

CONSIGLIO SUPERIORE DELLA MAGISTRATURA  
UFFICIO DEI REFERENTI PER LA FORMAZIONE DECENTRATA  
PER LA CORTE D'APPELLO DI LECCE

\* \* \*

INCONTRO DI STUDI SUL TEMA:  
RISPARMIATORE E CONSUMATORE: "PROTAGONISTI DEBOLI"  
DELLA SOCIETA' POSTINDUSTRIALE

Lecce, 6 luglio 2005

Gran Hotel Tiziano e dei Congressi

\* \* \*

PRODOTTI FINANZIARI E RESPONSABILITA'  
DELL'INTERMEDIARIO: LO STATO DELLA GIURISPRUDENZA

*Relazione del dott. Valentino Lenoci,  
giudice del Tribunale di Brindisi*

1. *Premessa* - Le recenti vicende, balzate agli onori delle cronache nazionali, dei clamorosi crack finanziari dei gruppi Parmalat e Cirio, nonché il *default* dei cc.dd. *bond* argentini, nonché, ancora, il collocamento, da parte di istituti bancari particolarmente "spregiudicati" (ed operanti in particolar modo nell'area salentina), di prodotti finanziari alquanto oscuri e complessi (My Way, 4you, BTP-tel, BTP-index), hanno determinato un considerevole incremento del contenzioso tra risparmiatori ed istituti di credito operanti nel campo dell'intermediazione finanziaria, in relazione, soprattutto, all'osservanza, da parte degli operatori finanziari, delle regole di vendita e collocamento nel mercato mobiliare dei titoli destinati al pubblico risparmio.

La normativa di settore è, in materia, quella dettata dal d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ed emesso ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (delega al governo per l'emanazione di un testo unico in tema di attuazione delle direttive comunitarie nn. 93/6/CEE e 93/22/CEE).

Tale normativa, come è noto, prevede una serie di obblighi di informazione e di cautela particolarmente pregnanti per l'intermediario finanziario, e ciò a tutela del risparmiatore, ed in particolare del risparmiatore c.d. non professionale.

Invero, un mercato finanziario vitale ed efficiente è un obiettivo pressoché irrinunciabile per la nostra economia, perché consente di alleggerire, almeno

con riferimento alle risorse finanziarie destinate a finanziare progetti a medio e lungo termine, la dipendenza dall'indebitamento bancario, molto spesso concesso a breve, ma poi impropriamente trasformato in finanziamento strutturale.

Un mercato finanziario efficiente, tuttavia, si basa essenzialmente sulla fiducia: fiducia sugli emittenti, ma soprattutto fiducia sugli intermediari che fanno da indispensabile *trait d'union* fra coloro che hanno bisogno di risorse finanziarie e coloro che intendono investire i propri risparmi, per trarre da essi una possibile e più o meno elevata fonte di reddito, nel mercato finanziario anziché altrove.

Le risorse finanziarie necessarie per sostenere (e, da noi, rivitalizzare), questo circuito virtuoso devono provenire, in ultima istanza, dai singoli risparmiatori, e questo sanno bene, nella generalità dei casi, di non avere e di non poter acquisire le conoscenze necessarie per valutare la "qualità" ed il grado di rischio di investimento (che non sia tanto elementare nella sua morfologia da consentire margini di profitto che appena coprono, e neppure sempre, il tasso di inflazione).

I risparmiatori, dunque, hanno bisogno di fidarsi di qualcuno, di operatori professionali che coprono il *gap* informativo di cui i primi soffrono: se gli intermediari finanziari che a vario titolo ed in diverse fasi si interpongono fra emittenti e risparmiatori, riescono a guadagnarsi la fiducia dei risparmiatori, le risorse finanziarie di questi ultimi affluiscono anche sul mercato diretto dei capitali; altrimenti no, e quelle risorse sono destinate ai depositi bancari, ai titoli di Stato, se non agli investimenti immobiliari o ad altre iniziative ancora (Pisani Massamormile, *Emissione obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, Grafischena, Fasano, 2005, 5).

Proprio per assicurare la fiducia dei risparmiatori al mercato finanziario, e per tutelarli contro eventuali superficialità – se non abusi – degli intermediari, il d. lgs. n. 58/1998 (d'ora innanzi T.U.F. – Testo Unico della Finanza) ha previsto, come si è detto, una serie di obblighi di informazione e di cautela, al fine di rendere perfettamente consapevole l'investitore della tipologia dell'operazione, e dei rischi ad essa connessi.

*2. Gli obblighi dell'intermediario finanziario* - In linea generale, occorre dire subito che l'elemento *rischio* è certamente connaturale al mercato finanziario: invero, se non ci fosse il rischio, non vi sarebbero i profitti attesi da coloro che investono in quel mercato.

Gli intermediari finanziari, dunque, in qualunque modo intervengano nelle operazioni di emissione, non assumono, nei confronti dei risparmiatori, una obbligazione avente ad oggetto i risultati economici promessi dai titoli intermediati: in altri termini, l'intermediario che vende un titolo obbligazionario ad un risparmiatore non può ritenersi inadempiente (e responsabile) per il semplice fatto che questi non è poi riuscito ad ottenere il pagamento degli interessi promessi e/o il rimborso del capitale investito.

In realtà, il contenuto degli obblighi dell'intermediario attiene ad altro: attiene, in particolare, alla prestazione di una corretta informazione all'investitore circa la natura dei titoli acquistati e la solvibilità dell'emittente: in pratica, l'intermediario deve consentire non un investimento "sicuro", bensì un investimento "consapevole".

Proprio su tali obblighi informativi è costruita la norma generale in tema di obblighi degli intermediari finanziari:

1. 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;
  - 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  
(art. 21 T.U.F.).

La disposizione in esame prevede una serie di obblighi, per così dire, generici; la norma, peraltro, ha indubbiamente un contenuto immediatamente precettivo, anche se poi le regole in questione hanno trovato una specificazione nella Regolamento Consob 1° luglio 1998, n. 11522, adottato ai sensi degli articoli 6, 2° comma, 19, 3° comma, 23, 1° comma, 27, 3° e 4°

comma, 28, 3° comma, 30, 2° e 5° comma, 31, 6° comma, lettere d), f), g) e h), 32, 2° comma e 201, 8° comma, del T.U.F.

In particolare, l'art. 28 del regolamento prevede la c.d. *know your customer rule*, disponendo che:

1. Prima di iniziare la prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari autorizzati devono:

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

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

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

3. Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% 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, nonchè 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% 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% di tale controvalore.

5. Gli intermediari autorizzati mettono sollecitamente a disposizione dell'investitore che ne faccia richiesta i documenti e le registrazioni in loro possesso che lo riguardano, contro rimborso delle spese effettivamente sostenute.

(art. 28 reg. 11522/1998).

L'art. 29 di tale regolamento, dal canto suo, prevede la c.d. *suitability rule*, disponendo che non gli intermediari non devono effettuare operazioni <<non adeguate>> agli investitori per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione, dovendo informare l'investitore dell'inadeguatezza dell'operazione nei casi in cui ricevano disposizioni in tal senso.

Infine, l'art. 26, 1° comma, lett. e), del regolamento Consob prevede la c.d. *know you merchandise rule*, imponendo agli operatori di acquisire una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire.

Ora, nella evoluzione giurisprudenziale recente, se si è raggiunta una certa <<sistemazione>> circa il contenuto degli obblighi informativi e di valutazione ai quali è tenuto l'intermediario, vi sono importanti oscillazioni in ordine alla qualificazione giuridica delle conseguenze derivanti da tali violazioni.

3. *Il contenuto degli obblighi di informazione* - In ordine al contenuto degli obblighi informativi, va osservato che è ricorrente l'affermazione secondo la quale essi consistono, per gli operatori, <<nel dovere di informarsi e nel dovere di informare>>.

Secondo Trib. Genova, sent. 12.4.2005, Sanna c. Bipielle s.p.a., inedita, riguardante un caso di *bond* Cirio, la normativa in esame

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

Va sottolineato che si tratta di conoscenza che l'investitore, per esperienza, per cultura o per diverso campo lavorativo, non potrà mai acquisire, pervenendo ad un giudizio completa sulla operazione finanziaria che si appresta a sottoscrivere (...).

Sempre in relazione ad un caso Cirio, Trib. Roma, sent. 11.3.2005, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>, si afferma testualmente:

Nella fattispecie in esame, ai sensi degli artt. 21 T.U.F., 26 e 28 regolamento CONSOB 11522/1998, la società d'intermediazione mobiliare aveva, innanzitutto, il dovere di informarsi e, poi, quello di informare la cliente sugli strumenti finanziari negoziati. Sul punto, invero, le allegazioni della Banca convenuta, onerata della prova, ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 23 T.U.F., - secondo cui "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 avere agito con la specifici diligenza richiesta" – appaiono del tutto inadeguate.

Ed invero, l'insistente richiamo alle conoscenze personali della G. e del marito di questa, P.G., commercialista, nonché alla circostanza che il prezzo sul mercato delle obbligazioni si fosse mantenuto sempre su livelli elevati e costanti sino all'imminenza del *default*, ed ancora che i bilanci consolidati del gruppo Cirio vennero regolarmente certificati dalle società di revisione, non appaiono elementi sufficienti ad escludere la prospettata responsabilità dell'intermediario.

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

Dunque, come si vede, l'intermediario non solo deve adeguatamente informare il cliente sulla natura dell'investimento, sulla tipologia dei titoli, sul loro grado di rischio, ma deve essa stessa essere adeguatamente informata, prima di collocare il titolo.

A tal proposito, va rilevato che non è certo sufficiente, ai fini dell'osservanza dell'obbligo di informare, una mera informazione generica, quale risultante, solitamente, dal c.d. documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari, previsto dall'art. 28, 1° comma, lett. b) reg. Consob 11522/1998, utilizzabile per qualsiasi investimento - a prescindere dalla tipologia di titoli acquistati – e con una generica indicazione della tipologia di investitore, qualificato sulla base della propensione al rischio.

Invero, il documento in questione dovrebbe mettere l'investitore nelle condizioni di comprendere la natura ed il grado di esposizione al rischio delle operazioni di strumenti finanziari, e, per raggiungere tale obiettivo, la Consob, nel predisporre il documento, cerca di sintetizzare concetti complessi e sofisticati, apparentemente strumentali ad una migliore comprensione della dinamica delle operazioni sul mercato finanziario.

Tuttavia, il semplice assolvimento dell'obbligo di consegna di tale documento informativo non può certo, di per sé, ritenersi esaustivo del rispetto dei doveri di informazione, stante la natura generale e standardizzata delle indicazioni in esso contenute, laddove invece l'operatore deve fornire precise indicazioni circa la pericolosità di quello specifico investimento; né la consegna del documento informativo può ritenersi idonea a determinare una presunzione di conoscenza dei rischi dell'investimento in capo a risparmiatori non professionali (Trib. Mantova, sent. 5.4.2005, in <www.ilcaso.it>).

Il corretto assolvimento degli obblighi di informazione, invece, deve mettere l'investitore nelle condizioni di comprendere esattamente la tipologia dei titoli acquistati, la natura ed il grado di esposizione al rischio delle operazioni in strumenti finanziari, l'esistenza di un rischio per il capitale investito, dovendo garantire, l'intermediario, la propria assistenza all'investitore, e la propria guida nella scelta delle operazioni da compiere, anche al di là delle asettiche e standardizzate informazioni riportate nel documento sui rischi generali. Deve trattarsi, quindi, di informazione <<adeguate>> al cliente, in relazione al suo grado d'istruzione, alla sua qualifica professionale, alla sua propensione al rischio, alla sua situazione personale.

Gli obblighi informativi e di valutazione, peraltro, comportano, come già detto, che l'intermediario, quale operatore professionale altamente qualificato, sia esso stesso, in primo luogo, obbligato a conoscere adeguatamente la natura dei titoli intermediati.

Secondo Trib. Mantova, sent. 5.4.2005, cit., con riferimento sempre ai *bond* Cirio, anche sulla scorta del principio generale di cui all'art. 1176, 2° comma, c.c., l'intermediario era obbligato a conoscere tutti i dati relativi alle obbligazioni in questione, con specifico riferimento alla natura altamente rischiosa dell'investimento, trattandosi di dati desumibili dall'essere i titoli originariamente destinati ad investitori qualificati, dall'assenza di *rating* e

dall'esame del bilancio del gruppo Cirio, che evidenziava una criticità nota all'interno dell'istituto; tali conoscenze, poi, l'intermediario è obbligato a trasferirle al cliente.

4. *Il criterio dell'adeguatezza* - L'assolvimento degli obblighi informativi, sia sotto il profilo dell'obbligo di informarsi che sotto quello dell'obbligo di informare, non esaurisce, peraltro, il ventaglio dei doveri imposti agli operatori finanziari, essendo necessario che le operazioni da loro poste in essere siano <<adeguate>> al profilo di investitore rivestito dal cliente (c.d. *suitability rule*).

In effetti, è obbligo dell'intermediario valutare l'adeguatezza dell'operazione tenendo presenti l'età, la professione, la presumibile propensione al rischio anche alla luce della pregressa ed abituale operatività, la situazione del mercato, di talché l'operatore deve comunque astenersi dal compiere per conto degli investitori operazioni non adeguate. Mi permetto di segnalare, a tal proposito, Trib. Brindisi, ord. 21.2.2005, <in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>, dove è sancita l'inadeguatezza del collocamento di un prodotto strutturato ad altissimo rischio quale il BTP-TEL ad un soggetto semianalfabeta, di 75 anni, che aveva sempre svolto l'attività di bracciante agricolo, certamente non in grado di comprendere il complesso meccanismo di funzionamento del prodotto BTP-TEL, ed il grado di rischiosità dello stesso. Dal canto suo Trib. Palermo, sent. 17.1.2005, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>, rileva che l'acquisto di obbligazioni di un paese emergente quale la Polonia, nonché l'acquisto di *bond* Cirio, in quanto connotati da un grado elevato di rischio, devono ritenersi operazioni inadeguate per un investitore la cui esperienza prima di allora era maturata solo sulla base di negoziazione di titoli del debito pubblico italiano con l'obiettivo, dichiarato, di costituire la provvista necessaria per l'acquisto di una abitazione. Ciò, sulla scorta delle seguenti considerazioni:

- le obbligazioni Cirio Del Monte erano state emesse da una società non soggetta al diritto italiano, avente sede in Lussemburgo;
- l'emittente non era dunque ristretta, nell'emissione di prestiti obbligazionari, entro i limiti imposti dall'art. 2412 c.c., nel testo allora vigente;
- in quanto riservate ad un pubblico di investitori professionali, erano sollevate, ai sensi dell'art. 100 T.U.F., dall'osservanza delle stringenti disposizioni di cui agli



artt. 94-99 T.U.F. e degli artt. 4-19 della delibera Consob 14.5.1999, n. 11971: la società emittente non aveva avanzato comunicazione alla Consob, non aveva sottoposto i propri bilanci al giudizio di una società di revisione, non aveva compilato il prospetto informativo nel rispetto degli schemi predisposti dalla Consob, né un'eventuale nota informativa;

- non erano dunque conoscibili le informazioni "necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti", che a tenore dell'art. 94 comma 32 T.U.F. costituiscono l'oggetto del prospetto destinato alla pubblicazione;

- erano assistite solo da una *offering circular* adatta alla comprensione degli investitori istituzionali;

- non erano, ovviamente, quotate in borsa né in altri mercati regolamentati italiani, con conseguente sottrazione alle previsioni di cui agli artt. 113-116 delib. Consob 14.5.1999 n. 11971, ed erano scambiate solo nei c.d. mercati non regolamentati, ovvero nei sistemi di scambi organizzati dagli intermediari all'uopo abilitati;

- non erano state sottoposte ad una delle agenzie di valutazione indipendente per l'apprezzamento del merito di credito (c.d. *rating*) della società emittente;

- erano oggetto di limitazione nella negoziazione, avendo il procuratore speciale dell'istituto di credito riferito di una circolare della Banca d'Italia che, verosimilmente, inasprendo le limitazioni di cui all'art. 44 delib. Consob 1.7.1998, n. 11522, ne vietava l'inserimento nel portafogli oggetto di gestione per conto di clienti.

Si trattava, dunque, di strumenti finanziari all'evidenza destinati, dopo il necessario passaggio mediato nel paniere titoli di un intermediario finanziario, non alla generalità dei risparmiatori del mercato secondario, ma a quelli tra costoro particolarmente avveduti, esperti e, in ogni caso, significativamente propensi al rischio.

(Trib. Palermo, 17.1.2005, <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>)

Va rilevato, peraltro, che del tutto irrilevante, ai fini della responsabilità dell'intermediario, è la circostanza che l'ordine di acquisto di determinati titoli sia stato richiesto espressamente dal cliente. Infatti

gli obblighi sanciti dal legislatore a carico dell'istituto bancario fanno sì che il suo compito non è circoscritto a quello di una supina mera ricezione degli ordini, ma a un'attività molto diversa e ulteriore, attività che si sostanzia in quella che si può definire una consulenza.

Basti richiamare il terzo comma dell'art. 29 del regolamento della Consob, laddove è previsto che gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizione relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione.

Peraltro l'obbligo di indicare che l'operazione non è adeguata per il cliente richiede necessariamente e preliminarmente la raccolta dal medesimo di tutte le informazioni utili per procedere a tale valutazione, sicché in difetto di tali comportamenti da parte dei funzionari bancari rimane ben poco rilevante la circostanza che l'operazione sia stata suggerita dal cliente o proposta dall'intermediario

(Trib. Firenze 18.2.2005, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>)

Ad ogni modo, i tre doveri generali imposti agli intermediari (*know your merchandise rule, know your customer rule, suitability rule*) operano in sinergia tra loro: gli intermediari, infatti, possono astenersi dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate in relazione alle caratteristiche finanziarie e personali della clientela, solo se conoscono, in primo luogo, le caratteristiche della stessa clientela.

Poiché da un punto di vista giuridico il concetto fondante della *suitability rule* è quello della diligenza professionale, l'intermediario è responsabile per il compimento di un'operazione non adatta, qualora non abbia utilizzato tutti i mezzi e gli accorgimenti necessari per attuare il tipo d'attività in cui è ravvisabile la soddisfazione dell'interesse dell'investitore. Essendo il "rischio" l'elemento più idoneo a dare significato al concetto di diligenza nell'ambito della *suitability rule*, compito dell'autorità giudiziaria è di verificare, attraverso l'ausilio di c.t.u., l'effettivo grado di rischio dell'investimento, in relazione all'avversione al rischio dell'investitore.

Una volta accertata l'esistenza di uno scarto tra tali due elementi, l'investitore è automaticamente protetto dalla normativa sull'adeguatezza; ed il mancato rispetto della stessa da parte dell'intermediario, secondo ovvie considerazioni dettate da un'analisi costi-benefici, è di per sé sufficiente per censurarne il comportamento, in punto di verifica della diligenza

(Sartori 2004, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>).

5. *Il conflitto di interessi* – Tra gli obblighi imposti all'intermediario vi è anche quello di organizzarsi ed operare in maniera tale da ridurre al minimo i

rischi di conflitto di interesse, e, in situazione di conflitto, di agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento (art. 21, 1° comma, lett. c), T.U.F.).

L'intermediario, quindi, deve strutturarsi in modo tale da evitare, per quanto possibile, una mera concorrenza di interessi con gli investitori, dall'altra, preso atto della eventuale compresenza di situazioni conflittuali, impone alle stesse di informare i clienti della situazione e di agire, comunque, equamente, e cioè nell'esclusivo interesse dell'investitore. L'informazione deve essere resa in via iniziale, quando è concluso il contratto-quadro con l'investitore, e non prima di ogni singola operazione (Sartori, *op.cit.*).

Il divieto di agire in conflitto di interesse è poi specificato dall'art. 27 del regolamento Consob, al cui 2° comma si legge che

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

(art. 27, 2° comma, reg. Consob n. 11522/1998).

In sostanza, il conflitto di interessi ricorre quando l'intermediario è portatore di un interesse incompatibile con quello dell'investitore, e cioè si verifica, soprattutto, quando l'intermediario tende a “scaricare” dell'investitore il rischio di investimenti effettuati in proprio.

Emblematico è il caso in cui l'istituto non operi una semplice intermediazione, ma venda titoli presenti nel proprio portafoglio, dei quali voglia disfarsi quando cominci ad intravedere rischi di perdite.

Il conflitto, inoltre, è stato ritenuto sussistente anche quando i titoli, pur non presenti nel portafoglio dell'intermediario, siano acquistati da una società controllata o facente parte dello stesso gruppo (in questo senso, Trib. Mantova, sent. 18.3.2004, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>, che peraltro ha escluso la

sussistenza di un danno per l'investitore, in quanto il prezzo applicato era comunque il migliore rispetto a quello praticato dagli altri operatori), o, in ogni caso, quando la banca acquisisca in proprio il rischio del collocamento, ad esempio assumendo l'incarico di gestire il collocamento contro una provvigione che comprende il servizio di distribuzione del prodotto e la garanzia d'acquisto in proprio in caso di mancato piazzamento dell'intera partita (nel quale caso il conflitto si sostanzierà nell'interesse dell'intermediario a trasferire al cliente quell'elevatissimo rischio di risultato che altrimenti correrebbe in proprio (Trib. Venezia, sent. 22.11.2004, in <www.ilcaso.it>).

Non sussisterebbe, invece, il conflitto di interessi, quando i titoli siano stati ceduti a risparmiatori senza sollecitazione dell'intermediario, ma in conformità agli ordini ricevuti dal cliente per conto dello stesso (Trib. Mantova, sent. 3.2.2005, in <www.ilcaso.it>).

*6. Le conseguenze della violazione degli obblighi di informazione e cautela, e del divieto di operare in conflitto di interessi* - A questo punto, si pone il problema di verificare le conseguenze delle violazioni delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria, e, come si è detto in precedenza, la giurisprudenza è sul punto alquanto divisa.

Un primo gruppo di decisioni, infatti, qualifica il rapporto intercorrente tra investitore ed intermediario come un contratto (“contratto di investimento” o “contratto di intermediazione finanziaria”), e, sul presupposto nella natura imperativa delle norme in precedenza esaminate a tutela degli investitori, ritiene che la violazione di tali norme determini la nullità del contratto medesimo. Secondo tale impostazione, infatti,

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

Questo principio è stato sancito dalla giurisprudenza di legittimità (Cass. 7.3.2001, n. 3272), secondo cui “in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce

l'art. 1418, comma 1, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità”.

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

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

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

La prospettiva da muovere la disciplina del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e nella quale sono confluite regole già vigenti e regole di nuova coniazione, riguarda, in generale, la regolamentazione del mercato finanziario, con particolare attenzione alla tutela degli interessi pubblici sottesi alle regole (....).

Ne consegue che correttezza e diligenza, di cui alla disciplina dei servizi di investimento, esprimono concetti più ampi di quelli sottesi alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche, più in generale (e in via di principio), in relazione allo svolgimento dell'attività economica come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e a garantire l'integrità del mercato. Pertanto, nel contesto della nuova normativa, la diligenza e la correttezza sono canoni di condotta riconducibili alle pratiche del commercio e agli usi imprenditoriali, mentre nel contesto codicistico non possono mai prescindere dall'esistenza di un rapporto giuridicamente rilevante tra due parti definite e precisamente individuate

(Trib. Firenze, 18.2.2005, cit.).

Nel senso di considerare gli artt. 21 T.U.F., 28 e 29 reg. Consob n. 11522/1998 come norme imperative, in considerazione della tipologia degli interessi tutelati (tutela del risparmio, diligenza degli intermediari, integrità dei mercati, in riferimento all'art. 47 Cost., agli artt. 5 – riguardante la finalità dei poteri di vigilanza attribuiti alla Banca d'Italia ed alla Consob – 21, lett. a), e 190 – che prevede sanzioni amministrative del per le violazioni all'art. 21 T.U.F) - è anche Trib. Mantova, 5.4.2005, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>, nonché, di

recente, anche le pronunce del Tribunale di Brindisi in tema di prodotti BTP-TEL (v., in part., ord. 21.2.2005, cit. *supra*). Tale orientamento ricalca, peraltro, quello che si era formato in precedenza, con riferimento all'analogia disciplina contenuta nella legge 2.1.1991, n. 2 (cfr. Trib. Torino, 19.4.1998, in *Foro pad.*, 1998, 387; Trib. Milano, ord. 11.5.1995, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, II, 442; v., anche, Cass. 5.4.2001, n. 5052, in *Foro it.*, 2001, I, 2185).

Secondo tale impostazione, dunque, pur non avendo il legislatore e la Consob preso posizione sulla natura invalidante ed imperativa delle regole richiamate, tale natura è comunque desumibile dal tipo di interessi tutelati, ragion per cui ben può l'interprete ipotizzare collegamenti tra la natura invalidante della norma ed il carattere pubblico dell'interesse protetto dalla norma medesima, e, una volta accertato che il negozio concluso si pone in contrasto con tale norma, dichiararne la nullità ex art. 1418 c.c. La violazione degli obblighi di informazione e cautela, dunque, inciderebbe sulla genesi del contratto, minandone la validità.

In quest'ottica si pongono pure le pronunce che affrontano la questione della sussistenza di un eventuale conflitto di interessi tra intermediario e cliente: infatti,

l'obbligo informativo acquista una sua autonomia nella costruzione della fattispecie e la sua valutazione, quando vi è adempimento, deve essere portata nel più complessivo quadro degli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza che sono fondamentali all'ordinamento finanziario.

Obblighi che danno al conflitto d'interessi una connotazione particolarmente intensa che, misurato dal giudizio di adeguatezza, implica un comportamento diligente e trasparente che non può non riflettersi sulle stesse scelte ove queste, a qualsiasi titolo, privilegino l'intermediario a scapito degli interessi del cliente e siano dal primo maliziosamente orientate.

Quadro che nel caso in questione si sostanzia, come si è detto, in un trasferimento del rischio d'investimento che viene posto in capo al cliente senza renderlo edotto di quelle circostanze che danno all'operazione compiuta dall'intermediario un connotato d'interessi particolari e che devono essere preventivamente conosciuti come momento essenziale per la formazione della volontà del cliente nel concedere o non concedere la sua autorizzazione.

Da quanto sopra ne consegue che entrambe le operazioni sono state eseguite in palese violazione di quelobbligo informativo imposto dall'art. 21, lett. a) e b) nonché delle previsioni contenute nel relativo regolamento d'attuazione artt. 27 e

28, norme queste la cui natura è imperativa ai sensi dell'art. 1418 Codice civile in ragione degli interessi generali tutelati (diligenza degli intermediari e tutela del risparmio; cfr. sul punto anche Cass 7 marzo 2001, n. 3272 che ha enunciato il suddetto principio in termini generali) e la cui violazione è stata fatta valere dal contraente danneggiato (Trib. Venezia, 22.11.2004, cit.).

Conseguenza di tale dichiarazione di nullità è poi il riconoscimento del diritto dell'investitore alla ripetizione di quanto versato, in applicazione delle regole sull'indebito oggettivo ex art. 2033, e la condanna quindi dell'intermediario alla restituzione di quanto ricevuto.

Si pone poi il problema di verificare la possibilità di richiedere l'ulteriore risarcimento del danno.

Tale questione si pone nell'ambito del più ampio tema della responsabilità del conclusione di contratto invalido, che non può certo essere affrontato in questa sede. E' sufficiente, a tal proposito, rilevare come la tesi più accreditata ammetta la risarcibilità dei danni nei limiti dell'interesse negativo, nel senso che il risarcimento dovrà essere limitato al danno che la controparte avrebbe evitato, se avesse saputo che la prestazione promessa non era dovuta e non sarebbe stata effettuata (Sacco – De Nova, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile* diretto da Sacco, II, 2004, 605).

All'orientamento che parla di nullità del contratto di investimento si contrappongono, invece, quelle decisioni che ritengono che, in caso di violazione degli obblighi di cui al T.U.F. ed al regolamento Consob, si determini un vero e proprio inadempimento contrattuale, con conseguente condanna dell'intermediario al risarcimento del danno.

Tale pronunce pongono l'accento, più che sulla natura imperativa delle norme in tema di intermediazione mobiliare, sugli obblighi che tali norme impongono all'intermediario, ed alla diligenza "professionale" richiesta a quest'ultimo ex art. 1176, 2° comma, c.c., con la conseguenza che la violazione di tali norme integrerebbe un inadempimento contrattuale, cui discende la condanna al risarcimento del danno ex art. 1218 c.c.

Secondo tale impostazione,

deve, innanzitutto, escludersi la sussumibilità della fattispecie in esame nell'ambito della nullità negoziale di cui all'art. 1418, comma 1, c.c., in quanto la

violazione, da parte dell'intermediario, degli obblighi comportamentali imposti da norme sicuramente volte alla tutela anche di interessi di carattere generale non può, sempre ed in ogni caso, condurre all'applicazione di una sanzione così grave com'è quella dell'invalidità del contratto che, viceversa, lo stesso art. 23, commi 1, 2 e 3 T.U.F. riserva alla mancanza di forma scritta ed al concreto interesse del cliente a farla valere (c.d. nullità relativa).

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

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

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

Deve, poi, escludersi la sussumibilità della fattispecie nell'ambito della garanzia per i vizi della cosa venduta, di cui agli artt. 1490 ss. c.c., apparendo, francamente, arduo ricondurre all'intermediario negoziante una responsabilità per la mancata solvibilità della società emittente che, viceversa, è l'unica ad essersi obbligata verso gli obbligazionisti alla periodica remunerazione del capitale prestato ed alla restituzione di un corrispondente importo alla scadenza pattuita.

Appare giuridicamente più corretta una diversa opzione, e cioè quella di ritenere sussistente una responsabilità dell'intermediario, sicuramente di natura contrattuale, rientrando i doveri comportamentali di quest'ultimo nella prestazione, strutturalmente complessa, alla quale si è obbligato nei confronti del cliente, le norme generali in tema di inadempimento o inesatto adempimento, con conseguente diritto dell'investitore a ricevere il ristoro del pregiudizio patrimoniale subito in dipendenza dell'acquisto dei valori mobiliari, rimanendo a carico dell'intermediario inadempiente il rischio dell'esito negativo dell'investimento (cfr. art. 1453 ss. c.c.).

Non v'è dubbio, inoltre, che, nello speciale regime di responsabilità in oggetto, sull'investitore grava pur sempre l'onere di dimostrare il danno derivato dalla violazione delle regole di comportamento di cui sopra (.....).

(Trib. Roma, sent. 11.3.2005, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>).



Dunque, come si vede, in base a tale orientamento, il contratto di investimento sarebbe comunque valido, ma la violazione dei doveri di informazione e cautela dell'intermediario determinerebbe un inadempimento contrattuale, e, a sostegno di tale tesi, militerebbe anche l'art. 23, 6° comma, T.U.F., secondo il quale

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 (art. 23, 6° comma, d. lgs. 58/1998).

Tale disposizione, invero, ricalca quella di cui all'art. 1218 c.c., che pone a carico del debitore l'onere di provare che l'inadempimento sia avvenuto da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile, il che confermerebbe che, nel caso di violazione degli obblighi imposti all'intermediario, si realizzerebbe un vero e proprio inadempimento contrattuale. D'altro canto, la Corte di cassazione ha avuto modo, in passato che affermare che

Nei contratti a prestazioni corrispettive i doveri di correttezza, di buona fede e di diligenza - di cui agli art. 1337, 1338, 1374, 1375 e 1175 c.c. - si estendono anche alle cosiddette obbligazioni collaterali di protezione, di informazione, di collaborazione, che presuppongono e richiedono una capacità discretiva ed una disponibilità cooperativa dell'imprenditore nell'esercizio della sua professione e, quindi, nel tenere conto delle motivazioni della controparte all'acquisto. Detti doveri ed obblighi impongono che l'imprenditore, anzitutto, si preoccupi dell'esatta specificazione delle caratteristiche del bene compravenduto al momento della conclusione del contratto, rispondendo anche della negligenza dei propri agenti al riguardo, ed, in secondo luogo, che, nel caso la necessaria specificazione fosse stata omessa, ne faccia richiesta all'acquirente prima di provvedere alla propria prestazione, astenendosi dal consegnare beni di una specie qualunque fra quelli appartenenti al "genus" prodotto o commerciato, diversamente rendendosi inadempiente alle indicate obbligazioni accessorie, che si pongono come precondizioni dell'obbligazione principale, e già solo per questo legittimando l'eccezione ex art. 1460 c.c.

(Cass. 16.11.2000, n. 14865, in Corriere giur., 2001, 762).

Riprendendo tale insegnamento, il Tribunale di Roma, nella sentenza 8.10.2004 (sempre in <www.ilcaso.it>) ha affermato che, nel campo dell'intermediazione finanziaria, la negoziazione dei titoli deve avvenire secondo regole di diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti, specificate nel T.U.F. e nel regolamento Consob in maniera così rigorosa e dettagliata, da rendere i relativi contratti "tipizzati", in quanto i doveri di informazione richiesti agli intermediari si pongono come obbligazione di carattere primario, il cui adempimento deve essere valutato alla stregua dell'art. 1176, 2° comma, c.c., nel quale è indicato il criterio di determinazione della specifica diligenza richiesta dell'adempimento da parte di chi svolge attività professionale. Di conseguenza,

la violazione delle regole di informazione e di valutazione dell'adeguatezza dell'operazione proposta ai clienti risparmiatori costituisce inadempimento imputabile all'intermediario, e, trattandosi di regole di comportamento esplicitamente codificate nell'interesse del cliente, l'inadempimento è da porsi in relazione causale con l'evento dannoso. Ricade sull'intermediario l'onere di provare che tra la violazione ed il danno non è vi è alcun nesso di causalità, dimostrando che il danno è derivato da eventi estranei alla sua sfera di azione (...).

(Trib. Roma, 8.10.2004, cit.).

L'orientamento in esame, dunque, pone l'accento non già su un eventuale *vizio genetico* del contratto di investimento, bensì su un suo presunto *vizio funzionale*, che riguarda il contratto ormai perfezionato: il difetto, pertanto, riguarda non già la formazione del contratto, bensì le prestazioni che dovevano essere rese sulla base del negozio concluso.

Interessante è, sul punto, Trib. Taranto, sent. 27.10.2004, in <www.ilcaso.it>, in tema di obbligazioni Cirio, che ipotizza un parallelismo tra la posizione dell'intermediario finanziario e quella del professionista:

al riguardo, la posizione della banca e dei suoi dipendenti appare del tutto simile a quella di un qualsivoglia altro professionista (medico, avvocato, notaio) che, ricevuto un incarico per la soluzione di un determinato caso sottoposto al suo vaglio, non fornisca al richiedente quelle informazioni grazie alle quali lo stesso può operare una scelta consapevole e dar seguito o meno ad ulteriori sviluppi, anche negoziali, rispetto all'originaria prestazione di mera consulenza o diagnosi.

Non pare, qui, fuorviante richiamare l'ipotesi del consenso informato che un paziente deve esprimere, dopo un primo approccio col medico che stabilisce di fargli seguire una determinata terapia o di sottoporlo ad un determinato intervento: infatti, così come è senza dubbio inadempiente (e risponde delle conseguenze dell'intervento terapeutico o chirurgico non preventivate al paziente, pur se lo stesso sia stato tecnicamente ben eseguito) quel medico che omette di informare il paziente dei rischi che la terapia o l'intervento comportino (sì da averne un consenso privo di cognizione di causa in merito ad essi), analogamente non può che rispondere del suo comportamento quell'intermediario finanziario che, richiesto di curare un investimento mobiliare, accetti l'incarico (e quindi concluda il relativo contratto professionale col cliente), ma ometta, poi, di avvertire, in modo specifico, chi a lui si è rivolto dei rischi a cui va incontro con il determinato investimento prospettato. Non è superfluo richiamare alcuni principi sanciti dalla Cassazione in tema di responsabilità professionale per violazione di obblighi informativi gravanti sul professionista officiato di una determinata prestazione (che evidenzia e qualificano in termini di inadempimento contrattuale tale fatto).

In particolare, proprio in tema di responsabilità medica da omessa acquisizione del consenso informato, è stato giustamente rilevato: "che il contratto d'opera professionale si conclude tra il medico ed il cliente quando il primo, su richiesta del secondo, accetta di esercitare la propria attività professionale in relazione al caso in relazione al caso prospettato; che tale attività si scinde in due fasi, quella, preliminare, diagnostica, basata sul rilevamento dei dati sintomatologici, e l'altra, conseguente, terapeutica o di intervento chirurgico, determinata dalla prima; che l'una e l'altra fase esistono sempre, compongono entrambe l'iter dell'attività professionale, costituendo perciò entrambe la complessa prestazione che il medico si obbliga ad eseguire per effetto del concluso contratto di opera professionale; che, poiché solo dopo l'esaurimento della fase diagnostica sorge il dovere del chirurgo d'informare il cliente sulla natura e sugli eventuali pericoli dell'intervento operatorio risultato necessario, questo dovere d'informazione, diretto ad ottenere la prosecuzione dell'attività ..., non può non rientrare nella complessa prestazione"; che, da tanto, discende "la natura contrattuale della responsabilità derivante dall'omessa informazione" (così Cass. Sez. 3 Sentenza n. 7027 del 2001, tra l'altro richiamando, adesivamente, l'indirizzo giurisprudenziale fatto proprio da Cass. sent. 29 marzo 1978 n. 1132, Cass. 26 marzo 1981 n. 1773 e Cass. agosto 1985 n. 4394; in tema si veda anche, più di recente, Cass. 11453 d 2003, sulla necessità di acquisizione del consenso informato, e Cass. 28.5.2004 n. 10297 sez. 3, la quale ha non solo ribadito il principio della responsabilità contrattuale sia dell'ente ospedaliero presso cui si svolge l'attività sanitaria, sia del medico che in concreto la presta, ma ha, coerentemente, tratto da ciò - e dall'anzidetta Cass. n. 13533 del 30 ottobre 2001

Sezioni Unite - le dovute conseguenze in tema di onere della prova, asserendo, in particolare, così confermando, anche su tale punto, la predetta Cass. 7027 del 2001, che "il paziente dovrà dimostrare l'esistenza del contratto e l'aggravamento della situazione patologica o l'insorgenza di nuove patologie per effetto dell'intervento, restando a carico del sanitario o dell'ente ospedaliero la prova che la prestazione professionale sia stata eseguita in modo diligente e che quegli esiti peggiorativi siano stati determinati da un evento imprevisto e imprevedibile").

Sicché, come la responsabilità della casa di cura, nel cui ambito è stata fornita una prestazione sanitaria, è responsabilità per inadempimento dell'obbligazione di apprestare, correttamente, la propria organizzazione aziendale per l'esecuzione dell'intervento richiesto (per cui di quanto fatto dai vari operatori l'impresa risponde ai sensi dell'art. 1228 codice civile: in tal senso, ad esempio, Cass. Sez. Un. Sentenza n. 9556 del 01/07/2002), analogamente deve ritenersi che la Banca non può che rispondere dell'operato dei suoi dipendenti nel caso de quo, in cui la stessa non ha dimostrato che gli stessi abbiano correttamente informato l'investitore dei notevoli rischi cui andava incontro con l'acquisto delle obbligazioni in questione.

Ed ancora, in argomento si vedano (in ordine alla configurabilità in termini di inadempimento contrattuale del comportamento del notaio per omessa informazione di chi gli si rivolga per la conclusione di un rogito), ad esempio, Cass. sez. 3 sent. 5946 del 15/06/1999 (che ha, addirittura, statuito che, oltre all'informativa al cliente, in caso di presenza di iscrizioni pregiudizievoli sull'immobile oggetto dell'atto da stipulare, è obbligo del notaio quello di dissuadere, il cliente stesso dalla sua stipula) e Cass. sez. 2 sent. 6514 del 19/05/2000.

Inoltre, pur tenendo presente la atecnicità con cui talvolta si esprime il legislatore nei testi di legge più recenti, deve considerarsi che l'art. 23 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che disciplina i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori, dopo aver previsto, nei primi tre commi, due espresse ipotesi di nullità degli stessi (nel caso di inosservanza della forma prescritta e nel caso di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico), statuisce, al comma 6°, che "nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta": con ciò evidenziando che l'aver agito con la specifica diligenza richiesta è oggetto dei giudizi risarcitori, laddove l'azione risarcitoria è tipicamente connessa, nell'ambito contrattuale, con l'inadempimento di un contratto già perfezionato, piuttosto che con l'azione volta a farne accertare la nullità, nella quale ultima, al più, potrebbe parlarsi di ripetizione di quanto attribuito in virtù del negozio invalido.

In definitiva, va qualificato in termini di inadempimento il comportamento tenuto dalla convenuta e dai suoi operatori, atteso che (analogamente a quanto anzidetto circa le conseguenze pregiudizievoli che non siano state preventivate al paziente, il quale abbia prestato un consenso medico disinformato), nella specie, è pacifico essersi verificato il rischio che avrebbe dovuto costituire oggetto di apposita ed espressa informativa (il *default* in relazione alle obbligazioni emesse, con effetti, peraltro, descritti dalla stessa convenuta alle pagg. 30 e 35 della conclusionale, oltre che nella comparsa di risposta), e cioè essersi determinata l'assoluta incertezza in ordine al recupero del capitale investito., da parte del risparmiatore. In relazione a tale pregiudizio è, allora, indubbio il diritto dell'investitore al recupero del capitale in danno della parte che, col suo inadempimento, l'ha posto, senza che egli ne avesse consapevolezza, nella situazione *de qua* (con sostanziale accollo dei rischi di recupero in capo all'inadempiente).

(Trib. Taranto, 27.10.2004, cit.).

In definitiva, quindi, in giurisprudenza si fronteggiano due grandi orientamenti in merito alla responsabilità dell'intermediario finanziario, l'uno che guarda al contratto concluso tra investitore ed intermediario ed alla sua validità, l'altro che guarda alla prestazione imposta all'intermediario ed alla sua esatta esecuzione.

Tende invece ad escludersi, in questi casi, l'esistenza di un motivo di annullabilità del contratto di contratto di investimento per vizio del consenso (errore o dolo), in quanto, in genere, non vi è la prova che l'intermediario abbia artificiosamente indotto gli attori ad acquistare i titoli obbligazionari in questione per arrecare ad essi un danno.

Ciò non toglie, tuttavia, che, almeno in astratto, possano ricorrere i presupposti per l'applicazione delle norme in materia di errore essenziale sull'oggetto del contratto, quando l'investimento effettuato sia diverso da quello che il contraente intendeva compiere, e tale errore fosse riconoscibile all'intermediario.

7. *I prodotti strutturati* - Un'ipotesi particolare di responsabilità dell'intermediario finanziario ricorre nelle ipotesi in cui questo non proceda alla pura e semplice intermediazione, ma venda dei prodotti suoi propri, nei quali si rinvenga una sorta di combinazione tra il collocamento di strumenti finanziari (più o meno rischiosi) ed un sostanziale piano di accumulo.

E' il caso, innanzitutto, dei contratti di investimento denominati "My Way" e "4 you", nonché dei cc.dd. BTP-TEL e BTP-INDEX.

Con riferimento, in particolare, a "My Way" e "4 You", va rilevato che essi si sostanziano in più operazioni economiche tra di loro funzionalmente collegate. Precisamente, il negozio si articola nella concessione, da parte della banca proponente l'investimento, di un finanziamento destinato in parte all'acquisto di obbligazioni *zero coupon* (che, con scadenza a 15, 20 o 30 anni, periodo di durata del mutuo, si trovano sul mercato ad un prezzo notevolmente inferiore al nominale), di importo pari all'ammontare del mutuo (si che venga, in tal modo, assicurata la restituzione delle somme versate col pagamento delle rate del medesimo), in altra parte (e precisamente il differenziale tra l'importo del mutuo e quello dello *zero coupon*) all'acquisto di altri strumenti finanziari (obbligazioni e quote di fondi comuni di investimento), che concretizzano il valore aggiunto di cui dovrebbe fruire il risparmiatore, essendo destinati con la loro liquidazione ad incrementare l'importo monetario che, a scadenza del mutuo, verrà corrisposto al risparmiatore-investitore. Quale contropartita della concessione del finanziamento, il risparmiatore - per tutta la durata del rapporto negoziale - è tenuto al pagamento di una rata costante che comprende un determinato tasso di interesse.

La giurisprudenza, in merito a tali contratti, ha assunto un atteggiamento oscillante.

Una parte consistente delle Corti di merito, infatti, ha optato per la validità del contratto, quanto meno nelle ipotesi in cui non sia raggiunta la prova dell'esistenza di artifici o raggiri finalizzati alla conclusione del contratto (ché, altrimenti, potrebbe ricorrere l'ipotesi dell'annullabilità per errore o dolo). E ciò sul presupposto secondo cui

il piano non ha quale obiettivo primario la costruzione di plusvalenze esorbitanti (non conciliabili con elevati standards di sicurezza) quanto, piuttosto, la creazione di un capitale futuro inesistente *ab origine*, maggiorato dall'incremento sperato del valore delle quote dei fondi. Concorda il Tribunale con l'osservazione della difesa convenuta, laddove evidenzia che l'elemento di novità del piano - e la sua originalità - sta nel fatto di consentire al cliente di speculare sull'andamento dei mercati accedendo immediatamente alla proprietà di strumenti finanziari di cui, in assenza del finanziamento, non potrebbe disporre.

Un normale piano di accumulo sconta inevitabilmente rialzi del mercato (e i ribassi) in modo mediato, il piano finanziario in questione punta sul lungo termine concentrandosi sull'incremento dei fondi acquistati *ab origine* nell'arco di ben quindici anni, quindi con altissima possibilità di plusvalenze rispetto ai soldi investiti

(Trib. Parma, sent. 22.9.2004, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>).

Alcune pronunce, peraltro, nel ritenere la validità del contratto, pongono l'accento sulla intelligibilità dello stesso: nella modulistica predisposta dall'istituto bancario, infatti, viene specificamente indicato che trattasi di finanziamento, e le clausole parrebbero formulate in modo sufficientemente chiaro (cfr. Trib. Mantova, sent. 24.3.2005, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>).

Secondo altre pronunce, invece, i contratti in questione sono radicalmente nulli, o quanto meno annullabili per errore o dolo.

Interessante è, sul punto, la motivazione di Trib. Firenze, 19.4.2005, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>:

11. Stabilisce il primo comma dell'art. 21 del decreto legislativo n° 58 del 1998 che nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza". Nel caso in esame la società Banca Toscana non ha osservato tali canoni di condotta.

12. La mancanza di correttezza emerge, in primo luogo, nel modo in cui il contratto in questione è stato pubblicizzato. Come osservato dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (provvedimento n. 11792 del 6 marzo 2003), il messaggio pubblicitario relativo al contratto denominato "4You" è idoneo a indurre in errore gli utenti in ordine alle effettive caratteristiche del prodotto offerto, potendo, per tale motivo, pregiudicarne il comportamento economico

13. Il messaggio oggetto della richiesta di intervento si sostanzia in un depliant, composto di quattro facciate, intitolato "4 You – L'innovazione nella previdenza". Nelle pagine centrali del depliant vengono descritte le caratteristiche e le finalità del prodotto, con espressioni quali "4 You ha le risposte giuste per te, perché è un piano finanziario che ti consente, anche con piccoli versamenti mensili, di sfruttare interessanti opportunità sui principali mercati finanziari, con prospettive di guadagno potenzialmente illimitate", "4 You offre la possibilità di selezionare l'investimento maggiormente in linea con la tua propensione al rischio" e "La particolare struttura del prodotto, anche in funzione del fondo prescelto, consente di beneficiare dei vantaggi tipici di una Asset Allocation altamente professionale: diversificazione, contenimento dei rischi, ecc."

14. Tale prodotto viene prospettato nel messaggio in esame come un prodotto di investimento che consente, senza disporre di elevate dotazioni di capitale, di accedere alle opportunità offerte dai mercati finanziari e beneficiare dei vantaggi offerti dalla diversificazione e dalla possibilità di selezionare gli investimenti in funzione della propria propensione al rischio.

15. Per i suoi contenuti, il destinatario del messaggio è portato ad immaginare che i piccoli versamenti mensili cui il messaggio fa riferimento vengano impiegati per far fronte all'investimento con modalità analoghe a quelle previste nei piani di accumulo di capitale dei fondi comuni di investimento.

16. Nel depliant non si ravvisano elementi che informino correttamente il destinatario del messaggio della necessità di sottoscrivere un contratto di finanziamento per accedere al prodotto. Non rileva in tal senso la definizione di "piano finanziario" data nel messaggio al prodotto "4 You", data la generalità di tale espressione e non la idoneità della stessa ad evidenziare la componente di finanziamento del prodotto.

17. Alla luce delle considerazioni esposte, il consumatore può subire un indebito condizionamento nel proprio processo di scelta rivolgendosi all'operatore pubblicitario nell'aspettativa di effettuare un investimento, senza la consapevolezza di dover al contempo sottoscrivere anche un contratto di finanziamento.

18. Le caratteristiche di tale forma di pubblicità induce a ritenere che la società convenuta non si è comportata con correttezza nella prestazione dei servizi di investimento nei confronti dei ricorrenti avendo sottoposto ai medesimi la forma di pubblicità ingannevole sopra evidenziata.

#### L'assenza di trasparenza

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

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

21. Il semplice esame del testo contrattuale evidenzia, al contrario, l'oscurità, la scarsa comprensibilità e la non chiarezza della disciplina pattizia. Il contratto non si presenta, al primo impatto visivo, come tale, ma solo una come "proposta"



proveniente dal cliente di “adesione” a un piano finanziario. Da ciò emerge una realtà distorta di quanto effettivamente accaduto. Infatti, implicitamente, il contratto attesta che ciascuno dei soggetti sottoscrittori, si sia presentato presso la banca e che, avendo ben a mente quando attestato nel documento e manifestando, quindi, anche approfondito livello culturale e conoscenza degli strumenti finanziari, abbia di sua iniziativa proposto alla banca l’adesione al piano.

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

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

24. Il vero e proprio testo contrattuale è diviso in due parti. Esso, dopo una pagina introduttiva, inizia con una lunga premessa di oltre due pagine e mezzo che, senza alcuna evidenziazione grafica, descrive la natura del contratto e spiega la sua disciplina in un succedersi di paragrafi denominati solo A), B), C) e D). Benché tale parte del documento costituisca solo una premessa il primo articolato del contratto chiarisce che fa “parte integrante e sostanziale” dell’accordo.

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

26. Alcune clausole, come la clausola n° 8, non sono nemmeno comprensibili. Per calcolare quanto il cliente è tenuto a pagare in caso di recesso dal contratto occorre fare dei calcoli estremamente complessi basati su una serie di variabili. La determinazione di tale somma in tale maniera non trova alcuna giustificazione. L’istituto bancario avrebbe potuto senza alcuna difficoltà ancorare

il recesso dal contratto al pagamento di una somma già determinata o comunque facilmente determinabile. I caratteri estremamente minuti non consentono assolutamente di comprendere l'equivalenza tra i simboli adottati e la descrizione contenuta in calce alla pagina.

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

#### Il conflitto di interessi

28. Nel caso in esame non risulta che la società Banca Toscana abbia fornito a R. R. tutte le informazioni relative al conflitto di interessi chiarendo al cliente in che senso e in quale modo potesse emergere tale situazione. Non ha la banca convenuta illustrato all'attore di essere spinta nell'acquisizione degli ordini da un interesse diverso e anche in contrasto con quello dell'utente.

29. Va sottolineato che l'obbligo di informazione è diretto a soddisfare un'esigenza di riequilibrio della cosiddetta "asimmetria informativa" che non trova adempimento in una mera indicazione formale di indicazione dell'esistenza di un conflitto di interesse. La società Banca Toscana avrebbe dovuto informare specificamente il R. che stava per acquistare, tramite un finanziamento, dei titoli nei confronti dei quali lo stesso istituto di credito vantava un interesse economico alla collocazione.

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

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

32. L'art. 27 del Regolamento della Consob n° 11522 del 1998 dispone che nel caso in cui l'intermediario utilizzi dei formulari o moduli essi debbano recare "l'indicazione, graficamente evidenziata, che l'operazione è in conflitto di

interessi". Nel contratto in esame l'evidenziazione grafica del conflitto di interessi manca del tutto. Si fa riferimento a tale situazione nel capo B) e nel capo C) della narrativa senza alcun carattere speciale, più grande, sottolineato o corsivo. Parimenti si fa menzione del conflitto di interessi nell'ultima pagina sempre senza alcuna evidenziazione grafica.

#### La nullità del contratto

33. Il principale scopo della regolamentazione nel campo dell'intermediazione finanziaria è di assicurare l'affidabilità delle informazioni fornite al cliente, garantendo la sostanzialità e l'accuratezza dei consigli all'investimento da questi ricevuti. I sistemi regolamentati si preoccupano di mitigare lo svantaggio informativo sopportato da investitori non sofisticati nella fruizione dei servizi prestati dagli intermediari finanziari. L'acquirente di servizi finanziari confida implicitamente che i soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale stiano operando correttamente e professionalmente, cioè agiscano sulla base di un'expertise e di informazioni che a questi manca e non si avvantaggino di tale condizione. Le previsioni incentrate sulle clausole generali fanno sorgere alcune questioni. Innanzitutto i criteri di diligenza e correttezza su cui è incentrato il decreto legislativo richiamato evocano categorie civilistiche (cioè richiamano, rispettivamente, gli artt. 1176 e 1175).

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

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

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

37. Pertanto, nel contesto del decreto legislativo in esame diligenza e correttezza sono canoni di condotta riconducibili alle pratiche del commercio e agli usi imprenditoriali, mentre nel contesto codicistico non possono mai prescindere dall'esistenza di un rapporto giuridicamente rilevante tra due parti definite e precisamente individuate. Tutto ciò rende evidente l'esistenza, nella materia

dell'intermediazione finanziaria, di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le regole di comportamento.

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

39. Questo principio è stato sancito dalla giurisprudenza di legittimità (Cass. 7 marzo 2001 n. 3272), secondo cui "in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità, non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma 1, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità".

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

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

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

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

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

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

#### L'inefficacia sulla base della normativa consumeristica

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

47. Esse, inoltre, in quanto predisposte e non redatte "in modo chiaro e comprensibile" sarebbero comunque inefficaci nei confronti dell'attore consumatore ai sensi di quanto disposto dal primo comma dell'art. 1419 quater del c.c.

48. Ancora, a ulteriore dimostrazione dell'assenza di correttezza e di trasparenza da parte della banca convenuta, occorre rilevare che la facoltà dell'istituto di credito di "rinunciare al mandato ricevuto" per ogni "fatto o circostanza che dovesse rendere eccessivamente oneroso l'adempimento del mandato rispetto al momento del suo conferimento" risulta essere stata prevista in violazione delle disposizioni dettate dagli art. 1469 bis n° 5 e n° 7, senza contare che la mancata adozione di una forma chiara e comprensibile consentirebbe anche un'indagine in ordine all'equilibrio sostanziale del contratto.

#### Conclusioni e ulteriori domande

49. In ogni caso, anche qualora non si volessero condividere le argomentazioni sopra esposte, dovrebbe ritenersi che il contratto in esame sia annullabile per errore o dolo. La pubblicità ingannevole e l'assenza di trasparenza nel comportamento della banca hanno certamente artato la volontà contrattuale dell'attore inducendolo alla sottoscrizione del contratto. Né al contrario risulta che l'istituto di credito abbia illustrato a R. R. le caratteristiche del prodotto finanziario venduto. La prova per testimoni articolata dalla banca sul punto, come di seguito si esporrà, non è ammissibile.

(Trib. Firenze, sent. 19.4.2005, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>).

La corte fiorentina, dunque, si pone sulla scia dell'opinione secondo la quale la normativa generale in materia di intermediazione finanziaria ha carattere imperativo, con conseguente nullità dei contratti conclusi in violazione ad essa.

Per la nullità dei contratti "My Way" e "4 you" si è pronunciato anche il Tribunale di Brindisi, con la recentissima sentenza del 21 giugno 2005 (Pres. Fedele, est. Palmieri).

L'approccio è sempre quello della violazione dei doveri imposti dal T.U.F., in particolare degli obblighi di informazione e correttezza sanciti dall'art. 21 del d. lgs. n. 58/1998.

In particolare, previa qualificazione del contratto come contratto atipico con finalità, collegata, sia di finanziamento di somme, sia di acquisto di prodotti finanziari, il Tribunale ha giustificato la nullità del contratto – quanto meno nel caso di specie sottoposto al suo esame - sulla base del fatto che la Banca ha taciuto al contraente circostanze decisive nell'economia del contratto:

Precisamente, nonostante il contratto faccia riferimento, tra gli allegati, ai prospetti informativi sia del "*Republic of Italy Programme*", sia dell'offerta al pubblico di quote dei fondi comuni di investimento mobiliare gestiti da "Spazio Finanza s.p.a", nondimeno tali allegati non risultano in alcun modo depositati nel presente giudizio.

Pertanto, nonostante il contratto preveda, quale sua componente essenziale, l'acquisto dei predetti valori mobiliari, sono state totalmente sottaciute al risparmiatore – o comunque non vi è prova di tale specifica informazione, stante l'assenza di tali allegati – le informazioni principali concernenti gli strumenti finanziari oggetto di acquisto. Precisamente, sono state sottaciute all'attore le informazioni fondamentali concernenti tali sedicenti titoli emessi dalla "*Republic of Italy*", e segnatamente quelle relative a: 1) la natura giuridica della società emittente le azioni in esame, il suo volume di affari, il suo capitale sociale, se esso fosse o meno interamente versato, ecc; 2) gli eventuali rapporti di collegamento e/o partecipazione societaria; 3) la redditività media dei titoli negoziati, mediante riferimento comparativo all'utile ricavato dalle precedenti collocazioni di detto titolo sul mercato. Informazioni che, sole, avrebbero consentito al risparmiatore una piena consapevolezza degli strumenti finanziari che si accingeva ad acquistare. Informazioni che, nondimeno, sono state, nella specie, del tutto omesse.

Informazioni analoghe la banca proponente l'investimento avrebbe poi dovuto fornire in relazione al sedicente fondo comune di investimento denominato "*Spazio Euro.NM*", le cui quote il risparmiatore, per contratto, andava ad acquistare. E non diversamente da quanto sopra, anche di tale Fondo si sconosce la benché minima informazione.

Ciò fa sì che, al momento della stipula del contratto, l'attore fosse del tutto all'oscuro circa i valori mobiliari negoziati con la banca convenuta. In sostanza, egli ha acquistato "al buio" strumenti finanziari di cui, per legge (artt. 21 e ss. TUF), egli aveva il diritto di conoscerne le principali caratteristiche. La qual cosa costituisce l'antitesi del principio di trasparente e corretta informazione delle vicende concernenti l'acquisto di valori mobiliari, cui – in attuazione dell'art. 47 Cost. – si ispira il TUF.

Ne consegue, in accoglimento della specifica censura di parte attrice, la dichiarazione di nullità del contratto in esame, stante la sua contrarietà alle norme imperative (art. 21 TUF, in relazione agli artt. 1418-1343 c.c.) di legge. (Trib. Brindisi, sent. 21.6.2005, ined.).

Più in generale, poi, il Tribunale di Brindisi ha ritenuto sussistente la nullità del contratto in questione anche sulla base della natura abusiva di molte delle clausole contrattuali, che realizzerebbero un sostanziale squilibrio tra le prestazioni del cliente e quelle della Banca:

Sul punto, premette il Collegio che, in astratto, la normativa sulle c.d. clausole vessatorie trova senz'altro applicazione alla fattispecie in esame, stante la qualità di consumatore rivestita dall'attore, qualità certificata dall'apposita "spunta" contenuta nella parte iniziale dell'accordo.

Tanto premesso, rileva il decidente che un primo profilo di squilibrio che il contratto prevede a vantaggio della banca proponente l'investimento ed in danno dell'attore è rappresentato dalle modalità di esercizio del diritto di recesso spettante a quest'ultimo. Invero, tale facoltà prevede, quale contropartita (Sez. II, n. 8), l'obbligo di quest'ultimo di corrispondere alla banca, *"oltre agli interessi e gli altri oneri maturati fino all'esercizio di detta facoltà, un importo determinato dalla somma delle rate ancora a scadere, comprensive di capitale ed interessi, attualizzata al tasso IRS (Interest Rate Swap) corrispondente al periodo intercorrente tra la data di esercizio della facoltà di anticipata estinzione e la data di naturale scadenza del finanziamento"*.

Trattasi, a tutta evidenza, di una clausola limitativa del diritto di recesso, non bilanciata da analoga facoltà concessa al consumatore per l'ipotesi di recesso della banca. Per tale ragione, detta clausola deve reputarsi nulla, ai sensi dell'art. 1469 bis 3° co. n. 5 c.c.

Altro profilo di squilibrio del sinallagma contrattuale è poi rappresentato dal fatto che la banca fa acquistare dall'attore prodotti finanziari riconducibili alla banca stessa, lucrando un tasso di interesse certo e definito (nella specie, il 6,8% annuo). In tal modo, la banca si autofinanzia, riuscendo non soltanto a collocare sul mercato titoli di altrimenti difficile negoziazione - essendo gli stessi quotati non in Borsa, ma, a tutto voler concedere, in mercati non regolamentati - ma a collocare titoli propri (o comunque ad essa riconducibili), lucrando in tal modo su un'operazione rivolta a suo prevalente, se non esclusivo, favore.

A fronte di un guadagno certo della banca (il tasso di interesse del 6,8% annuo convenzionalmente pattuito), all'attore sono invece attribuiti margini di redditività del tutto aleatori. Invero, lo stesso contratto (Sez. 1, punto 6) dà atto del fatto che *"le operazioni eventualmente eseguite su strumenti finanziari non negoziati in*

*mercati regolamentati possono comportare gravi difficoltà di liquidare gli strumenti finanziari acquistati e comunque di valutarne il valore effettivo”, per aggiungere poi che tali operazioni “sono caratterizzate da una rischiosità molto elevata, con possibilità di perdite anche eccedenti l’esborso originario, il cui preventivo apprezzamento è ostacolato dalla loro complessità”. In maniera ancora più significativa, con riferimento all’acquisto di quote del suddetto fondo comune di investimento, è lo stesso contratto a riconoscere che “non v’è garanzia del rendimento futuro delle stesse”.*

Riepilogando, con l’operazione in esame la banca acquista un doppio vantaggio, rappresentato sia dal fatto che la stessa si autofinanzia (in quanto vengono acquistati prodotti ad essa stessa riconducibili, e di altrimenti difficile collocazione sul mercato), sia dal fatto che essa lucra anche un tasso di interesse da un’operazione, già di per sé, economicamente vantaggiosa.

Di contro, l’attore finanzia la banca, e lo fa a sue spese, in quanto acquista prodotti della banca stessa, pagando un tasso fisso certo (il 6,8% annuo), senza però avere alcuna garanzia circa la redditività futura del proprio investimento, ed anzi dovendo mettere in conto “...una rischiosità molto elevata, con possibilità di perdite anche eccedenti l’esborso originario”.

Per tali caratteristiche, il contratto atipico in esame realizza una figura sinora ignota al panorama giuridico italiano, quella, cioè, del “contratto aleatorio unilaterale”. Invero, l’alea – quale elemento attinente alla causa del contratto – è tutta concentrata nella sfera giuridica del risparmiatore, che paga un saggio di interesse fisso senza una aspettativa (seppur in termini soltanto aleatori) di corrispondente vantaggio, nel mentre la banca si giova di tale saggio (nonché del primario beneficio dell’autofinanziamento) senza, di contro, obbligarsi – neppure in via ipotetica, secondo i dettami dell’alea - ad alcuna corrispondente prestazione nei confronti della controparte.

È evidente, allora, lo squilibrio contrattuale derivante da tale genere di operazione. Dal che consegue anzitutto la nullità della clausola contrattuale (Sez. I, n. 6, quarta ipotesi) prevedente l’accettazione, da parte del consumatore, del rischio “di perdite anche eccedenti l’esborso originario”, per contrarietà alla previsione di cui all’art. 1469 bis 1° co. c.c.

In secondo luogo, il prevedere il contratto in esame un’alea di tipo soltanto unilaterale non consente, ad avviso del Collegio, di ritenerlo meritevole di tutela secondo l’ordinamento giuridico (art. 1322 c.c.). Ciò in quanto l’ordinamento non può ammettere la validità di contratti atipici che, lungi dal prevedere semplici modalità di differenziazione dei diversi profili di rischio, trasferisca piuttosto in capo ad una sola parte tutta l’alea derivante dal contratto, attribuendo invece alla controparte profili certi quanto alla redditività futura del proprio investimento. L’insanabile squilibrio iniziale tra le prestazioni oggetto del sinallagma contrattuale rende allora l’intero contratto in esame – e non soltanto le singole



clausole sopra indicate – radicalmente nullo, non soltanto per contrasto con gli art. 21 e ss. TUF, ma anche per sua contrarietà alla previsione di cui all'art. 1322 c.c., non essendo detto negozio volto alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico (Trib. Brindisi, sent. 21.6.2005).

Come si vede, dunque, il panorama giurisprudenziale su “My Way” e 4 You” è alquanto incerto, passandosi dalla validità del contratto alla sua radicale nullità, con in mezzo l'eventuale annullabilità per errore o dolo.

Nessun dubbio, invece, pare sussistere in ordine alla nullità di altri prodotti strutturati che hanno trovato ampia diffusione nel Salento, e cioè il BTP-TEL ed il BTP-INDEX. Tale contratto è notoriamente caratterizzato dalla coesistenza di due singole operazioni costituenti due diversi contratti di compravendita di strumenti finanziari: il primo è denominato <<conferimento di ordine di negoziazione di strumenti finanziari>>, e con tale contratto il cliente acquista un BTP (con scadenza, solitamente, 1.1.2004); il secondo è un contratto di vendita di opzioni Put collegate all'andamento dei corsi su titoli azionari: con tale contratto il cliente vende alla Banca un *tot* di opzioni Put.

Il BTP 1.1.2004 è un Buono del Tesoro Poliennale con durata decennale, con cedola semestrale fissa posticipata, produttivo di interesse lordo annuale pari all'8.50%.

L'opzione Put è uno strumento finanziario <<derivato>, per tale intendendosi uno strumento il cui valore deriva da un'attività sottostante, reale (una merce) o finanziaria (tassi di interesse, valute, titoli di Stato, indici di borsa, azioni).

Nel mercato finanziario, l'opzione Put è un contratto che nella forma più semplice consiste nella cessione da parte di un venditore (*writer*: nello specifico è il cliente della banca che come tale riceve in contropartita un corrispettivo denominato premio) a un acquirente (*buyer*: nello specifico la Banca del Salento) del diritto (non obbligo) di vendere una data quantità di un certo strumento finanziario ad un prezzo prefissato (prezzo d'esercizio o *strike price*) entro una certa data futura (opzione americana) o allo scadere di essa (opzione europea).

Come compenso del diritto di opzione, il compratore (la Banca) paga al venditore (il cliente) un premio, che rappresenta il premio dell'opzione.

Così facendo, l'acquirente dell'opzione (la Banca) limita i rischi dell'investimento al solo ammontare del premio pagato, mentre il cedente del diritto (il cliente della Banca) si espone a rischi potenzialmente illimitati. Per converso, mentre per il cedente del diritto il guadagno è limitato al premio percepito, per l'acquirente del diritto il guadagno massimo potrebbe coincidere con l'intero controvalore del contratto, diminuito del premio pagato.

L'investimento in BTP-TEL, pertanto, è diverso da quello in normali titoli di Stato: esso, infatti, a differenza di un investimento puro in titoli di Stato, non garantisce il conseguimento di un rendimento certo o predeterminato. Il differenziale di rendimento che il BTP-TEL consente di realizzare rispetto all'investimento in normali BTP è soggetto a potenziali riduzioni, anche rilevanti, in relazione alla presenza nel prodotto della componente derivata, rappresentata dalla vendita della opzioni Put (v., per una chiara esposizione delle caratteristiche del prodotto BTP-TEL, Trib. Trani, decr. 22.12.2003, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, 2004, II, 189; Trib. Brindisi, ord. 26.2.2004, in *Foro it.*, 2004, I, 1561).

In ordine alla nullità del contratto in esame, mi permetto di segnalare Trib. Brindisi, ord. 21.2.2005, est. Lenoci, in <[www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)>, emessa nell'ambito di un procedimento sommario ex art. 19 d. lgs. 17.1.2003, n. 5:

Orbene, non vi è dubbio che il BTP-TEL costituisca un prodotto particolarmente complesso: esso, infatti, consegue dalla combinazione di due diversi contratti, di cui uno avente natura derivata.

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

Ne discende che la Banca collocatrice ha l'obbligo di adottare procedure di vendita volte a selezionare adeguatamente la clientela cui offrire il prodotto, e ad informare correttamente i potenziali investitori sui rischi che esso comporta, secondo quanto previsto dall'art. 21 del d. lgs. 24.2.1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari finanziari, e dall'art. 28 del Regolamento di attuazione del d. lgs. cit., (adottato dalla Consob con delibera n. 11.522 del 1.7.1998), e deve quindi astenersi dall'effettuare il collocamento di tale prodotto a investitori non adeguatamente preparati ed in grado di comprenderne i meccanismi (art. 29 reg. Consob 1.7.1998).

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

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

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

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

Nel caso di specie, inoltre, non risulta neanche che la Banca XXXX abbia fornito alla sig.ra XXX tutte le informazioni necessarie circa le caratteristiche del prodotto ed i rischi ad esso connessi.

Nessun foglio contenente informazioni e sottoscritto dalla ricorrente è stato prodotto dalla Banca resistente, il che porta ad escludere che la sig.ra XXXX abbia ricevuto le informazioni necessarie per comprendere la particolare natura dell'operazione.

Né negli altri fogli prodotti, che contengono la sottoscrizione della sig.ra XXXX, vi è l'attestazione dell'aver ricevuto le informazioni in questione.

Consegue, quindi, la violazione pacifica dell'art. 28 del reg. Consob e dell'art. 21 d. lgs. n. 58/1998.

(...)

Con specifico riferimento al contratto di vendita di opzione Put, poi, emergono ulteriori profili di nullità.

Da un lato, si è visto, non vi è nella specie un contratto scritto di vendita dell'opzione Put, in violazione dell'art. 23 del d. lgs. n. 58/1998 e dell'art. 30 del reg. Consob n. 11522/98, norme, anche queste, che devono considerarsi imperative, in quanto volte a tutelare l'interesse alla corretta informazione del risparmiatore, interesse che rientra nella più ampia esigenza di tutela del risparmio.

Dall'altro lato, quand'anche si volessero considerare come contratto di vendita dell'opzione Put i documenti sottoscritti dalla sig.ra XXXX (in nessuno dei quali, comunque, si fa riferimento alla vendita dell'opzione Put), in ogni caso in tali documenti non vi è alcun riferimento alla tipologia ed alla quantità delle attività sottostanti: infatti, nei documenti denominati <<conferimento di ordine di negoziazione di strumenti finanziari>> depositato dalla Banca XXXX, alla voce <<Descrizione Strumenti Finanziari>> vi è unicamente la dicitura <<BTP TEL>>, nel mentre manca ogni altro riferimento ai valori mobiliari che pure l'istituto asserisce essere stati acquistati.

Sempre con riferimento all'opzione Put, difetta totalmente sia l'indicazione del prezzo base (*strike-price*) di acquisto/rivendita dei titoli, sia il premio di opzione.

Tale situazione pone il ricorrente nella condizione di assoluta ignoranza circa gli elementi essenziali del contratto di opzione, e l'assenza di tali elementi rende del tutto indeterminata la prestazione oggetto del contratto.

Ne consegue la nullità del contratto stesso per indeterminatezza dell'oggetto, e quindi per violazione dell'art. 1346 c.c.

(Trib. Brindisi, ord. 21.2.2005).

In ogni caso, al di là dei profili di eventuale invalidità di tali operazioni, va rilevato che con tali prodotti si è realizzato una grave violazione delle regole dell'etica finanziaria, per il verosimile venir meno, nella fase della collocazione del prodotto, delle regole di trasparenza, quanto mai necessaria per la complessità e la rischiosità dell'operazione. Invero,

l'iscrizione delle operazioni in un contesto di difformità dalle regole dell'etica è legata alla ipotizzabile presenza di un comportamento opaco od omissivo da parte di coloro che, nell'alienare tali strumenti finanziari, non ne hanno rappresentato in maniera adeguata l'elevata rischiosità, con ciò venendo meno all'obbligo morale di rispettare la posizione delle controparti contrattuali. Un atteggiamento corretto sul piano etico avrebbe dovuto farsi carico di una informativa che (al pari di alcune pubblicità contro l'uso del tabacco, come quella in cui si avverte che "il fumo causa la morte"), nel significare l'aleatorietà propria di ogni "derivato", fosse di aiuto nel processo di maturazione culturale dei risparmiatori. Questi avrebbero dovuto essere messi in grado di comprendere come la remunerazione del denaro sia strettamente legata a determinati andamenti ciclici e come l'intento di conseguire remunerazioni con tassi più elevati di quelli di mercato abbia come contraltare l'assunzione di rischi e possibili perdite

(Capriglione, *Etica della finanza, mercato, globalizzazione*, Cacucci, Bari, 64-65).

8. *Profili processuali* – Appare opportuno, a questo punto, esaminare brevemente alcuni aspetti processuali, connessi al contenzioso in tema di intermediazione finanziaria.

A decorrere dal 1° gennaio 2004, al contenzioso in questione si applica il c.d. rito societario di cui al d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, rientrandosi nell'ipotesi applicativa di cui all'art. 1, 1° comma, lett. *d*), del d. lgs. suddetto.

Da ciò discende che la cognizione a conoscere di tali controversie è del Tribunale in composizione collegiale, non vertendosi in materie per le quali la competenza spetta al giudice monocratico ex art. 1, 3° comma, d. lgs. cit.

Nel caso, quindi, di introduzione del giudizio per via ordinaria, dovrà procedersi al mutamento del rito ex art. 1, 5° comma, d. lgs. n. 5/2003.

Troveranno poi applicazione, tra l'altro, le regole sulla decisione della causa di cui all'art. 16 d. lgs. n. 5/2003: il Tribunale potrà emettere sentenza direttamente all'esito della discussione, preferibilmente secondo lo schema di cui all'art. 281-*sexies* c.p.c., e potrà, se del caso, limitarsi a richiamare suoi precedenti conformi: disposizione, questa, che nel contenzioso in materia assume particolare importanza, stante la serialità di alcune controversie.

Troveranno poi applicazione le regole in tema di regolamentazione delle spese processuali, e di rilevanza, a tal fine, del rifiuto di ragionevoli proposte conciliative.

Un problema particolare si è posto, sul punto, con specifico riferimento all'applicabilità, al contenzioso in materia, del procedimento sommario di cui all'art. 19 del d. lgs. n. 5/2003.

Ritengo che nulla osti all'applicabilità di tale rito, data l'espressione molto lata usata dal 1° comma della norma citata: non vi è dubbio, invero, che le controversie in tema di intermediazione finanziaria abbiano ad oggetto una somma di denaro (quella che l'investitore chiede all'intermediario quale risarcimento danni ovvero quale ripetizione dell'indebito), rientrino tra quelle di cui all'art. 1 del decreto leg. N. 5/2003 e non riguardino azioni di responsabilità da chiunque proposte.

Circa il modo di conduzione dell'istruttoria del contenzioso in materia, va rilevato che una particolare importanza può assumere lo strumento della consulenza tecnica.

Invero, proprio attraverso lo strumento della C.T.U. appare possibile accertare la natura dell'investimento, la valutazione dei titoli da parte del mercato o delle agenzie di *rating* (onde poter valutare l'adeguatezza dell'operazione in relazione al profilo dell'investitore), l'eventuale sussistenza di situazione di conflitto di interesse (accertando, ad esempio, la provenienza dei titoli).

Infine, un accenno va fatto alla tutela cautelare. In particolare, potrebbe prospettarsi la possibilità che, in via d'urgenza, venga richiesto l'accertamento della responsabilità della banca o della nullità del contratto di investimento, con conseguente ordine di pagamento della somma investita. Tale misura cautelare, anticipando gli effetti della decisione di merito, ha natura anticipatoria, ragion per cui, in questi casi, potrebbe escludersi la necessità di instaurare il giudizio di merito.

9. *Conclusioni* - Concludendo la disamina dello stato attuale della giurisprudenza in tema di responsabilità degli intermediari finanziari, non può sottacersi il fatto che la prestazione di servizi di investimento è un'attività essenziale per l'economia, ma è un'attività pericolosa, stante la diversa posizione del cliente (tendenzialmente all'oscuro dei meccanismi dei mercati) e l'intermediario, soggetto più che "navigato" nel mare delle operazioni finanziarie.

L'intermediario ha quindi l'obbligo di organizzarsi complessivamente in maniera tale da prevenire, o quanto meno limitare, i danni per i clienti.

Proprio per questo, è stata ipotizzata la sussistenza, in capo alla banca, non solo di una responsabilità contrattuale per violazione delle regole di diligenza imposte dal T.U.F., ma anche, in via cumulativa, di una responsabilità extracontrattuale ex art. 2050 c.c. (v. Maffeis, *Prestazione di servizi di investimento: organizzazione e natura pericolosa dell'attività*, in <[www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)>).

Nella prestazione dei servizi di investimento, invero, il pericolo riguarderebbe il patrimonio del cliente, ragion per cui la banca, oltre a fornire

la prova di avere adottato la diligenza professionale rispettando tutte le disposizioni legislative e regolamentari, al fine di non incorrere in responsabilità contrattuale (art. 23, 6° comma, T.U.F.), dovrebbe anche provare di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno, e quindi di avere non soltanto rispettato ogni disposizione legislativa e regolamentare, bensì anche posto in essere ogni possibile iniziativa finalizzata ad impedire l'evento dannoso sul patrimonio del cliente.

VALENTINO LENOCI

valentino.lenoci@giustizia.it