁾.

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;

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».

In tema di accordi-quadro cfr. GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994.

⁽¹⁶⁾ Per la natura non negoziale delle istruzioni si vedano FAZZA, *Efficacia giuridica*, in *Enc. dir.*, XIV, Milano, 1965, 479; PANUCCIO, *Le dichiarazioni non negoziali di volontà*, Milano, 1966, 129 ss.; PAPANTI-PELLETTIER, *Rappresentanza e cooperazione rappresentativa*, Milano, 1984, 96 ss.

In senso contrario G. MIRABELLI, *L'atto non negoziale nel diritto privato italiano*, Napoli, 1955, 349, il quale riconosce alle istruzioni natura di «atto impegnativo negoziale».

Per DI MAIO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, cit., 1286, «Si potrebbe parlare di obbligazione lato sensu generica, in cui spetta al creditore specificare di volta in volta la prestazione dovuta. Ove ciò fosse, ne risulterebbe notevolmente ridimensionata la pur declamata natura negoziale della decisione di investimento, giacché, in tal caso, l'elemento volitivo più semplicemente altro non rappresenterebbe che una modalità della prestazione dovuta. Potrebbe richiamarsi utilmente anche la norma sul mandato ove si prevede che il mandante dia istruzioni al mandatario circa l'incarico da eseguire (art. 1710 ss.). Le istruzioni non hanno carattere negoziale ma contribuiscono a determinare la prestazione dovuta dal mandatario».

⁽¹⁷⁾ L'art. 1, 5° co., t.u.f., adopera la locuzione generica «servizi di investimento», intendendo enucleare, con tale espressione, le seguenti attività:

- negoziazione per conto proprio;
- negoziazione per conto terzi;
- collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi;
- ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione.

⁽¹⁸⁾ La Consob ha precisato, infatti, tramite la comunicazione 21.4.2000, n. DI/30396, 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 situa-

zione 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)».

⁽¹⁹⁾ Per «servizi accessori» si intendono:

- la custodia e amministrazione di strumenti finanziari;
- la locazione di cassette di sicurezza;
- 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;
- 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;
- i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento;
- la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari;
- l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento.

⁽²⁰⁾ MAFFES, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello di credito ai consumatori* (nota a Trib. Venezia, 22.11.2004, n. 2654), in *Contr.*, 2005, 17, «Nella giurisprudenza di merito in materia di servizi di investimento si affaccia anche l'argomento secondo il quale la "prestazione di consulenza" del soggetto abilitato non sarebbe distinta dall'analoga prestazione di consulenza che caratterizzerebbe l'attività di qualsivoglia altro professionista che, ricevuto un incarico non fornisca al richiedente quelle informazioni grazie alle quali lo stesso può operare una scelta consapevole. Questa tesi, originale e suggestiva, si segnala per l'esito al quale conduce, che non è quello dell'accertamento della nullità con conseguente restituzione dell'indebito bensì quello della pronuncia della risoluzione del contratto per inadempimento, con conseguente risarcimento del danno».

In senso conforme, Trib. Taranto, 27.10.2004, in *Giur. it.*, 2005, 755.

COSI' e ENRIQUES, *Il Mercato mobiliare*, in *Tratt. Cottino*, VIII, Padova, 2004, 328.

⁽²¹⁾ Si vedano, a tale riguardo, le opere di BERTHEIN, *Against the Gods*, Wiley Press, 1996; NIEDERMAN, *The Inner Game of Investing*, Wiley Investment Series, 1999; SHILLER, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

⁽²²⁾ Fondamentale appare il contributo di TVERSKY-KAHNEMAN, *Rational Choice and the Framing of Decisions: The Contrast between Economics and Psychology*, University of Chicago Press, 1987, 67 ss.

⁽²³⁾ Per la letteratura italiana si rinvia all'opera di RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2006.

Appare di indubbia evidenza come, in tale contesto, le autonome decisioni di investimento operate dai risparmiatori risultino "eterodirette" dall'attività di consulenza e scambio di informazioni c.d. "price-sensitive", poste in opera da intermediari finanziari dotati di particolare qualificazione professionale⁽²⁴⁾. I peculiari obblighi sugli stessi incumbenti, infatti, costituiscono espressione dei generali principi di **correttezza** e buona fede⁽²⁵⁾, mediante i quali trovano piena attuazione le regole contenute 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). Tali specifici doveri di informarsi ed informare, sussistenti sia nella fase prenegoziale che durante la fase esecutiva del relativo rapporto⁽²⁶⁾, non si esauriscono nel semplice rispetto di meri adempimenti aventi carattere formale⁽²⁷⁾, ma si sostanziano in un autentico "need of protection" del patrimonio dei propri clienti. Ne consegue che, *in subiecta materia*, i criteri di impu-

tazione della responsabilità debbono essere enucleati non soltanto in relazione alla fase genetica del rapporto, ma anche avendo riguardo agli eventi verificatisi *in executivis*⁽²⁸⁾.

Appaiono emblematiche, a tale riguardo, le disposizioni contenute nell'art. 28, 3° e 4° co., **Reg. Consob n. 11522/1998**⁽²⁹⁾, atteso che le stesse prevedono meccanismi di limitazione delle perdite subite dai risparmiatori (c.d. stop-loss) durante lo svolgimento dei servizi di investimento, le quali costituiscono espressione di un principio avente portata generale, direttamente applicabile a tutti i contratti finanziari⁽³⁰⁾.

Tutte le disposizioni contenute all'interno della normativa primaria e secondaria di settore, infatti, rispondono alla sentita esigenza di costituire degli standards comuni ed uniformi per ogni operatore finanziario qualificato. Ne consegue che quest'ultimo sarà chiamato, in caso di mancato adeguamento, a fornire la prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta *ex art. 23, 6° co., t.u.f.*⁽³¹⁾.

La norma richiamata opera un espresso riferimento ad una responsabilità di tipo risarcitorio⁽³²⁾ e, quin-

La mancata conformazione dell'intermediario agli standards comuni al proprio settore di appartenenza costituisce un'ipotesi di inadempimento contrattuale

⁽²⁴⁾ RORDONE, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 780 ss., «Occorre poi considerare come sia poco realistico supporre che il comportamento dell'investitore - soprattutto (ma forse non solo) se si tratta di investitore non professionale - risponda sempre a criteri razionali, basati sull'analisi critica delle informazioni di cui egli dispone. La teoria dei mercati efficienti, cioè dei mercati sui quali il prezzo si forma correttamente per effetto del concorrere delle scelte razionali degli operatori ben informati, è stata in questi ultimi tempi alquanto ridimensionata proprio dove aveva conosciuto in passato i suoi maggiori fasti. Infatti recentemente anche negli Stati Uniti hanno preso piede teorie, cosiddette "comportamentali", che pongono in evidenza il peso di fattori non economicamente razionali nelle scelte degli investitori: suggestionabilità, abitudinarietà, tendenza all'imitazione e così via... Sul che non poco influisce il modo in cui le informazioni sono diffuse, come sono analizzate e come vengono commentate. Entrano così in gioco altri importanti protagonisti della scena finanziaria: gli analisti e la stampa. Protagonisti dotati di uno straordinario potere di influenza e di diffusione, perché quando anche essi si limitino a registrare con la massima obiettività gli eventi che hanno percepito, ciò basta comunque sovente a moltiplicarne ed ingigantirne gli effetti, favorendo così quell'alternanza di periodi di euforia e di depressione che talvolta sembrano irresistibilmente impadronirsi dei mercati finanziari ben al di là di quanto il semplice calcolo razionale giustificerebbe. Non è sufficiente, dunque, che le notizie relative ad un determinato strumento finanziario siano diffuse dalla società emittente tempestivamente ed in modo formalmente corretto, occorre anche che coloro i quali si interpongono tra l'emittente ed il destinatario della notizia non la deformino o, comunque, non ne influenzino gli effetti in modo improprio. Non è solo questione di rifuggire dall'informazione mendace, che esponga fatti contrari al vero, ma anche di evitare quelle forme di indicazione capziosa e fuorviante in cui non tanto si tratta di esporre fatti quanto di formulare, sulla base di una riconosciuta o vantata competenza professionale, giudizi e previsioni idonei ad influenzare a proprio vantaggio le scelte altrui».

⁽²⁵⁾ Secondo **Trib. Genova**, 15.3.2005, in *Danno e resp.*, 2005, 615, «nei contratti con prestazioni corrispettive i doveri di correttezza, buona fede e diligenza, di cui agli artt. 1338, 1374, 1375 e 1175 c.c., si estendono anche alle cosiddette obbligazioni collaterali di protezione e di informazione, che presuppongono e richiedono una capacità discrezionale e una disponibilità cooperativa».

⁽²⁶⁾ GAETA, *L'applicazione del principio del know your customer rule ai contratti di deposito ed amministrazione titoli* (nota a **Trib. Napoli**, 22.3.2005, n. 3257), in *Contr.*, 2006, 119, «gli obblighi di informazione non sono circoscritti alla sola fase della

stipula del contratto, ma si estendono anche per tutta la durata del rapporto, avendo l'intermediario l'obbligo preciso di aggiornare il profilo informativo del cliente».

⁽²⁷⁾ Per ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2001, 107 ss., l'intermediario deve assicurare al cliente la propria assistenza e la propria guida nella scelta delle operazioni da compiere.

⁽²⁸⁾ Secondo DI MAIO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, cit., 1284, «potrebbe prospettarsi quale profilo di inadempimento la mancata e/o adeguata informazione sull'andamento del titolo anche successivamente al suo acquisto. In tal caso sembra ragionevole affermare che il comportamento dovuto è situato nella zona dell'esecuzione del rapporto, a tal punto da richiamare il fondamentale dovere di correttezza e buona fede predicato dagli artt. 1175 e 1377 c.c.».

⁽²⁹⁾ Art. 28, 3° e 4° co., **Reg. Consob n. 11522/1998**, «3. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in *warrant* da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50 per cento del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito.

4. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore ove il patrimonio affidato nell'ambito di una gestione si sia ridotto per effetto di perdite, effettive o potenziali, in misura pari o superiore al 30 per cento del controvalore totale del patrimonio a disposizione alla data di inizio di ciascun anno ovvero, se successiva, a quella di inizio del rapporto, tenuto conto di eventuali conferimenti o prelievi. Analoga informativa dovrà essere effettuata in occasione di ogni ulteriore riduzione pari o superiore al 10 per cento di tale controvalore».

⁽³⁰⁾ **Trib. Napoli**, 22.3.2005, n. 3257, in *Contr.*, 2006, 115.

⁽³¹⁾ Art. 23, 6° co., t.u.f. «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».

MAFFIUS, *op. cit.*, 13, «L'onere della prova, testualmente disciplinato dall'art. 23, comma sesto del t.u.f., non esclude che incomba sul cliente, che agisce per il risarcimento del danno, l'onere di allegare i fatti costitutivi della domanda e così la stipulazione del contratto, il compimento dell'operazione e la perdita patrimoniale».

⁽³²⁾ BUSONI, *Profili sui rimedi all'inadempimento di un con-*

LE RASSEGNE

L'inversione dell'onere probatorio, stabilita dall'art. 23, 6° co., l.u.f., appare coerente anche alla luce dei principi civilistici

di, appare riconducibile ad un inadempimento di tipo contrattuale⁽³³⁾.

Anche la regola relativa all'inversione dell'onere probatorio, inoltre, appare coerente con i principi contenuti negli artt. 1176, 2° co. e 1218 c.c., dal momento che il risparmiatore potrà chiedere in via contrattuale il risarcimento del danno subito, limitandosi ad allegare l'omessa, l'insufficiente e/o la non veritiera informazione ricevuta dall'intermediario; quest'ultimo, per converso, sarà tenuto a fornire la prova dell'esatto adempimento oppure del fatto impeditivo del medesimo o, in alternativa, del fatto estintivo del rapporto obbligatorio⁽³⁴⁾.

Ne deriva che il fondamentale criterio distintivo in materia di responsabilità dell'intermediario si fon-

da sul momento in cui si verifica la violazione della relativa regola di condotta⁽³⁵⁾.

Il mancato assolvimento ai propri obblighi informativi durante la fase antecedente la conclusione dei singoli ordini di acquisto, pertanto, costituisce una fattispecie generatrice di responsabilità precontrattuale ex art. 1337 c.c.⁽³⁶⁾, la quale si estende alle ipotesi in cui la trattativa abbia per esito la conclusione di un negozio valido ed efficace, seppure pregiudizievole per la vittima del comportamento scorretto⁽³⁷⁾.

Tale soluzione, pur avendo l'indubbio pregio di mantenere valido l'accordo-quadro, presenta lo svantaggio di circoscrivere il risarcimento del danno subito dal risparmiatore entro il limite previsto dall'interesse negativo⁽³⁸⁾.

tratto di intermediazione mobiliare, in Obbl. e contr., 2007, 821, individua nell'azione risarcitoria il mezzo di tutela preferibile, atteso che «l'annosa questione tra regole di validità e regole di comportamento, ovvero sull'ammissibilità di un'azione di nullità per violazione di elementi non intrinseci alla fattispecie contrattuale, in luogo della più consona azione risarcitoria, trovi in ambedue le tesi ulteriori difficoltà applicative, che sembrano poter essere superate con la sola tutela risarcitoria».

⁽³³⁾ Cfr. Trib. Roma, 25.5.2005, in *Corriere giur.*, 2005, 1280. Per Trib. Milano, 26.4.2006, in *Danno e resp.*, 2006, 875, «mentre la violazione del generale dovere di diligenza e correttezza della banca in relazione ad alcuni specifici comportamenti... è sancita dal legislatore con la nullità, in relazione ad altri comportamenti comunque negligenzi, ma per i quali non vi è tale specifica sanzione (per esempio ex art. 21 d.l.g. n. 58/1998), possono soltanto ravvisarsi solo i profili della colpa contrattuale. Invero alcune delle norme che si assumono violate (per esempio la mancata informativa in ordine al peggioramento del rating e prima ancora l'asserita violazione dell'art. 26 Reg. n. 11522/1998) attengono non al rapporto di negoziazione e gestione titoli, oggetto della presente controversia, ma a rapporti di tipo gestorio del portafoglio clienti».

⁽³⁴⁾ Si rinvia a Cass., S.U., 30.10.2001, n. 13533, in *Dir. e formazione*, 2001, 1013; in *Dir. e giustizia*, 2001, 42, 24, con nota di SAN GIORGIO, *Contratti: al debitore (convenuto) tutto l'onere di provare l'adempimento. Il principio resta fermo con l'eccezione di inadempimento*; in *Guida dir.*, 2001, 45, 45, con nota di SACCHETTINI, *Il creditore che propone l'azione giudiziaria non deve provare l'inadempimento del venditore*; in *Corriere giur.*, 2001, 1565, con nota di V. MARCONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*; in *Contr.*, 2002, 113, con nota di CARNEVALI, *Inadempimento e onere della prova*; in *Giust. civ.*, 2002, I, 1934; in *Nuova giur. comm.*, 2002, I, 349, con nota di MEOU, *Risoluzione per inadempimento e onere della prova*; in *Danno e resp.*, 2002, 318; in *Studiium iuris*, 2002, 389 (s.m.), con nota di FARNERI, *Inadempimento e onere della prova*; in *Foro it.*, 2002, I, 769, con nota di LAGHEZZA, *Inadempimenti ed onere della prova: le sezioni unite e la difficile arte del rammenando*; e in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, 707 (s.m.), con nota di VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*.

Per CHINÈ, *Collocamento di strumenti finanziari, obblighi di informazione e responsabilità della banca intermediaria* (nota a Trib. Taranto, 22.11.2004), in *Corriere merito*, 2005, 52, la «via della "obbligazione senza prestazione" appare facilmente percorribile con riferimento al rapporto giuridico instauratosi tra intermediario finanziario e potenziale investitore. Tale rapporto presenta, difatti, i medesimi indici richiamati dal giudice di legittimità a sostegno della teoria del contatto sociale. Primo fra tutti, la natura dell'attività svolta dall'intermediario, la quale configura un'attività riservata ad operatori professionali specificamente autorizzati e sottoposti a vigilanza da parte di organi pubblici. A ciò può aggiungersi che il risparmio è unanimemente considerato un bene di rilievo costituzionale, oggetto di particolare tutela nel segno dell'art. 47, comma 1, Cost. Quanto, infine, alla salvaguardia del legittimo affidamento ingenerato nel potenziale investitore, è sufficiente richiamare il carattere "protetto" dell'attività di intermediazione mobiliare, l'esistenza di un ordinamento settoriale, gli stringenti poteri di controllo e vigilanza riconosciuti ad organi pubblici, la normale asimme-

tria informativa che connota tali rapporti. Nel segno del contatto sociale qualificato, la responsabilità dell'intermediario finanziario per omessa informazione si spiega secondo gli standards, di matrice sostanziale e processuale, tipici della responsabilità contrattuale, senza alcuna necessità di ricondurne l'origine ad uno specifico contratto di investimento. L'obbligazione informativa, logicamente antecedente l'accordo sull'investimento, non nasce dal contratto, ma dal contatto tra intermediario abilitato e risparmiatore, e deve essere adempiuta secondo i canoni di diligenza propri dell'attività professionale risultanti dall'art. 1176, comma 2, c.c.».

⁽³⁵⁾ Secondo SANGIOVANNI, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *Contr.*, 2006, 1136, «Un altro aspetto di fondamentale importanza è che l'obbligo informativo degli intermediari finanziari non si esaurisce nella fase che precede il contratto, ma continua durante tutto il rapporto contrattuale».

⁽³⁶⁾ In senso conforme ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'amarbandan dei rimedi contrattuali)*, cit., 905 ss., «Gli obblighi di informazione della banca sono dunque contrattuali dal punto di vista della loro fonte, nel senso che derivano da un contratto fra banca e cliente: il contratto quadro. Dal punto di vista della loro funzione sono obblighi precontrattuali, in quanto funzionali alla conclusione di un contratto, ma di un diverso e successivo contratto: lo specifico contratto di acquisto di strumenti finanziari in base all'ordine del cliente, che del contratto quadro costituisce sviluppo e attuazione... la banca aveva obblighi precontrattuali di informazione (non importa se di fonte legale o contrattuale); la banca li ha violati non fornendo l'informazione dovuta, e così ha trasgredito il precetto di "comportarsi secondo buona fede" nella fase di "formazione del contratto" (art. 1337 c.c.); tale violazione ha esposto il cliente al danno consistente nell'aver concluso un contratto (poi rivelatosi) terribilmente svantaggioso; di tale danno la banca, colpevole di scorrettezza nella fase anteriore alla conclusione, risponde a titolo di illecito precontrattuale».

⁽³⁷⁾ VENTURI, *op. cit.*, 790, evidenzia la «difficoltà di qualificare come aquiliana la responsabilità precontrattuale. Tale indirizzo non regge di fronte alla moderna dinamica contrattuale e alle stesse prospettive di revisione della distinzione fra le due aree. Le trattative creano un contatto qualificato e danno inizio ad un procedimento ove non esistono estranei o "passanti" ma due soggetti in una relazione qualificata volta alla conclusione di un contratto. Quando questo si conclude la violazione della buona fede accertata nella fase preliminare non può che rimanere assorbita nella disciplina dello stesso contratto e nella connessa responsabilità per inadempimento con conseguente identità anche "direzionale", sia in termini di situazione giuridica tutelata che sul piano risarcitorio, fra interesse negativo e interesse positivo».

⁽³⁸⁾ ROPPO e AFFERNI, *op. cit.*, 34 ss., «In altri ordinamenti, dove il problema della quantificazione del danno precontrattuale è stato oggetto di maggiore attenzione..., sono stati individuati almeno tre criteri astrattamente utilizzabili per calcolare questo tipo di danno. Il primo criterio, noto all'interprete italiano, è quello proprio dell'azione estimatoria (*actio quanti minoris*) di cui all'art. 1492 c.c. Utilizzando questo criterio il prezzo pagato dalla vittima della condotta illecita o sleale di controparte viene ridotto in modo uguale al rapporto tra il valore ipotetico

Quest'ultimo, tuttavia, deve essere commisurato al minor vantaggio oppure al maggiore aggravio economico sopportato dal contraente in buona fede, salva la prova di ulteriori danni che risultino collegati al comportamento di controparte da un rapporto consequenziale e diretto⁽³⁹⁾.

La violazione delle regole di condotta da parte dell'intermediario in epoca successiva alla conclusione del contratto, rilevabile in forza del combinato disposto stabilito dagli artt. 21 t.u.f., 1710, 2° co. e 1711, 2° co. c.c., potrebbe costituire un'ipotesi di grave inadempimento del medesimo e provocare la risoluzione dell'ordine di acquisto dei titoli, salvo il diritto del cliente al risarcimento del danno⁽⁴⁰⁾.

Gli obblighi informativi, infatti, sussistono per tutta la durata del rapporto, consistendo nel dovere di fornire sia una serie di elementi valutativi utili ad orientare le successive e consapevoli scelte di investimento e/o di disinvestimento del risparmiatore, che nell'attenta e periodica valutazione (c.d. monitoring) del portafoglio di riferimento⁽⁴¹⁾.

L'inesatta, l'insufficiente – e soprattutto – l'omessa informazione costituiscono *in re ipsa* eventi causativi di danno al patrimonio del risparmiatore⁽⁴²⁾.

L'intermediario finanziario, infatti, è istituzionalmente deputato, in virtù del proprio *status* professionale e della conoscenza dei mercati – i quali presentano per loro stessa natura un grado elevato di rischio e di volatilità dei titoli – ad aggiornare con cadenza periodica gli elementi valutativi in proprio possesso, nonché riversarli sui clienti qualora si ve-

rifichino scostamenti significativi in relazione alle posizioni gestite.

Il flusso informativo, infatti, non deve trovare fondamento sulle voci incontrollate e tendenziose circolanti sui mercati (c.d. rumors), bensì su dati aventi rilevanza oggettiva (ad es. la situazione patrimoniale dell'emittente) nonché su resoconti periodici (c.d. reports), forniti da soggetti terzi ed indipendenti, non legati da alcun rapporto di tipo negoziale od economico con l'emittente (analisti finanziari, società di revisione ed agenzie di rating)⁽⁴³⁾.

La violazione di tali obblighi, pertanto, può essere desunta da una serie di presunzioni *juris tantum*, che saranno oggetto di trattazione nel paragrafo successivo.

Per quanto concerne, infine, il profilo relativo al danno risarcibile, occorre precisare che la tempestiva informazione fornita dall'intermediario in epoca antecedente il default dell'emittente avrebbe consentito al risparmiatore di evitare o, quanto meno, di limitare la perdita integrale del capitale investito⁽⁴⁴⁾. Il relativo documento, pertanto, deve essere risarcito mediante l'applicazione dei principi generali previsti dagli artt. 1218 ss. c.c.⁽⁴⁵⁾.

Nel caso in cui il danno sia costituito dalla **perdita di chance**⁽⁴⁶⁾, troverà applicazione il principio giurisprudenziale in forza del quale tale perdita dà luogo ad un danno risarcibile quando, in relazione alle circostanze del caso concreto, può raggiungersi in giudizio la ragionevole certezza che le probabilità favorevoli – in assenza di impedimenti – avrebbero trovato concreta realizzazione, permettendo effettiva-

La violazione dei doveri di informazione è causativa di un danno *in re ipsa*, in quanto appare lesiva della libertà di autodeterminazione del cliente

della prestazione (il valore che essa avrebbe avuto se fosse stata come rappresentata) ed il suo valore reale... Il secondo criterio astrattamente utilizzabile ai nostri fini è quello che negli ordinamenti di *common law* viene designato con il nome di *out of pocket*. Mediante l'applicazione di questo criterio il prezzo viene ridotto in modo tale da farlo coincidere con il valore reale del bene o della controprestazione... Il terzo criterio astrattamente utilizzabile è quello c.d. del *loss of bargain*. Attraverso questo criterio la vittima della falsa rappresentazione viene messa nella stessa posizione in cui essa si sarebbe trovata se la rappresentazione fosse stata vera».

⁽³⁹⁾ Cass., 29.9.2005, n. 19024, cit.

C.M. BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, 2° ed., Milano, 2000, 667; SCALZO, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi di informazione*, in *Contr.*, 2007, 426 ss.

⁽⁴⁰⁾ In tal senso Trib. Milano, 25.7.2005, in *Contr.*, 2006, 463, secondo il quale «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».

⁽⁴¹⁾ BAIFFELLI, *op. cit.*, 469. «Poiché il rapporto tra intermediari ed investitori è caratterizzato da strutturali problemi di asimmetria informativa, il momento informativo costituisce, difatti, un elemento centrale nel nostro sistema normativo».

TICOZZA, *Violazione degli obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contr.*, 2007, 363 ss.

⁽⁴²⁾ Per Trib. Roma, 25.5.2005, cit., la violazione del dovere di informazione è necessariamente causativa di un danno, in quanto lesiva della «libertà di autodeterminazione negoziale del cliente».

⁽⁴³⁾ FANNI, *Il rating quale strumento di previsione dell'insolvenza: si apre un dialogo tra esperti di risk management e giuristi*, in *Assicurazioni*, 2005, 415 ss.

⁽⁴⁴⁾ BAIFFELLI, *op. cit.*, 474. «Gli investitori che lamentano di aver subito un danno, pertanto, potranno limitarsi a provare la sola presenza di informazioni incomplete o non veritiere e le conseguente danno subito, mentre dovranno essere gli intermediari finanziari a dover dimostrare che l'adempimento è risultato impossibile per causa a loro non imputabile, secondo quanto dispone l'art. 1218 Codice civile. Se si prendono in considerazione le norme di condotta che l'intermediario deve tenere in materia di servizi di investimento, si può dire che queste possono essere ricondotte a quelle di derivazione anglosassone poste a tutela della trasparenza dei mercati. Si tratta di principi di carattere generale riconducibili alla buona fede e che in tale ambito rivestono carattere essenziale (si pensi ad esempio alla *know your customer rule*, in base alla quale l'intermediario deve conoscere le esigenze e la situazione finanziaria dei propri clienti; ed alla *suitability*, ovvero all'attività dell'intermediario che deve risultare congrua ed adeguata)».

⁽⁴⁵⁾ SANGIOVANNI, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio* (nota a Trib. Trani, 31.1.2006), in *Contr.*, 2006, 701. «In ogni caso dovrebbero trovare applicazione le clausole generali rappresentate dagli artt. 1175, 1176 e 1218 Codice civile».

⁽⁴⁶⁾ Per LAZZARI, *Perdita di chance in giudizio: la responsabilità del sindacato per omesso appello da parte del lavoratore*, in *Danno e resp.*, 1999, 1125. «Le perdite di chances sono spesso percepite quali danni effettivi, economicamente tangibili e, talora, più gravi del pregiudizio immediato e materiale».

LE RASSEGNE

La difficoltà di procedere all'esatta quantificazione del danno risarcibile potrebbe indurre le Corti ad applicare anche il criterio della *compensatio lucri cum damno*

mente al soggetto leso di realizzare un incremento della propria situazione patrimoniale iniziale⁽⁴⁷⁾.

La particolare natura del danno conseguente all'inadempimento dell'intermediario potrebbe rendere, comunque, estremamente ardua una sua precisa quantificazione⁽⁴⁸⁾.

In tal caso il danneggiato si troverà costretto a chiedere, ai sensi dell'art. 1226 c.c., la determinazione del *quantum debeatur* in via equitativa⁽⁴⁹⁾.

L'intermediario, infine, potrebbe escludere o limitare la risarcibilità del danno, fornendo la prova che l'investitore avrebbe potuto con l'ordinaria diligenza evitare il prodursi dell'evento pregiudizievole oppure attenuarne le conseguenze.

Al predetto fine, quindi, dovrebbe trovare applicazione anche il criterio della *compensatio lucri cum damno* in forza del quale saranno presi in considerazione, oltre gli eventi pregiudizievoli che causano una diminuzione dell'attivo patrimoniale del risparmiatore, anche tutti gli eventuali vantaggi – compresi quelli aventi rilevanza fiscale –, che dalla vicenda complessivamente considerata possano derivare a quest'ultimo.

Anche in questo caso, peraltro, l'analisi dettagliata dei problemi pratici che si manifestano nella prassi evidenzia una complessa articolazione della regola operativa⁽⁵⁰⁾.

La giurisprudenza prevalente ritiene, infatti, che

⁽⁴⁷⁾ SEVERI, *Perdita di chance e danno patrimoniale risarcibile*, in *Resp. civ. e prev.*, 2003, 296 ss.

⁽⁴⁸⁾ Cass., 19.11.1983, n. 6906, in *Foro it.*, 1984, I, 459; e in *Giust. civ.*, 1984, I, 1841, con nota di CAPPACCI, *Perdita di una chance e risarcibilità del danno per ritardo nella procedura di assunzione*; Cass., 22.4.1993, n. 4725, in *Dir. e prat. lav.*, 1993, 26; Cass., 13.7.1996, n. 6366, in *Norizario giuridico lav.*, 1996, 847.

⁽⁴⁹⁾ Per Cass., 13.12.2001, n. 15759, in *Foro it.*, 2002, I, 1804; in *Giust. civ.*, 2002, I, 1285; e in *Danno e resp.*, 2002, 393, con nota di A. BIFFETTO, *Chance perduta come fonte di danno per mancato rispetto delle regole. Ma quanto vale un'occasione?*, «il rapporto causale deve essere riconosciuto quando l'interesse perseguito con il contratto, in caso di inadempimento, si sarebbe realizzato non necessariamente in modo certo, ma anche solo ragionevolmente probabile non essendo dato esprimere, in relazione ad un evento esterno già verificatosi, oppure ormai non più suscettibile di verificarsi "certezza di sorta", nemmeno di segno morale, ma solo semplici probabilità di una eventuale diversa evoluzione della situazione stessa».

⁽⁵⁰⁾ Cozza, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, Napoli, 2001, 76, «Si pone, dunque, in relazione alla specificità della particolare materia in esame, il problema generale della risarcibilità del danno economico derivante dalla perdita di una *chance*. È, infatti, opinione comunemente condivisa che ai fini della risarcibilità del danno occorre, secondo l'espressa previsione dell'art. 1223 cod. civ., che esso sia certo e attuale e, dunque, il requisito di certezza del danno esclude il risarcimento del danno potenziale o possibile qual è quello da perdita di una *chance*. Parte della dottrina, preoccupata delle conseguenze sul sistema della responsabilità civile di un ampliamento dell'area del danno risarcibile, ha precisato che in realtà il danno da perdita di una *chance* non va considerato come decremento del patrimonio del danneggiato per il venir meno di una possibilità che già assume proprio rilievo come componente del patrimonio del danneggiato, ma come perdita della possibilità di conseguire un risultato favorevole. Intesa in quest'ultimo senso, la perdita di *chance* costituirebbe un danno attuale e non futuro poiché la *chance* verrebbe persa nel momento stesso in cui si verifica l'evento dannoso: in quel momento, infatti, l'utilità sarebbe già presente nel patrimonio del danneggiato, avrebbe un proprio valore economico la cui perdita concretirebbe il danno attuale. Il diverso requisito della

l'operatività del principio della *compensatio lucri cum damno* ai fini della riduzione del *quantum* risarcibile debba essere subordinata al verificarsi di alcune circostanze:

- a) che il vantaggio realizzato dal danneggiato derivi causalmente e direttamente – e non occasionalmente – dal fatto dannoso;
- b) che il vantaggio derivi dalla stessa fattispecie produttiva di danno e che inerisca all'interesse leso;
- c) che il vantaggio patrimoniale realizzato dal danneggiato sia definitivo, ossia tale da escludere qualsiasi obbligo di restituzione a carico del danneggiato.

3. Il regime delle presunzioni *iuris tantum*

La violazione dei peculiari doveri di informazione, dei quali peraltro gli intermediari sono tenuti ad effettuare l'aggiornamento periodico⁽⁵¹⁾, nella fase successiva alla stipulazione del contratto può risultare desumibile facendo ricorso ad un regime di presunzioni *iuris tantum*.

Assumono notevole rilievo, a tale riguardo, i reports pubblicati dagli analisti finanziari e dalle società di revisione, nonché i giudizi sul merito di credito dell'emittente rilasciati dalle agenzie di rating, soggetti a revisione periodica (c.d. monitoring) e divulgati presso la comunità finanziaria attraverso i canali specializzati⁽⁵²⁾.

certezza ed effettività del danno si realizzerebbe, invece, ogni volta che la possibilità di realizzare il risultato favorevole possa considerarsi superiore al 50 per cento».

⁽⁴⁹⁾ Per C.M. BIANCA, *Diritto civile, V, La responsabilità*, Milano, 1994, 161 ss., «Il giudizio probabilistico sull'occasione perduta non va confuso col giudizio che concerne il danno della perdita dell'occasione: secondo la regola generale questo danno dev'essere certo, ossia risultare che il danneggiato ha perduto un'occasione di cui si sarebbe avvalso con ragionevole certezza... La nozione di *chance* non è neppure utilizzabile ai fini di imputare al debitore una parte del danno».

⁽⁵⁰⁾ V. CARBONE, *La compensatio lucri cum damno tra ambito del danno risarcibile e rapporto di causalità*, in *Danno e resp.*, 1996, 435 ss.

Cozza, *op. cit.*, 100 ss., «A questo proposito la giurisprudenza ha introdotto criteri di controllo che muovono dall'utilizzazione del principio della *compensatio lucri cum damno*... Ragioni equitative hanno indotto la più recente dottrina e giurisprudenza a ricondurre il problema della *compensatio lucri cum damno* nell'ambito della quantificazione del danno, ossia nel campo di applicazione dell'art. 1223 cod. civ., al di fuori di ogni commistione col rapporto di causalità. Si è così ritenuto che, determinato l'ammontare del danno risarcibile nella misura della differenza tra la situazione patrimoniale conseguente al verificarsi dell'evento dannoso e quella "ideale" che si sarebbe verificata in assenza di quell'evento, tutte le conseguenze patrimoniali che si collegano all'illecito costituiscono conseguenza immediata e diretta di questo e rappresentano l'ammontare del risarcimento dovuto ove non intervengano altri fattori di riduzione».

⁽⁵¹⁾ Comunicazione Consob 6.11.1998, n. D1/30396.

⁽⁵²⁾ FIORIO, *op. cit.*, 2131, «Il contenuto del dovere di diligenza imposto agli intermediari sembra inoltre alquanto esteso in quanto proprio dall'art. 29 Reg. Consob può desumersi che in tutti i servizi di investimento, e quindi anche nell'ipotesi di mera trasmissione degli ordini di borsa, l'operatore professionale è tenuto ad un'attività di "consulenza incidentale" necessaria ai fini della valutazione di adeguatezza delle operazioni, anche se richieste del tutto spontaneamente dal cliente. Per poter adempiere a tale obbligo qualora i servizi di investimento abbiano ad oggetto titoli di debito, l'intermediario deve quindi poter disporre di un'accurata valutazione del merito creditizio dell'emittente, risultante dal giudizio reso dalle agenzie di ra-

Dall'analisi casistica delle situazioni oggetto di valutazione delle Corti, infatti, risulta che i bonds argentini sono stati acquistati soltanto alcuni mesi prima del prevedibile (per un intermediario finanziario mediamente prudente e diligente) default, senza prestare la dovuta considerazione al costante e progressivo deterioramento del rating da parte della Repubblica Argentina⁽⁵³⁾.

È sufficiente rilevare che, nel periodo agosto 2000-luglio 2001, l'agenzia Moody's aveva riscontrato un costante deterioramento della valutazione attribuita ai bonds, passati dall'indice B1 (titoli speculativi) a Caa1 (titoli ad alto rischio di insolvenza).

Analogo declassamento (c.d. downgrading) era stato operato da Standard & Poor's, che aveva attribuito ai titoli in questione un giudizio negativo, oscillante da BB (titoli speculativi) a CCC+ (titoli ad alto rischio di insolvenza)⁽⁵⁴⁾.

Ne deriva che il mercato considerava ormai acquisita l'informazione che i titoli del debito pubblico argentino erano considerati di problematico e difficile rimborso.

La predetta asserzione trova ulteriore riscontro in alcuni warnings emanati dalla società di gestione del mercato, secondo la quale le obbligazioni emesse dalla Repubblica Argentina «sono adatte unicamente ad investitori speculativi ed in condizione di valutare e sostenere rischi speciali»⁽⁵⁵⁾.

A ciò si aggiunga che la stessa Repubblica Argentina aveva emanato, ben prima che si manifestasse la propria situazione di insolvenza sui mercati internazionali, avvenuta nel dicembre 2001, una specifica normativa di settore, volta a contrastare la gravissima crisi economica esistente all'interno del Paese⁽⁵⁶⁾.

ing, e, per i titoli senza rating, da autonomi giudizi o studi predisposti direttamente dagli intermediari».

Per SANGIOVANNI, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, cit., 891, «Non si tratta solo d'informare il cliente al momento della conclusione del contratto; si tratta altresì di tenerlo successivamente informato di ogni circostanza rilevante per l'investimento... Il legislatore esige che l'informativa sia anche "postcontrattuale", nel senso di successiva alla conclusione del contratto: dati e notizie vanno resi all'investitore per tutta la durata del rapporto obbligatorio... Un peggioramento del rating significa che le probabilità per l'investitore di ottenere dall'emittente quanto gli spetta sono diminuite... Il passaggio di ulteriore tempo può avere per conseguenza l'insolvenza dell'emittente e, dunque, l'impossibilità di restituire quanto dovuto... La violazione del dovere d'informare l'investitore sull'abbassamento del rating è una condotta scorretta dell'intermediario posta in essere dopo la conclusione del contratto... Dal momento che questo comportamento si colloca dopo la conclusione del contratto, esso configura inadempimento contrattuale».

⁽⁵³⁾ SANGIOVANNI, *op. cit.*, 892 ss., «Il declassamento del rating si è verificato quando le obbligazioni argentine erano già state acquistate. Sia il contratto-quadro d'investimento sia il contratto di acquisto delle obbligazioni argentine erano già stati stipulati. La colpa dell'intermediario risiede nel fatto di non avere avvertito per tempo l'investitore che il rischio connesso agli strumenti finanziari acquistati era, nel frattempo, cresciuto. A fronte di codesta situazione di fatto, il richiamo a una responsabilità precontrattuale non sarebbe corretto. La responsabilità qui è, per così dire, "postcontrattuale". Essa atiene al momento esecutivo delle obbligazioni che derivano dal contratto».

⁽⁵⁴⁾ In tal senso si rinvia a Trib. Mantova, 18.3.2004, in *Guida*

Anche la circostanza relativa alle modalità di collocamento dei titoli aiuta a comprendere la natura ontologica del complesso fenomeno.

Tutti i principali gruppi bancari hanno proceduto all'acquisto dei bonds con le seguenti modalità:

a) i titoli venivano acquistati in contropartita diretta, ovvero risultavano già presenti nel portafoglio dell'intermediario (o di società dallo stesso controllate) che, eludendo le disposizioni stabilite per le negoziazioni sui mercati regolamentati, poneva in essere una traslazione del relativo rischio di insolvenza sul cliente.

Tale *modus operandi* è risultato foriero di possibili situazioni lesive dei diritti dei risparmiatori, atteso che l'intermediario, oltre ad informare i medesimi sulla natura e l'estensione del proprio interesse⁽⁵⁷⁾, è chiamato anche ad «organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazione di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento»⁽⁵⁸⁾;

b) gli acquisti sono avvenuti al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali e, precisamente, su mercati non regolamentati (c.d. over the counter), per di più nella fase antecedente l'effettivo collocamento dei titoli (c.d. grey market).

Risulta evidente, pertanto, che quest'ultima modalità di collocamento è stata adottata esclusivamente per eludere la normativa all'epoca vigente e, quindi, non soltanto per eliminare l'obbligo di consegnare copia del prospetto informativo, ma anche per evitare la diffusione di un documento a contenuto semplificato (c.d. offering circular), sussistente anche laddove l'offerta risulti riservata ai soli investitori istituzionali⁽⁵⁹⁾.

dir., 2004, 23, 71; in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, II, 440; e in *Giur. it.*, 2004, 2125, con nota di FIOURO, *op. cit.*; Trib. Mantova, 12.11.2004, in *Giur. it.*, 2005, 7580 ss.; Trib. Genova, 15.3.2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2540; e in *Danno e resp.*, 2005, 609, con nota di ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Chiro bond e tango bond)*, cit.; Trib. Roma, 31.3.2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2538, con nota di AL. PALMIERI, *Prestiti obbligazionari, "default" e tutela "successiva" degli investitori: la mappa dei primi verdeti*.

⁽⁵⁵⁾ Borsa Italiana S.p.A., *Nota integrativa supplementare al prospetto delle obbligazioni della Repubblica Argentina*, 10.1.2000, 2 ss.

⁽⁵⁶⁾ Ley 19.10.2000, n. 25344, recante la significativa intitolazione «Declárase en emergencia la situación económico-financiera del Estado nacional».

⁽⁵⁷⁾ Art. 27, 2° co., Reg. Consob n. 11522/1998, «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».

⁽⁵⁸⁾ Art. 21, 1° co., lett. c, t.u.f.

⁽⁵⁹⁾ Si effettua espresso rinvio agli artt. 2391 *bis* (Operazioni con parti correlate) e 2412 c.c. (Limiti all'emissione).

I continui declassamenti operati sui bonds argentini dalle principali agenzie di rating costituivano indice rivelatore dell'imminente default da parte dell'emittente

LE RASSEGNE

I peculiari doveri di informazione e protezione incumbenti sull'intermediario finanziario sono rivolti a contemperare le posizioni asimmetriche sussistenti fra le parti negoziali

Le sanzioni amministrative⁽⁶⁰⁾, irrogate dall'Autorità di vigilanza ex art. 190 t.u.f., costituiscono fatto notorio ad ulteriore riprova delle asserzioni testé formulate, poiché dimostrano, per entità economica e numero dei soggetti coinvolti, gli atteggiamenti eterodossi palesati dall'intero sistema bancario nazionale nel periodo antecedente l'esplosione della c.d. "bolla speculativa" sui mercati (1998-2001). I relativi provvedimenti, tutti successivamente confermati dalle competenti Corti d'Appello⁽⁶¹⁾, sono stati emanati per violazione degli artt. 21 ss. t.u.f., e degli artt. 26 ss. Reg. Consob n. 11522/1998. La responsabilità dell'intermediario, infine, sussiste anche nel caso in cui l'investitore abbia aderito all'Offerta Pubblica di Scambio dei bonds promossa dal governo argentino⁽⁶²⁾. Tale circostanza, infatti, non evidenzia alcuna volontà di rinunciare agli eventuali diritti vantati nei confronti di colui il quale viene ritenuto responsabile dell'acquisto e della conseguente perdita finanziaria. L'ammontare derivante dalla predetta operazione, consistente nel differenziale tra il valore dei titoli offerti in permuta e quello degli originari bonds, corrisponde all'effettiva perdita economica subita e, pertanto, dovrà essere valutato ai fini della determinazione del relativo danno risarcibile.

4. Conclusioni

Il peculiare status professionale rivestito dall'inter-

mediario finanziario richiede il superamento dei criteri stabiliti dall'art. 1710, 1° co., c.c.⁽⁶³⁾, dal momento che quest'ultimo è chiamato ad assolvere i propri obblighi con riferimento alla natura dell'attività esercitata.

Sul medesimo, inoltre, incombono doveri *lato sensu* pubblicistici, posti a salvaguardia dell'integrità dei mercati nonché di precetti aventi rilevanza costituzionale⁽⁶⁴⁾.

La mancata osservanza degli standard minimi richiesti dalla normativa di settore, dagli usi e dalle prassi vigenti sui mercati regolamentati, costituisce, anche durante lo svolgimento della fase esecutiva del rapporto, un'ipotesi suscettibile di generare *in re ipsa* una responsabilità contrattuale per inadempimento. Tale presunzione *iuris tantum* trova ulteriore conferma nella formulazione dell'art. 23, 6° co., t.u.f., regolante l'inversione del relativo onere probatorio. Ciò appare assolutamente coerente con la particolare natura dei doveri di informazione e di protezione sussistenti in capo all'intermediario, espressione dei generali doveri di correttezza e buona fede previsti dagli artt. 1175, 1176, 1374 e 1375 c.c. Il superamento delle situazioni di concreto squilibrio esistenti tra le parti negoziali si fonda, in primo luogo, sull'obbligo in capo all'intermediario di attivarsi per il reperimento di tali informazioni, al fine di essere perennemente aggiornato sulla rapida evoluzione dei mercati finanziari.

⁽⁶⁰⁾ Pubblicate sui Bollettini Consob nn. 3.1. del 15.3.2005; 4.1. del 15.4.2005; 6.1. del 15.6.2005.

⁽⁶¹⁾ Con le modalità previste nel procedimento regolato dall'art. 195 t.u.f.

Si rinvia, a tale proposito, ai Bollettini Consob nn. 1.2. del 31.1.2006; 2.1 del 15.2.2006.

⁽⁶²⁾ Per Trib. Torre Annunziata, 22.11.2006, in www.filodiritto.com/index.php?azione=visualizza&iddoc=561, «Nella fattispecie in esame invece (e più in generale per le violazioni alla normativa t.u.f. non sanzionate specificamente con la nullità, quali ad es. la violazione degli obblighi di diligenza, correttezza, trasparenza, etc.) si è in presenza di violazione di norme "comportamentali generali" che comportano la responsabilità dell'intermediario, ma non incidono sulla validità del negozio... Inoltre occorre considerare che il rapporto di intermediazione finanziaria (regolato specialmente dal t.u.f.) va tenuto del tutto distinto dall'acquisto che grazie ad esso si è venuto a perfezionare e va altresì tenuto distinto dall'eventuale rapporto di gestione - titoli che viene posto in essere dopo l'acquisto stesso. È vero che l'intermediazione finanziaria assume caratteristiche peculiari che la distinguono nettamente da qualsivoglia altro rapporto di mediazione: essa infatti si caratterizza soprattutto (ma non solo) per il fatto che l'intermediario non pone semplicemente in relazione fra loro le parti del futuro contratto, bensì - una volta individuata l'operazione da compiere - egli si occupa anche dell'acquisto (ovvero della vendita ovvero della negoziazione) dello strumento finanziario prescelto che effettua "in proprio" salvo a girarlo al cliente/ordinante. E tale peculiarità è determinata dal fatto che egli solo ha accesso ai mercati ove i titoli sono negoziati (ovvero è in stretta relazione con i soggetti che a quel mercato hanno accesso). Tuttavia ciò non snatura la sostanza del rapporto che è, e rimane, di vera e propria mediazione (tant'è che il guadagno dell'intermediario è dato essenzialmente dai diritti di commissione) anche se la normativa di settore, in considerazione della notevole alea dei mercati finanziari impone ai soggetti intermediari (nella loro qualità di operatori specializzati) una serie di obblighi che non possono essere visti come imposizioni e restrizioni al "contraente forte" bensì come rimedi per evitare per quanto possibile che il cittadino possa avere sorprese sgradite a causa della

volatilità dei mercati. Ciò comporta che eventuali momenti patologici del rapporto di intermediazione non si possano riverberare immediatamente sul negozio posto in essere (il cliente/ordinante - quindi - continuerà a restare l'intestatario dei titoli acquistati) anche se l'intermediario che non abbia rispettato gli obblighi imposti dalla normativa di settore può ben essere chiamato a rispondere dei danni che il cliente ha patito per un investimento non oculato. Da quanto sopra esposto discende che nell'ambito del rapporto di intermediazione finanziaria, l'intermediario che viola gli obblighi imposti dalla normativa di settore risponde a titolo di inadempimento contrattuale per i danni causati al cliente/investitore. analogamente (ad es.) alla responsabilità del mediatore immobiliare per vizi ovvero vincoli del bene compravenduto che egli conosceva (o doveva conoscere), ma di cui ha taciuto».

⁽⁶³⁾ Per Cass., 15.1.2000, n. 426, in *Contr.*, 2000, 911, con nota di Al. ANGIOLI, *Responsabilità del mandatario per la gestione azionaria*; e in *Foro it.*, 2000, I, 1161, 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 conaturato 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)».

⁽⁶⁴⁾ A tal fine assume rilievo preminente l'art. 47 Cost.

Le ricerche economiche e l'evidenza empirica dimostrano, infatti, la diretta correlazione esistente tra le oscillazioni nei prezzi degli strumenti finanziari e la revisione dei procedimenti valutativi⁽⁶⁵⁾. Risultano fondamentali, in tale contesto, le valutazioni sul merito di credito emanate dalle agenzie di rating le quali, oltre che rappresentare la "stella polare" per gli investitori, costituiscono per l'intera comunità finanziaria un insostituibile strumento di controllo sulla rischiosità degli emittenti, nonché assolvono un'indiretta funzione di asset allocation per gli intermediari medesimi⁽⁶⁶⁾.

La discrezionalità tecnica di cui appare dotato l'intermediario impone al medesimo, in secondo luogo, di salvaguardare gli interessi del cliente anche – e soprattutto – durante la fase esecutiva del rapporto, nei limiti in cui ciò non comporti un suo apprezzabile sacrificio⁽⁶⁷⁾.

La facoltà (*rectius* l'obbligo) di modificare gli assetti previsti nella fase iniziale del rapporto consente all'intermediario l'applicazione, in via analogica, della norma prevista dall'art. 1711, 2° co., c.c., la quale si applica a tutti i contratti gestori di durata, ontologicamente muniti di "flessibilità programmatica". ■

L'operato dell'intermediario deve tenere conto anche delle valutazioni operate dalle agenzie di rating, costituenti un indispensabile strumento di controllo sulla rischiosità degli emittenti

⁽⁶⁵⁾ Per CANTINO, *Valore d'impresa e merito creditizio - Il rating*, Milano, 2002, 191 ss., «le modifiche di rating hanno un notevole valore informativo e segnalatico soprattutto per gli operatori singoli, perché sono il risultato di un monitoraggio costante della situazione dell'emittente e del suo ambiente, che nessun singolo investitore sarebbe mai in grado di compiere. L'attività di sorveglianza delle agenzie viene a torto data per scontata e non adeguatamente valorizzata al di fuori delle agenzie stesse; in realtà si tratta di un lavoro importantissimo, perché permette, come si è visto, di approfondire sempre più la conoscenza di un emittente, integrando il giudizio iniziale con valutazioni di ordine qualitativo, che non sempre possono emergere ad un primo approccio».

Secondo Trib. Roma, 30.7.2007, inedita, le obbligazioni della Repubblica Argentina erano state classificate nella categoria B1 (con prospettive stabili) di Moody's ed in quella BB (con prospettive negative) di Standard & Poor's, ed era stato precisato nei relativi reports che non vi era certezza che, in un'eventuale crisi debitoria futura, i pagamenti relativi alle obbligazioni ed ai titoli circolanti dell'Argentina potessero essere effettuati con altrettanta regolarità. La banca (operatore professionale sui mercati finanziari) era quindi tenuta ad informare gli investitori della rischiosità specifica dello investimento in questione.

⁽⁶⁶⁾ NIERI, *L'applicazione del rating alle banche: problemi e prospettive*, Milano, 1996, 36 ss., «il presupposto essenziale affinché gli operatori di mercato utilizzino vantaggiosamente il rating è dato dalla completa affidabilità che essi riconoscono al rating stesso. Se difatti essi impiegassero il rating solo come un ulteriore indicatore del grado di rischio insito in determinate passività, affiancandolo ai risultati di proprie analisi, come è stato già prospettato, o addirittura lo sottoponessero a verifica, il beneficio derivante dalla presenza di rating si ridurrebbe significativamente. Di fatto si ritiene che gli operatori confidino nell'affidabilità dei rating in quanto prodotti da imprese che, da un lato, hanno un forte incentivo a mantenere la propria reputazione e quindi a divulgare rating corretti, e, dall'altro, dovrebbero aver acquisito una specializzazione ed *expertise* nel settore delle analisi finanziarie tale da garantire una bassa probabilità di classificazioni non corrette. Utilizzando una stilizzazione, si

potrebbe affermare che le agenzie di rating ricevono una sorta di delega dal mercato per valutare la rischiosità degli emittenti; tale delega è indiretta in quanto la domanda di rating è espressa dagli emittenti che però, come già evidenziato, sono influenzati dalle reazioni del mercato alla divulgazione del rating e quindi dal riconoscimento o meno di affidabilità che il mercato stesso dà ai rating emessi. All'interno di questo particolare rapporto di delega, l'agenzia di rating, che opera nel ruolo di *agent*, è incentivata a non disattendere le aspettative del *principal* – che si identifica, da un lato, con chi domanda il rating e cioè l'emittente/debitore, e, dall'altro lato, con i destinatari del rating, e cioè con gli investitori – poiché se così avvenisse verrebbe distrutta o quantomeno intaccata la sua reputazione. In un ambito pluriperiodale, dove il contratto di rating può essere inteso come una serie di giochi ripetuti, l'agenzia sarebbe punita attraverso il non rinnovo dei contratti da parte degli emittenti. È però vero che la verifica cui è sottoposta l'agenzia di rating – che coincide con il mancato rispetto dei termini di pagamento previsti dall'accordo sottoscritto dall'emittente o dal debitore – si realizza con una frequenza che è piuttosto bassa e che tende a zero all'interno di alcune classi. Pertanto le agenzie potrebbero aver individuato, all'interno della scaletta del rating, una fascia ricomprendibile rating per i quali la verifica di correttezza è oltremodo improbabile. In altri termini, sarebbe difficile verificare se l'assegnazione di una tripla A è corretta o se risulta più adeguata una doppia A. La difficoltà del controllo da parte dei terzi potrebbe favorire comportamenti opportunistici da parte dell'agenzia di rating che potrebbe cercare di colludere con l'emittente, collocando in una classe più elevata i suoi titoli, ovvero decidere di destinare minori risorse all'analisi di quelle passività che ad una prima analisi risultino ricomprese in una fascia di classi cui corrispondono differenze in termini di tassi di *default* molto contenute».

⁽⁶⁷⁾ IMBRENDA, *Controllo e gestione: il potere del mandante di impartire istruzioni*, in *Rass. dir. civ.*, 2003, 670, «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 istruzioni».