

## **Obblighi informativi degli intermediari finanziari, adeguatezza dell'operazione e tutela del risparmiatore nel vigore della direttiva mifid: effettiva maggiore tutela o mera illusione?**

**Autore:** Cascella Gianluca

**In:** Diritto civile e commerciale

I.- Questa breve riflessione nasce dall'esame di una - anche se non recente - decisione di merito<sup>1</sup> che, al pari di tante altre, si inserisce nel filone, copioso ed articolato, del contenzioso cui ha dato origine la nota vicenda della emissione di bonds della Repubblica Argentina, avvenuta verso la fine degli anni 90 del secolo scorso e protrattasi agli inizi del nuovo millennio.

Nella fattispecie, si tratta di titoli che banche ed intermediari finanziari in genere hanno collocato in modo massiccio presso la clientela retail, nonostante che la complessità, economica e giuridica, dei contratti in questione e delle operazioni costituenti l'oggetto di essi richiedesse, a monte, l'indispensabile preventivo assolvimento dell'onere di fornire ai clienti una informazione che fosse la più corretta e completa possibile al riguardo; onere che, al contrario, o non è stato mai assolto ovvero è stato adempiuto in maniera solo parziale ed unilaterale, con la trasmissione di informazioni utili più agli intermediari che non certo ai risparmiatori.

In conseguenza, appare senza dubbio da condividere quell'opinione dottrinale per la quale, in simili circostanze, il problema non è oggettivo - e quindi non interessa la maggiore o minore complessità dello strumento - bensì soggettivo, involgendo l'esame del comportamento dell'intermediario - onde cioè verificare se l'intermediario abbia o meno tenuto una condotta opportunistica - dato che, se quest'ultimo agisce in modo opportunistico, potrà informare quanto vuole ma sarà sempre giudicato per come ha agito<sup>2</sup>.

Allora, appare evidente a mio avviso, che - come del resto può inferirsi, indirettamente quanto in modo inequivocabile, dalla richiamata opinione dottrinale - visto che l'assolvimento degli obblighi informativi e, più in generale, dei doveri di condotta gravanti sugli intermediari finanziari e/o soggetti loro assimilati, è finalizzato al perseguimento di quello che costituisce l'obiettivo primario e fondamentale avuto di mira, nello specifico settore, dal legislatore comunitario, ovvero la tutela dell'interesse dell'investitore (non professionale ovviamente) allora, riallacciandoci a quanto affermato dal richiamato autore, anche se l'intermediario fornisca allo sprovveduto cliente retail tutte le informazioni del caso, e tuttavia in tal modo, in realtà, persegua (anche) un suo personale interesse (un esempio in luogo di tanti, la massimizzazione delle commissioni) facendo compiere al risparmiatore operazioni - se non proprio nocive - quantomeno non necessarie (un esempio per tutti, frequenti operazioni di ingresso ed uscita in fondi di investimento, anche se le stesse non causino perdite al cliente, ma attuate solo per lucrare le relative commissioni) in tal caso gli obblighi posti a suo carico dalla normativa di settore risulteranno essere ossequiati nella forma ma violati nella sostanza, e giustamente l'intermediario potrà essere censurato e sanzionato per tale sua condotta opportunistica.

Inoltre, la evidenziata condotta degli intermediari si è manifestata, quasi sempre, nelle forme della reticenza, con il non rivelare al potenziale cliente circostanze senza dubbio rilevanti per consentire a quest'ultimo di manifestare la sua volontà in piena libertà e consapevolezza, determinandosi di conseguenza.

Del resto, secondo la giurisprudenza della S.C.<sup>3</sup> la reticenza dell'intermediario deve considerarsi senza dubbio sufficiente per far ritenere integrati gli estremi del dolo, anche perché la dottrina<sup>4</sup> ha messo in evidenza come la condotta reticente di un soggetto sia in grado di assumere una rilevanza (negativa ovviamente) del tutto autonoma ed indipendente da altri elementi e/o requisiti prima considerati indispensabili perché la reticenza potesse spiegare una efficacia invalidante, quali ad esempio il raggiro e la messinscena.

\*\*\*

II. - Esaminando la normativa di settore, va rilevata la diversità tra la regolamentazione esistente, nell'ordinamento italiano, prima del recepimento della direttiva MIFID, e quella conseguita alla introduzione, in esso, dei principi stabiliti in ambito comunitario.

Prima della entrata in vigore della MIFID, le norme di riferimento vanno individuate negli artt. 28 e 29 del Regolamento CONSOB n. 11522/98.

La prima disposizione prevedeva, a carico dell'intermediario, un preciso obbligo di informazione, sia passiva sia attiva (in sostanza, di informarsi ed informare) ben esplicitato nella corrispondente espressione anglosassone know your customer rule.

Infatti, in applicazione della predetta regola, l'intermediario era tenuto ad acquisire dal cliente (in ciò sostanziandosi il predetto obbligo di informazione passiva) informazioni su specifici elementi, e cioè: i) esperienza in materia di investimenti; ii) situazione finanziaria; iii) obiettivi di investimento; iv) propensione al rischio.

Ovviamente, il potenziale investitore non era, né tantomeno è, in alcun modo obbligato a fornire le informazioni in questione, per cui un eventuale rifiuto non risulta ostativo, per l'intermediario, nell'ottica della prestazione della sua attività; a condizione, però, che tale diniego risulti o dal contratto a sottoscrivere, ovvero da una dichiarazione separata sottoscritta dal cliente, in cui il predetto attesti di non aver inteso fornire le informazioni richiestegli dall'intermediario.

La seconda disposizione prevedeva la c.d. suitability rule, in forza della quale gli intermediari erano tenuti ad astenersi dall'eseguire operazioni di investimento che risultassero inadeguate alla luce dei seguenti parametri: a) tipologia; b) oggetto; c) frequenza; d) dimensione.

La norma, però, faceva salve alcune ipotesi in cui, nonostante l'operazione apparisse inadeguata alla luce dei criteri sopra richiamati, l'intermediario poteva ugualmente eseguirla senza incorrere in responsabilità, in presenza delle seguenti condizioni: i) la specifica richiesta del cliente/potenziale investitore, di eseguirla; ii) una precisa informativa, fornita dall'intermediario al cliente, relativa innanzitutto alla inadeguatezza della operazione, con l'indicazione, poi, delle specifiche ragioni per le quali l'esecuzione della stessa era sconsigliata; iii) uno specifico ordine scritto del cliente, eventualmente anche verbale purché successivamente registrato su supporto magnetico, nel quale si facesse espressamente riferito alle avvertenze date dall'intermediario al cliente circa la non adeguatezza della operazione e le ragioni di essa (la c.d. disclosure).

Sempre prima della entrata in vigore della MIFID, va segnalato un ulteriore intervento normativo che, intervenendo in via generale sulla materia del risparmio - ovvero la L. n. 26 del 28.12.2005 (c.d. Legge sul risparmio) - con specifico riferimento alla suitability rule come prevista dal richiamato Regolamento, ha espressamente stabilito come il referente normativo che introduceva il criterio di adeguatezza (e quindi il criterio in questione) era da considerarsi una norma primaria, con tutte le prevedibili conseguenze in termini di tutela per il caso di sua violazione; tuttavia, quella che potremmo definire una <promozione> ricevuta dal criterio di adeguatezza ha vissuto una breve stagione, in quanto è stata abrogata dalla Legge comunitaria per l'anno 2006.

Dopo la entrata in vigore della MIFID, la situazione si presenta sensibilmente modificata.

Innanzitutto, per effetto del <considerando> n. 56 della Direttiva comunitaria (che è la 2004/39/CE, che in sostanza ha previsto i principi generali, cui ha fatto seguito una ulteriore, la 2006/73/CE - c.d. di secondo livello - di attuazione della prima dal punto di vista tecnico ed operativo, entrambe recepite in Italia con la L. n. 164 del 17.09.2007) è stato introdotto uno sdoppiamento nella valutazione (definita come test) dal momento che si è diversificato il giudizio di adeguatezza dalla diversa fattispecie del giudizio di appropriatezza.

Il primo tipo di valutazione è stato riservato - anche se ritengo che definirlo limitato sia più, si perdoni il

gioco di parole, adeguato - alle sole attività di prestazione di consulenza finanziaria e di gestione patrimoniale, che sono quelle più complesse ed articolate.

Il diverso giudizio di appropriatezza, invece, è stato previsto in relazione a tutti gli altri servizi di investimento forniti dall'intermediario con la sola eccezione dei c.d. servizi execution only<sup>5</sup>.

In applicazione di quanto previsto dall'art.19, par. 4 della Direttiva del 2004 e dall'art. 35 della Direttiva del 2006, allorquando è chiamato a formulare la valutazione di adeguatezza, l'intermediario deve acquisire dal cliente le informazioni relative a: i) specifica conoscenza ed esperienza in possesso del medesimo in relazione alla peculiare tipologia di prodotto e/o servizio di investimento; ii) situazione finanziaria ed obiettivi di investimento che il cliente si prefigge.

Una volta raccolte le prefate informazioni, l'esito del giudizio sarà positivo, e quindi l'intermediario potrà dare corso alla operazione in quanto ritenuta adeguata all'esito del test in questione, solo allorquando risultino sussistere i seguenti requisiti: a) l'operazione è conforme agli obiettivi di investimento perseguiti dal cliente; b)il cliente è in grado di tollerare ogni potenziale rischio finanziario che egli possa, eventualmente, subire dalla sua esecuzione; c)deve trattarsi, poi, di una operazione che rientra nell'ambito delle conoscenze ed esperienze possedute dal cliente in materia finanziaria, per cui il potenziale investitore è in grado di capire e valutare i rischi che potrebbero derivargli dalla sua esecuzione; tale regolamentazione; questa maggiore tutela, tuttavia, subisce una deroga dal punto di vista soggettivo, in ipotesi di profilazione del cliente come appartenente ad una specifica categoria, ovvero quando il cliente viene classificato come professionale; in proposito, va ricordato che tre sono le categorie di potenziali clienti che la MIFID ha previsto ai fini della inclusione in esse dei clienti; a tale differenziazione si ricollega una graduazione del contenuto dell'obbligo informativo gravante sull'intermediario nei confronti del cliente ed, in conseguenza, anche della tutela in favore di quest'ultimo.

Nello specifico, la clientela viene suddivisa tra : i)cliente c.d. retail(o di dettaglio) figura che viene in rilievo non in quanto frutto della specificazione, da parte della direttiva, delle caratteristiche peculiari che

qualificano ed individuano tale cliente, bensì solo per effetto di una valutazione in termini di esclusione, in quanto viene definito tale il cliente che non appartiene a nessuna delle altre due categorie<sup>6</sup>; quindi, proprio perché sostanzialmente sprovvisto di determinati requisiti, bisognoso(e destinatario) del massimo grado di tutela apprestato dalla direttiva; ii) cliente c.d. professionale - che può essere privato oppure pubblico - categoria in cui rientrano a pieno titolo i soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento, governi nazionali ed autorità locali, enti pubblici, banche centrali ed istituzioni internazionali; iii) c.d. controparte qualificata, costituente in sostanza un sottotipo della precedente; quest'ultima rappresenta una categoria del tutto nuova, prevista dal considerando n. 40 della Direttiva del 2004, in cui la stessa espressamente individua come soggetti ad essa appartenenti di diritto banche, SIM ed imprese di investimento, imprese assicuratrici, società di gestione del risparmio, fondi pensione, banche centrali ed organizzazioni internazionali, ed ancora le imprese escluse dall'applicazione della MIFID. In conseguenza della introduzione ex novo di tale categoria, la normativa prevede espressamente che l'intermediario dovrà specificamente informare il potenziale cliente di tale sua classificazione, per renderlo edotto di tale suo inserimento in una categoria diversa<sup>7</sup> ed ovviamente si deve assicurare che tale nuova collocazione sia espressamente accettata da parte del cliente.

Infine, sempre sotto l'aspetto della profilazione della clientela, la MIFID prevede anche la c.d. qualificazione su richiesta, per la quale il cliente, in origine collocato in una delle tre categorie innanzi citate, richieda una modifica della sua posizione, sia in generale, sia solo con riguardo a determinati e specifici servizi, attività ecc.; la realizzazione di tale passaggio può comportare, in conseguenza, o l'innalzamento ad un livello di tutela più elevato, ed è il caso del c.d. downgrading, che si verifica per l'ipotesi in cui, ad esempio, un cliente richiede di passare da cliente professionale a cliente di dettaglio; oppure l'abbassamento del livello di tutela in conseguenza del fenomeno opposto, il c.d. upgrading, consistente nel passaggio, ad esempio, da retail investor a professional investor.

Appare evidente, allora, quale immediato riflesso sugli intermediari della facoltà, riconosciuta dalla MIFID agli investitori, di modificare la propria collocazione da una categoria all'altra, che i primi siano obbligati a differenziare le procedure da adottare, modificare le regole di condotta in relazione a ciascuna delle diverse categorie ed, infine, assolvere a obblighi informativi parimenti diversificati in ragione della diversità della tipologia di clienti.

Su tale premessa, allora, si comprende il motivo per il quale, in relazione al cliente rientrante nella categoria del professional investor, il giudizio di adeguatezza è semplificato, dal momento che esso non deve più avere riguardo a tutti e tre i parametri come innanzi indicati, bensì potrà limitarsi ad uno soltanto tra di essi, e cioè quello relativo alla individuazione degli obiettivi di investimento: in conseguenza, l'operazione potrà dirsi adeguata, e quindi contestualmente superato in modo positivo, il relativo test, allorquando l'operazione si riveli conforme agli obiettivi di investimento dichiarati dal cliente.

Anche la Direttiva di secondo livello è intervenuta nella concreta regolamentazione del giudizio di adeguatezza, individuando gli elementi da prendere in considerazione nell'esame dei parametri che l'intermediario è tenuto a svolgere per formulare il giudizio di adeguatezza e/o appropriatezza dell'operazione; infatti, con riguardo al giudizio di adeguatezza, l'art. 35 di tale Direttiva con specifico riferimento alla situazione finanziaria del cliente, ha precisato come tale requisito viene soddisfatto acquisendo i dati relativi a: i) fonte e consistenza del reddito regolare; ii) attività patrimoniali, incluse quelle liquide; iii) investimenti, beni immobili e impegni finanziari regolari.

Con riguardo, invece, agli obiettivi di investimento, tale requisito si considera soddisfatto allorquando vengono acquisiti i dati relativi a: i) periodo temporale di presumibile conservazione dell'investimento da parte del cliente; ii) preferenze in materia di rischio, suo profilo e finalità dell'investimento, ove ritenuti pertinenti; sempre con riguardo alla adeguatezza, la MIFID ha altresì previsto che per l'intermediario è assolutamente imprescindibile l'acquisizione delle informazioni innanzi richiamate, di guisa che, in mancanza, dovrà astenersi dal raccomandare al potenziale cliente l'esecuzione di servizi di investimento o la sottoscrizione di strumenti finanziari.

In relazione al diverso giudizio di appropriatezza invece, la Direttiva del 2006, in particolare agli artt. 36 e 37, ha innanzitutto precisato che il suo oggetto è costituito dalle conoscenze ed esperienze del potenziale investitore con riferimento allo specifico tipo di prodotto, strumento e/o servizio finanziario oggetto della operazione a compiersi.; inoltre, ha precisato che l'esito di tale giudizio sarà positivo allorquando emerga che il cliente, in forza delle dichiarate specifiche conoscenze ed esperienze, è in grado di comprendere i rischi cui va incontro; in tale caso, l'intermediario potrà astenersi dall'assolvere all'obbligo di informare il

cliente in ordine ai potenziali rischi dell'investimento, a condizione che avverta il cliente circa il fatto che le circostanze, come da lui dichiarate, non consentono di valutare l'appropriatezza della operazione.

Infine, anche se risulti inappropriata, l'intermediario potrà comunque eseguire l'operazione in questione, a condizione che avverta il cliente - avvertimento fornibile anche in forma standard - che l'esito del giudizio di appropriatezza è stato negativo.

Sotto tale ultimo aspetto, è ravvisabile una sostanziale coincidenza con la regolamentazione della adeguatezza nel previgente Regolamento Intermediari, in cui era previsto, com'è noto, che una operazione inadeguata poteva comunque essere eseguita a condizione che l'intermediario avesse avvertito della inadeguatezza il cliente ottenendo una conferma scritta della volontà di quest'ultimo di dare ugualmente corso alla operazione, con la necessità che tale documento facesse espressa menzione che il cliente era stato avvertito della non adeguatezza della operazione.

Alla legge italiana di recepimento come innanzi individuata, ha dato concreta attuazione il Regolamento Intermediari n. 16190 emesso dalla Consob in data 29 ottobre 2007.

Le previsioni di riferimento, al riguardo, sono gli artt. 39 e 40(Capo I, Adeguatezza) nonché 41 e 42(Capo II, Appropriatezza) che, in sostanza, riproducono le previsioni delle Direttive comunitarie sopra citate, anche se vanno evidenziate alcune peculiarità del Regolamento con riguardo specifico alla adeguatezza ed al relativo test.

In particolare, con riferimento all'adeguatezza, è opportuno segnalare le previsioni contenute nei commi 5, 6 e 7 dell'art. 39: i)il comma 5° pone a carico degli intermediari che intendano, per dare corso alla operazione, valersi delle informazioni fornitegli dal potenziale cliente, l'obbligo di verificare la attualità, la esattezza e la completezza delle informazioni ricevute; ii)il comma 6°, poi, pone a carico degli intermediari un espresso dovere di astensione dalla prestazione dei servizi richiesti, nel caso in cui, nello svolgimento



delle attività di consulenza in materia di investimenti e/o di gestione di portafogli, non ottengano dal cliente le informazioni richieste; iii) infine, il 7° comma vieta agli intermediari di incoraggiare il cliente, effettivo e/o potenziale, a non fornire le informazioni che vengono richieste ai sensi dei precedenti commi dell'art. 39.

Con riguardo alla valutazione dell'adeguatezza, prevista dall'art. 40, è da segnalare la previsione contenuta nel 2° capoverso del 1° comma della norma, in cui si stabilisce che, ai fini della valutazione della adeguatezza, oltre ai requisiti previsti ai punti a), b) e c) del 1° cpv dell'art. 40, 1° comma, vi è un ulteriore parametro da prendere in esame, che viene in considerazione allorché la valutazione di adeguatezza debba riferirsi non ad una operazione isolata (nel qual caso restano fermi i tre parametri indicati in precedenza) bensì allorché si tratti di una serie di operazioni che l'intermediario dovrebbe compiere.

Nello specifico, anche se ognuna delle operazioni che compongono la predetta serie, ove considerata singolarmente, risulta adeguata, la frequenza del suo ripetersi - tale appunto da dare luogo ad una serie di operazioni - può rendere la stessa non adeguata ove appunto la ripetitività della operazione ad intervalli temporali ravvicinati risulti, in sostanza, contraria al migliore interesse del cliente, id est, non sia idonea a fargli conseguire il migliore risultato possibile.

Ancora, interessante si rivela il capo III del Regolamento, rubricato Mera esecuzione o ricezione di ordini, e composto dagli artt. 43 e 44; attraverso la prima previsione, in sostanza, vengono in concreto individuate le caratteristiche dei servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti e/o di ricezione e trasmissione degli stessi, in presenza delle quali gli intermediari possono dare esecuzione agli ordini stessi senza dovere, preventivamente, acquisire dal cliente le informazioni necessarie per procedere al giudizio di appropriatezza, che parimenti non verrà formulato.

Con il secondo articolo viene formulata la definizione di strumento finanziario non complesso, alla quale si perviene sia in negativo (nel senso che deve trattarsi di strumenti non rientranti nella elencazione contenuta nell'art. 43, 1° comma lett. a e parimenti non rientrare nelle definizioni elencate alla lett. a) del

1 comma art. 44) sia con la positiva individuazione di una serie di caratteristiche elencate alle lettere b), c) e d) del predetto comma 1 di esso art. 44.

Infine, va evidenziato che di recente è intervenuta anche la regolamentazione, da parte della CONSOB, della figura e dell'attività del consulente finanziario. Fondamentale appare la previsione, nel regolamento in questione<sup>8</sup> del principio già visto in relazione alla attività degli intermediari, per il quale nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari si comportano con diligenza, correttezza e trasparenza.

Tale principio in questione, come emerge dal testo, inerendo al servizio di consulenza, lascia ritenere che simile condotta deve sussistere per tutta la durata del rapporto, dalle fasi preliminari alla sua costituzione e fino a quando esso non venga meno; evidente, a questo punto, appare il fine di tutela della posizione del soggetto che beneficia della consulenza, così come può ricavarsi per l'art. 21 del T.U.I.F. per gli intermediari, a cui i consulenti vengono accomunati, in pratica, anche sotto il profilo dello *spatium temporis* entro il quale ciascuno di essi deve attenersi ai rigorosi doveri di condotta posti a loro carico, che per entrambe coincide con l'intera durata del rapporto.

Non vi è dubbio, poi, che essendo il consulente un professionista, la diligenza a lui richiesta sia quella ex art. 1176,2° c.c. mentre, sotto il profilo della correttezza, essa potrebbe identificarsi nel dovere, posto a carico del predetto - al pari dell'intermediario - di non limitarsi ad agire, appunto, senza violare alcun regola, bensì di tendere, attraverso alla sua condotta e come obiettivo di essa, alla realizzazione dell'interesse del cliente, come del resto previsto dalla Direttiva di primo livello.

Solo per un breve accenno, occorre qui ricordare che, tra i compiti riservati al consulente finanziario nell'ambito dell'esplicazione della sua attività, rientra senza dubbio quello - ed è certo tra quelli di maggiore importanza e delicatezza - di valutare la adeguatezza<sup>9</sup> delle operazioni raccomandate ai clienti, sulla base delle informazioni ricevute da questi ultimi. Se testualmente letta, tale disposizione consentirebbe ai consulenti, ove venisse in contestazione la loro civile responsabilità, di poter

agevolmente andare esenti da essa con il semplice sostenere che, nell'esplicazione di tale loro dovere, essi sono tenuti ad attenersi esclusivamente a quanto il cliente gli ha riferito; in tal modo, però, si offrirebbe una via di salvezza sin troppo agevole per il consulente, che potrebbe sempre scaricare ogni responsabilità sul cliente per l'eventuale esito negativo dell'investimento oggetto di consulenza, non potendosi escludere, addirittura, che il consulente acquisisca scientemente dal primo informazioni meno dettagliate possibile, per precostituirsi un elemento da utilizzare in sua futura difesa se le cose andassero male.

Prospettiva, questa, che va senza dubbio censurata e respinta drasticamente, a maggiore ragione considerando gli approdi giurisprudenziali in materia di adeguatezza, anche se con la inevitabile tara dovuta al fatto che la stessa si è formata sotto la vigenza del Regolamento Consob del 1998, ed inoltre con riferimento a soggetti diversi, quali gli intermediari.

Infatti, la giurisprudenza, fino a questo momento, ha escluso che l'intermediario dovesse prendere in considerazione solo quanto dichiaratogli dal cliente, senza compiere ulteriori attività; anzi ed al contrario, le corti hanno espressamente riconosciuto che l'intermediario è doverosamente tenuto ad indagare profili ulteriori, non potendosi limitare all'apparenza di ciò che emerge da quanto dichiaratogli: allora, essendo senza dubbio mutuabili anche per il consulente i principi fissati da innumerevoli arresti giurisprudenziali, di merito e legittimità, per gli intermediari, può tranquillamente concludersi nel senso di ritenere il primo obbligato, al pari dei secondi, a compiere doverose indagini ed accertamenti onde riscontrare - nei limiti del possibile - la rispondenza o meno a verità di quanto dichiaratogli dal cliente.

Inoltre, anche il successivo art. 19, comma 1 del Regolamento in questione prende in considerazione la valutazione di adeguatezza<sup>10</sup> individuando i requisiti in base ai quali il consulente - sempre sulla scorta di quanto dichiaratogli dall'investitore - deve valutare ogni singola e specifica operazione di investimento che il medesimo, nello svolgimento dell'attività di consulenza, va a consigliare al cliente, non potendosi egli limitare a compiere tale valutazione esclusivamente al momento in cui - e prima che - il rapporto venga ad esistenza.

Emerge allora con evidenza che quella di consulenza si qualifica, al tempo stesso, come una attività di costante monitoraggio sull'andamento del rapporto, dato che ogni operazione che il cliente intende compiere di sua autonoma iniziativa, ovvero che il consulente gli proponga e/o raccomandi, deve essere necessariamente preceduta dalla preventiva valutazione di sua adeguatezza.

Valutazione che, come detto, involge diversi profili, quali la rispondenza di essa al target che il cliente si propone di ottenere<sup>11</sup>, la capacità patrimoniale del cliente di affrontare qualsivoglia sopravvenienza negativa che dovesse verificarsi a seguito dell'investimento<sup>12</sup> ed, infine, l'assolvimento da parte del consulente dell'obbligo di accertarsi che il cliente sia in grado di comprendere effettivamente la reale portata nonché tutte le implicazioni, anche in termini di rischio, dell'investimento; il che equivale a riconoscere che il consulente deve premurarsi di verificare se il cliente abbia quella specifica conoscenza degli strumenti finanziari nonché una pregressa esperienza nell'utilizzo di essi che, appunto, gli permetta di acquisire quella specifica comprensione di cui si è detto innanzi; senza dubbio, quello da ultimo indicato appare, a maggiore ragione considerando la sempre crescente complessità degli strumenti finanziari, il compito più gravoso e delicato per il consulente, per assolvere il quale egli - condividendosi quanto affermato dalla giurisprudenza formatasi in questi anni riguardo agli intermediari - non potrà assolutamente limitarsi a ciò che il cliente gli dice, ma dovrà indagare, si consenta il paradosso, soprattutto quello che il cliente non dice.

Quanto sopra evidenziato, allora, appare di importanza ancora maggiore ove si tenga presente che, ormai da quasi un anno, verso la fine del 2011 la Commissione Europea, tramite il Commissario per il Mercato interno ed i servizi, sig. Michel Barnier, ha presentato una proposta di riforma della Direttiva 2004/349/CE; dato che una delle più significative novità contenute, appunto, in tal proposta di revisione della MIFID è ravvisabile con riguardo al servizio di consulenza ed alla sua disciplina.

Si prevede, infatti, una sua modifica che appare in grado (ovviamente almeno a livello teorico) di aumentare la tutela per i risparmiatori e che può qui brevemente sintetizzarsi rilevando come l'attuale art. 19 della direttiva 2004/39/CE verrebbe ad essere significativamente modificato con il prevedere, ove l'intermediario presti il servizio di consulenza in materia di investimenti, a suo carico l'obbligo di fornire

al cliente una informazione molto specifica e dettagliata; in particolare, il professionista risulterebbe obbligato<sup>13</sup> a spiegare, nello specifico, quando la consulenza viene fornita su base indipendente; quando, invece, si basi su di una analisi di mercato ampia ovvero più ristretta ed, infine, allorquando si prevede che, nell'ambito di tale servizio, l'impresa di investimento gli fornirà(anche)una verifica continuativa(o di durata) della adeguatezza oppure no degli strumenti finanziari(a lui eventualmente raccomandati).

Va infine detto che è molto recente la introduzione di un principio, su iniziativa della nostra Autorità di Vigilanza(la Consob) che ha ispirato il Consiglio dell'Unione Europea ad inserire, all'interno di una nuova versione del testo attraverso il quale dovrebbe essere modificata la direttiva 2004/39/CE, una previsione che - a tutela del cliente e dei suoi interessi attraverso, in sostanza, un effettiva attività di consulenza indipendente - obbliga gli intermediari finanziari - e comunque tutti i soggetti loro assimilati - ad astenersi, nel contesto della fornitura ai clienti dei servizi di investimento, ad astenersi non solo dall'indurre quanto e soprattutto incentivare i propri incaricati - promotori, consulenti, agenti e simili - a proporre e raccomandare ai clienti proprio un determinato strumento finanziario(ovviamente proposto, direttamente o tramite società terze, dall'intermediario) tra i vari in astratto potenzialmente utilizzabili nel singolo caso: tale previsione, se confermata, consentirà a mio avviso di tutelare il risparmiatore attraverso una sua sempre maggiore - se non definitiva - equiparazione al consumatore(come del resto in ambito comunitario ma anche recentemente nella giurisprudenza del Consiglio di Stato si è affermato, in quanto il risparmiatore viene ritenuto un consumatore di servizi finanziari)e la sua correlata tutela con le previsioni del Codice del Consumo, tra le quali astrattamente, allo stato, potrebbe ipotizzarsi il ricorso alle norme dettate in tema di unfair commercial practices quale certamente potrebbe ravvisarsi nella condotta dell'intermediario finanziario che offre ai suoi promotori, agenti e/o consulenti degli incentivi affinché, anche quando prestino il servizio di consulenza indipendente - che peraltro viene pagato a parte - attività in cui dovrebbero rimanere totalmente neutri, raccomandino invece ai clienti strumenti finanziari emessi dall'intermediario.

\*\*\*

III. - Analizzando svariate pronunzie di merito e legittimità della nostra giurisprudenza, è opportuno

soffermarsi su quelle relative ai doveri gravanti sull'intermediario in tema di adeguatezza ed appropriatezza, alle ipotesi di riscontrata sua violazione, ed altresì alle conseguenze di essa come stabilite nelle varie decisioni; vediamo allora cosa emerge dalle decisioni che appresso si segnalano:

1) Tribunale Ravenna, 12 ottobre 2009<sup>14</sup> che, a mio avviso, si rivela una decisione pregevole e di non poco interesse, in quanto mostra di condividere la sensibilità, anche in termini di percezione delle evoluzioni normative, manifestata dalla decisione n. 17340/2008 della 1<sup>a</sup> sezione della Cassazione nonché, in precedenza, da altre decisioni di merito; su tale premessa, discostandosi da quanto stabilito dalle Sezioni Unite, riconosciuta nella fattispecie sottoposta al suo esame la violazione di un obbligo di informazione da parte dell'intermediario, il giudice emiliano da essa fa derivare, quale logica conseguenza, la nullità del contratto di investimento, ex art. 1418,1° cod. civ. Infatti il Tribunale, implicitamente riconoscendo che nei contratti di investimento in strumenti finanziari non si è in presenza di una contrattazione tra uguali e che, in conseguenza, deve prevalere la normativa specifica di settore su quella generale del codice civile, ha statuito che l'art. 29 del reg. Consob n. 11522/1998 - che pone a carico dell'intermediario un preciso onere di informare l'investitore della inadeguatezza della operazione e delle ragioni che ne sconsigliano l'attuazione - ha introdotto una vera e propria regola di validità del contratto di acquisto degli strumenti finanziari, un elemento costitutivo che attiene alla struttura ed al contenuto di tale tipologia contrattuale, e che deve risultare da atto scritto ovvero con forma equivalente; quindi, ha affermato che si tratta di un elemento posto a tutela di interessi pubblicistici aventi rilevanza a livello costituzionale (individuati, in particolare, nel risparmio e sua tutela nonché nella esigenza di trasparenza dei mercati finanziari) la cui violazione non può che dare luogo alla nullità del contratto. In tal modo, viene anche seriamente messo in discussione il principio - invero alquanto vetusto - posto dalle Sezioni Unite a fondamento delle decisioni n. 26724 e 26725 del 19.12.2007, ovvero quello della non interferenza tra regole di validità e regole di condotta. Invero, la dottrina<sup>15</sup> che si è occupata di commentare tali decisioni, si è subito mostrata critica nei confronti della riaffermata, da parte delle Sezioni Unite, rigidità della richiamata distinzione, evidenziando innanzitutto come la alternativa tra nullità e risarcimento, quale conseguenza di una simile rigida distinzione, è limitativa ed abusata; inoltre, pur non negando come tale distinzione sia accolta dal diritto positivo, al tempo stesso ha evidenziato come la stessa non sia rigida ed inderogabile come invece le Sezioni Unite hanno cercato di riaffermare, rilevando che il dato positivo presenta numerose e rilevanti smentite; ancora, che quella concezione rigida propugnata dalla Cassazione - per cui è da escludersi con decisione che la violazione di regole di comportamento sia causa di nullità del contratto - risulta ormai

superata dalla dottrina civilistica da diversi lustri. Del resto, sin da tempo molto risalente, autorevole studioso<sup>16</sup> ha avuto modo di affermare che la violazione, ad opera di uno dei contraenti, dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede nella formazione del contratto non poteva che essere sanzionata con la nullità dell'accordo formatosi in violazione al richiamato canone; il predetto autore, poi, ha avuto modo molto più di recente di riprendere tale impostazione, ampliandola ed estendo i profili della indagine ad un aspetto specifico, relativo agli effetti che la violazione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede, da parte di uno dei contraenti, produce sulla manifestazione di volontà dell'altra parte; in particolare, tale opinione ha affermato, per un verso, che nel caso in cui l'evento lesivo che corona la condotta illecita sia la prestazione, da parte della vittima, di un consenso viziato, la rimozione degli effetti contrattuali può essere il rimedio adatto per neutralizzare la lesione; mentre, per altro verso, ha sostenuto la sussistenza e rilevanza dei vizi del consenso anche al di fuori delle ipotesi tipiche previste dalla legge - ovvero ammettendo la esistenza di un vizio del consenso c.d. innominato - la cui rilevanza discende dal principio dettato dall'art. 1337 c.c., per cui in ipotesi di responsabilità precontrattuale derivante, appunto, dal richiamato vizio del consenso, sussiste la possibilità per il contraente danneggiato di conseguire un risarcimento del danno in forma specifica; risarcimento rappresentato, nella prospettata ipotesi, dalla rimozione degli effetti prodotti dal contratto concluso in conseguenza del suo consenso viziato<sup>17</sup>. Non mancano, tuttavia, opinioni contrarie in dottrina, dato che qualche autore sostiene, al contrario, che la giustificazione della impostazione tradizionale - che è quella riaffermata a fine 2007 dalle Sezioni Unite - della regola di non interferenza tra regole di validità e regole di condotta, vada individuata in una specifica premessa, quella per cui la conseguenza della invalidità dell'atto sussiste solo in relazione al verificarsi di una delle ipotesi previste espressamente dal legislatore, e mai, invece, in relazione ad una fattispecie costruita dal giudice in sede di applicazione/concretizzazione della clausola generale di buona fede<sup>18</sup>; questo perché, secondo la dottrina maggioritaria, essendo - nelle ipotesi previste espressamente dal legislatore - la invalidità del contratto la risposta sanzionatoria dell'ordinamento alla violazione di norme inderogabili, ove tale risposta venisse filtrata dalla regola della buona fede, la qualificazione si sposterebbe dal terreno legislativo a quello giudiziale, con un aggravio sul piano della certezza del rapporto, sicuramente più grave di quello che la concretizzazione della clausola generale può avere quando viene utilizzata in funzione integrativa.<sup>19</sup> In conclusione sul punto, a mio avviso appare maggiormente fondata e meritevole di essere condivisa quella opinione dottrinale secondo cui il principio di diritto affermato dalle Sezioni Unite, se poteva considerarsi accettabile e condivisibile nel 1995 - epoca a cui risalgono i fatti oggetto del giudizio poi deciso dalla S.C. - certo non lo è a fine 2007, siccome

smentito, in sostanza, dalle tante e non trascurabili eccezioni, accolte nel frattempo dal diritto positivo<sup>20</sup>.

2) Corte di Appello Reggio Calabria, 14 dicembre 2009<sup>21</sup> decisione interessante con cui la Corte statuisce che, in presenza della violazione di un divieto di astensione da parte dell'intermediario, a quest'ultimo è preclusa la possibilità di fornire la prova liberatoria della mancanza di nesso causale tra danno e violazione dell'obbligo di astensione. Tale statuizione viene argomentata con riferimento all'art. 1222 del codice civile, per il quale la violazione di una obbligazione di non fare costituisce di per sé un inadempimento.

3) Tribunale Mantova, 28 gennaio 2010<sup>22</sup> la quale si segnala per una interessante applicazione della categoria, di creazione dottrinale, della nullità sopravvenuta, in forza della quale il giudice riconosce che il giudizio di nullità non può essere formulato in termini statici, limitandosi alla comparazione con le norme vigenti al momento della conclusione del contratto quadro, dovendo invece adeguarsi alla logica dinamica e continuativa del rapporto che tale contratto, nel contempo, ha creato e disciplinato. Quindi, vertendosi in tema di operazione inadeguata, stante la mancanza della forma scritta per la operazione in contestazione - resa indispensabile dalla entrata in vigore, nel 1998, prima del TUF e poi del Regolamento n. 11522 - prescritto dall'art. 30 del predetto Regolamento (nonché dall'art. 37 del Regolamento successivo, il 16190/2007) viene pronunciata la nullità del relativo ordine, per violazione dell'art. 23 del TUF nonché dell'art. 30 del Regolamento del 1998 (e dell'art. 37 del 2007) in quanto dovendo avere forma scritta il contratto-quadro, anche gli ordini successivamente impartiti ed eseguiti in forza di esso devono necessariamente avere la medesima forma, sul rilievo per cui la dinamica del rapporto sconta le peculiarità del programma di investimento, che appartiene alla categoria dei contratti, al tempo stesso, ad efficacia immediata ed esecuzione continuata, di guisa che gli effetti si dipanano nel tempo ed, in conseguenza di essi, occorre rimeditare rispetto ad ogni singolo ordine di acquisto la sussistenza o meno delle condizioni legittimanti la esecuzione della operazione di investimento.

4) Tribunale Udine, 5 marzo 2010<sup>23</sup> in cui il giudice affronta l'esame di una controversia in materia di inadempimento contrattuale e responsabilità nel caso Lehman Brothers, relativo ad una operazione di



investimento eseguita pochi giorni prima della entrata in vigore del Regolamento Consob n.16190/2007, e quindi ancora assoggettata alla regolamentazione dettata dagli artt. 28 e 28 del Regolamento Consob n. 11522/1998. Il tribunale rileva, innanzitutto, la incompletezza della informazione fornita dalla banca in ordine alle caratteristiche dell'investimento posto in essere, reputando che già per tale ragione l'informazione era da ritenersi adeguata. Ulteriori profili di inadeguatezza dell'operazione vengono ravvisati, poi, sia dal punto di vista soggettivo, in relazione allo specifico profilo di rischio del cliente, sia da quello oggettivo, con riferimento ad oggetto e tipologia della operazione ed, infine, alla sua dimensione. Inoltre, proprio in relazione alla natura dei titoli - obbligazioni Lehman Brothers - secondo il collegio l'intermediario, anche se i titoli predetti non erano(ancora, visto che poi di lì a breve vi è stato il default della predetta merchant bank) ufficialmente inseriti nella lista dei titoli a rischio, non poteva dirsi esonerato dal dovere di tenere in opportuna considerazione una serie di rilevanti circostanze di natura oggettiva - tra le quali viene individuata, condivisibilmente, la peculiare congiuntura economico finanziaria nel cui contesto l'acquisto è stato eseguito, caratterizzata dal fatto che l'acquisto veniva eseguito nel momento in cui era già scoppiata la crisi dei mutui c.d. subprime, ed in cui si era verificato un improvviso rialzo dei tassi interbancari, in ragione del clima di reciproca sfiducia emerso tra istituti bancari, a maggiore ragione perché si trattava di titoli di una banca d'affari americana - circostanze ritenute in grado di influenzare in maniera sensibile il livello di rischio del contestato investimento e che, in conseguenza, avrebbero dovuto mettere in allarme l'intermediario, se il medesimo avesse fatto applicazione della diligenza da lui dovuta, ex art. 1176, 2° comma c.c. Infine, ulteriore violazione dei doveri gravanti su di esso intermediario viene individuata dal Tribunale, oltre che nel mancato rilievo dell'inadeguatezza della operazione ed alla, conseguente, mancata segnalazione di essa a cliente, nella mancata acquisizione della conferma scritta della volontà del cliente ad eseguire ugualmente l'investimento, nonostante la sua inadeguatezza. In ordine alle conseguenze di tale inadempimento dell'intermediario ai suoi doveri, il tribunale friulano esclude che nella fattispecie possano configurarsi nullità del contratto ovvero sua risoluzione, aderendo all'orientamento espresso dalle Sezioni Unite con la decisione n. 26725 del 19.12.07 e, invece, ritiene fondata la domanda di risarcimento danni quale conseguenza del mancato integrale assolvimento, da parte dell'intermediario, all'obbligo di informazione attiva sul medesimo gravante.

5)Tribunale Venezia, 24 giugno 2010<sup>24</sup>; in tale controversia, avente ad oggetto una polizza assicurativa c.d. index linked, che nella fattispecie ricollegava la prestazione che la impresa assicuratrice si era obbligata

ad eseguire non ad un evento attinente alla vita umana, bensì al valore di strumenti finanziari, nel procedere innanzitutto ad individuare la causa del contratto, il giudice ha ritenuto che nel caso sottoposto al suo esame, non potesse rinvenirsi quella che costituisce la causa tipica del contratto di assicurazione - ovvero l'assunzione del rischio contro il pagamento di un corrispettivo - né che poteva spiegare un qualche effetto, in contrario, il nomen juris adottato dalle parti, invece del tutto irrilevante. Logico corollario di tale ricostruzione della causa del contratto, è stata la ritenuta applicabilità, alla fattispecie, della normativa in materia di intermediazione mobiliare, con particolare riferimento a quella relativa alle operazioni inadeguate, qualora l'investitore abbia impegnato in detto contratto tutto o buona parte del suo patrimonio mobiliare. Ha osservato il Tribunale, infatti, con pronuncia dal risvolto interessante - oltre che pienamente condivisibile - che in termini di ripartizione dell'onere probatorio tra le parti, allorquando si verta in tema di intermediazione finanziaria e nel caso in cui si assuma violato uno specifico dovere di astensione, chiaramente mirante ad evitare che l'intermediario potesse comunque eseguire operazioni che costituissero un pericolo per l'investitore (quale il conflitto di interessi o l'inadeguatezza) l'investitore danneggiato è esonerato dal provare l'esistenza del nesso di causalità tra la violazione dell'obbligo di astensione ed i danni da esso derivati. In tal caso, infatti, secondo il giudice la sussistenza del legame eziologico è dimostrata per il solo fatto che ci sia stata la violazione; questo perché l'unico modo di assicurare la effettiva attuazione del preciso dovere di astensione gravante sull'intermediario per le due ipotesi patologiche innanzi citate è costituito dal risarcimento integrale, mentre nel caso contrario, quest'ultimo sarebbe svuotato e rifluirebbe nel generico dovere di diligenza professionale.

6) Tribunale Milano, 23 luglio 2010<sup>25</sup>, inerente a controversia relativa alla richiesta di annullamento e/o risoluzione di una polizza index linked venduta presso gli sportelli di una banca; secondo il giudice, il rispetto del canone della buona fede nello svolgimento delle trattative (art. 1337 c.c.) e delle prescrizioni normative in materia (d.lgs. n. 174/95) impongono che l'informativa in ordine alla maggiore complessità e diversificazione dei diversi profili di rischio (circolare Isvap 451/D del 24 luglio 2001) doveva essere fornita in epoca precedente alla sottoscrizione del contratto, in modo tale da lasciare al cliente uno spazio di tempo sufficiente per formarsi una rappresentazione veritiera e corretta, quanto meno degli elementi essenziali concernenti la specifica operazione, così da colmare le asimmetrie informative eventualmente esistenti e poter effettuare una scelta di negoziazione consapevole. Per il Tribunale, infatti, elementi quali la mera dichiarazione del cliente, che attestava l'avvenuto ricevimento, da parte sua, delle condizioni contrattuali regolanti il rapporto assicurativo, e la ulteriore circostanza che le stesse erano state dal

medesimo integralmente lette e sottoscritte in occasione della sottoscrizione della polizza, sono state ritenuti inadeguati a soddisfare i criteri innanzi evidenziati.

7) Tribunale Torino, 26 luglio 2010<sup>36</sup> in una controversia in cui veniva contestato all'intermediario l'inadempimento degli obblighi informativi previsti a suo carico per avere fornito informazioni ritenute insufficienti, il giudice ha invece ritenuto sufficiente per l'assolvimento dei doveri informativi gravanti sull'intermediario, la comunicazione del rating relativo allo strumento finanziario oggetto di negoziazione; tanto perché, nel caso sottoposto al suo esame, ha accertato che il soggetto investitore era persona in grado di conoscere il concetto di rating e di comprendere il significato delle sigle a tal fine attribuite dalle società specializzate, utilizzando quindi un criterio di tipo soggettivo per la risoluzione della controversia ma senza esaminarla dal punto di vista della idoneità o meno della comunicazione ad assolvere l'obbligo informativo gravante sull'intermediario.

8) Tribunale di Torre Annunziata, 22 settembre 2010<sup>27</sup> in cui il Tribunale - in una fattispecie sorta prima della entrata in vigore della MIFID - mostrando di aderire al più recente orientamento espresso dalla Suprema Corte con la decisione n. 17340 del 25.06.08, mette in evidenza che il dovere informativo gravante sull'intermediario ai sensi dell'articolo 28 del Regolamento Consob n. 11522/1998 prescinde dalle qualità soggettive del cliente, ritenute quindi del tutto irrilevanti, e stabilisce pertanto che l'intermediario non può sottrarsi dall'adempimento di esso invocando a sua giustificazione l'eventuale rifiuto, da parte del cliente, di fornire le chieste informazioni sul proprio profilo finanziario; inoltre, il giudice riconosce che l'intermediario è comunque tenuto a rispettare il predetto obbligo informativo anche nell'ipotesi in cui il cliente abbia maturato una determinata esperienza in strumenti finanziari, dato che la pregressa esperienza ed operatività in titoli anche rischiosi non autorizza a considerare il cliente in questione come <operatore qualificato> salva ovviamente l'ipotesi che si tratti di un soggetto che rientri in una delle categorie previste dal richiamato regolamento Consob, vigente all'epoca dei fatti di causa.

9) Corte di Appello Torino, 4 ottobre 2010<sup>28</sup> - anch'essa relativa ad una fattispecie sorta prima della entrata in vigore, nel nostro ordinamento giuridico, della MIFID - si segnala in quanto, innanzitutto, effettua una

distinzione, nell'ambito degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario, tra quello di cui all'art. 28 del Regolamento n. 11522/1998 e quello previsto dal successivo art. 29, ovvero quello della inadeguatezza, ritenendoli tra loro del tutto autonomi e non sovrapponibili; infatti, il primo oltre ad essere autonomo, viene ritenuto anche del tutto preliminare, siccome rivolto a fornire all'investitore gli elementi necessari perché il predetto possa acquisire una effettiva conoscenza della operazione, che è necessariamente anteriore rispetto alla valutazione della sua adeguatezza; il secondo, per converso, si pone in un momento necessariamente successivo, ma tuttavia presuppone come irrinunciabile il corretto adempimento del primo. Inoltre, il giudice qualifica l'obbligo di cui all'art. 28 come una specificazione di quello, di portata più generale, fissato dall'art. 21 del T.U.F., consistente appunto nell'obbligo per gli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati (1° comma lett. b d.lg. 58/1998) e di tenere un comportamento ispirato a correttezza, trasparenza e diligenza, nell'interesse dei clienti e per la integrità del mercato (1° comma lett. a d.lg. 58/1998). Sotto tale aspetto, la pronuncia si rivela senza dubbio meritevole di positiva considerazione in quanto perviene, in sostanza, a riconoscere all'obbligo informativo contenuto nell'art. 28 del Reg. Consob del 1998 il valore di norma di legge primaria, stante il riconoscimento di esso quale applicazione specifica della previsione di portata più generale prevista nell'art. 21 del T.U.F., da cui in sostanza muove e ricava la sua efficacia normativa di fonte primaria.

10) Tribunale Casale Monferrato, 4 marzo 2011<sup>29</sup>, in cui il giudice rileva come la generica dicitura contenuta sull'ordine di acquisto, dalla quale risulta che l'intermediario ha evidenziato la natura e i rischi della singola operazione, costituisce di fatto un'ammissione della natura rischiosa del titolo negoziato e comporta, pertanto, la necessità di fornire all'investitore informazioni necessarie ed adeguate a comprendere la rischiosità degli investimenti; questo perché, evidenzia il Tribunale, grava sull'intermediario il preciso dovere di fornire specifiche indicazioni sulle caratteristiche dei titoli negoziati ed ai connessi profili di rischio (nella fattispecie, l'intermediario avrebbe dovuto illustrare il rischio specifico inerente la emissione di obbligazioni argentine, illustrando l'andamento del titolo ed informando l'investitore della possibilità di totale perdita del capitale investito); in tal modo il giudice modula l'ampiezza dell'obbligo informativo posto a carico dell'intermediario in relazione al grado di rischio dell'operazione, per cui più elevato sarà il secondo, tanto più ampio risulterà il primo.

11) Corte di Appello Napoli, 10 marzo 2011<sup>30</sup>, la quale ha affermato che “in tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l’obbligo di fornire una informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali ed alla situazione finanziaria del cliente e, a fronte di una operazione non adeguata, può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall’investitore in cui sia stato fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”;

12) Tribunale Firenze, 11 aprile 2011<sup>31</sup>, che si inserisce nella stessa scia della decisione richiamata al precedente punto 10) e, con lo statuire che una generica informazione sul rischio associato ad una elevata redditività non costituisce prova di un’informazione sugli specifici rischi connessi alle operazioni di investimento, in sostanza disegna i contorni dell’obbligo di informazione -e soprattutto di quando esso possa dirsi correttamente assolto da parte dell’intermediario - intorno al grado di rischio della operazione e/o servizio di investimento richiesta dal cliente, ovvero a lui proposta dall’intermediario.

13) Tribunale Udine, 1 luglio 2011<sup>32</sup>, che, affrontando la tematica dell’assolvimento degli obblighi informativi sotto lo specifico profilo della trasparenza, ha condivisibilmente statuito “La previsione contrattuale di commissioni implicite (rappresentate dal margine lordo dell’operazione a favore della banca, derivante dall’applicazione al cliente di condizioni contrattuali meno favorevoli di quelle che la banca spunta sul mercato per ricoprire con operazioni di segno contrario il rischio finanziario assunto in rapporto all’operazione posta in essere con l’impresa cliente, che remunera anche il rischio creditizio - o di controparte - che la banca assume nei confronti della stessa, oltre ai veri e propri costi operativi) non determina necessariamente la patologia dell’operazione a danno del cliente, ma può essere valutata come segno di carenza di trasparenza nel comportamento dell’intermediario, valutabile nel contesto della mancanza di adeguatezza”.

14) Tribunale Gorizia, 19 ottobre 2011<sup>33</sup>, che si è occupata della problematica del riparto dell’onere probatorio, affermando che “l’art. 23 T.U.F. stabilisce una inversione dell’onere probatorio in riferimento alla dimostrazione del mancato rispetto delle regole di comportamento gravanti sull’intermediario in tema

di informazione del cliente e di divieto di operazioni in conflitto d'interessi o inadeguate al profilo patrimoniale del cliente medesimo: spetta infatti all'istituto di credito fornire la prova di aver tenuto una condotta conforme alla citata normativa di settore. Ne consegue che l'investitore dovrà allegare l'inadempimento delle obbligazioni disciplinate dal testo unico e dalla normativa regolamentare, mentre incomberà sull'intermediario la dimostrazione dell'avvenuto adempimento delle obbligazioni allegare come inadempite nonchè, sotto il profilo soggettivo, di avere agito con la specifica diligenza richiesta”.

15) Tribunale Prato, 4 novembre 2011<sup>34</sup> che, già in base alla normativa di settore, ha riconosciuto l'intermediario obbligato ad un costante monitoraggio ed aggiornamento delle informazioni, ritenendo l'adempimento di tale obbligo non surrogabile da un'invito rivolto al cliente non professionale affinché provvedesse direttamente e di persona a tanto, statuendo “Posto che l'intermediario è tenuto ad aggiornare le informazioni fornite all'investitore sull'andamento dei titoli acquistati, onde permettergli di valutare la possibilità di disinvestire, la banca che non abbia provato di aver compiutamente adempiuto a tale obbligo nei confronti dei clienti in possesso di bond argentini nel momento in cui il loro rating subiva declassamenti tali da far ritenere imminente il default, di lì a poco verificatosi, deve risarcire il danno da questi ultimi subito per la perdita di valore di detti titoli”.

16) Tribunale Napoli, 14 novembre 2011<sup>35</sup> che si segnala sia perché il giudice partenopeo ha rilevato l'inidoneità siccome insufficiente, del criterio di classificazione della clientela in relazione alla propensione al rischio, consistente nella suddivisione in solo tre categorie, e che una determinata condotta dell'investitore non può considerarsi adesione ed accettazione, senza alcun limite, agli investimenti di natura speculativa, ma deve necessariamente trovare un temperamento rappresentato in un determinato rapporto tra ammontare dell'operazione e patrimonio complessivo dell'investitore, dovendo il primo non superare il 25% del secondo, in quanto innanzitutto “Non soddisfa le esigenze di classificazione della propensione al rischio dell'investitore la formazione di sole tre categorie (alta, media e bassa propensione) non idonee a contemplare tutte le tipologie di investitori e tali da comprendere in ciascuna categoria investitori con propensione al rischio assai diversa” e ancora che “La dichiarazione da parte dell'investitore di una propensione al rischio alta e di finalità speculative nonché l'adesione dello stesso investitore alle particolari regole dell'investimento in strumenti derivati non implicano necessariamente l'accettazione e la consapevolezza di mettere a rischio l'intero proprio patrimonio. Operazioni in derivati

con concreta possibilità di perdita dell'intero capitale investito possono infatti ritenersi adeguate, anche per investitori con altra propensione al rischio e finalità speculative, solo qualora riguardino una percentuale non superiore al 25% del patrimonio”.

17)Corte di Appello Torino, 20 gennaio 2012<sup>36</sup> la quale, per un verso ha rilevato come, in caso di contratto di investimento firmato solo dal cliente, esso è nullo per difetto di forma, mentre per altro verso che, dovendo la pronunzia di nullità ristabilire la situazione esistente prima della conclusione del contratto, gli effetti restitutori devono riguardare anche i frutti percepiti dal cliente, stabilendo “Il requisito di forma scritta previsto dall’art. 23 del TUF ad substantiam (e non già solo a fini probatori) non risponde a mere esigenze formali, bensì costituisce applicazione dei principi generali, inerenti alla bilateralità degli accordi negoziali, comunque da osservarsi nella redazione secondo la forma scritta. Né a tali principi è consentito derogare sulla base del semplice riscontro della finalità di protezione del prescritto requisito di forma, connessa alla previsione della legittimazione esclusiva dell’investitore, ove si consideri, per un verso, la posizione dell’istituto bancario quale soggetto predisponente le condizioni negoziali e, sotto altro profilo, l’esigenza di chiarezza e stabilità delle singole condizioni per il correntista. E’ pertanto nullo per mancanza di forma scritta ad substantiam, il contratto quadro di investimento sottoscritto dal solo cliente-investitore” e che “La nullità del contratto quadro di investimento per mancanza di forma scritta ad substantiam prevista dall’art. 23 del TUF, da riferirsi ab origine e con efficacia retroattiva al momento della stipula, ne travolge tutti gli effetti, ivi compresi gli utili percepiti dall’investitore. Pertanto, al fine di riequilibrare la situazione e riportarla al momento del fatto genetico dell’acquisto delle obbligazioni oggetto di controversia, è necessario detrarre dalla somma investita oggetto di restituzione i proventi delle cedole di interessi incassate dal cliente-investitore”.

18)Tribunale Milano, 21 febbraio 2012<sup>37</sup>, che si pone invece in aperto contrasto con la decisione in precedenza citata, escludendo l’invalidità del contratto di investimento sottoscritto solo dall’investitore.

19)Tribunale Catanzaro, 2 marzo 2012<sup>38</sup>, che merita di essere considerata in quanto riconosce l’esistenza, a carico dell’intermediario, in una determinata circostanza ed a prescindere dalla regolamentazione

dettata dalla M.I.F.I.D., di un obbligo di informazione, nei confronti dell'investitore, che viene in rilievo in quanto on going, cioè continuativo, qualificando inoltre tale obbligo come ulteriore e diverso rispetto a quelli previsti dalla richiamata normativa, affermando che "Per effetto dell'adesione al consorzio Patti chiari, gli istituti di credito hanno assunto nei confronti dei propri clienti specifici obblighi informativi, obblighi diversi ed ulteriori da quelli contenuti dalla normativa in materia di intermediazione finanziaria, e fra questi proprio quello di informare i clienti prima, durante e dopo le scelte di investimento".

20) Tribunale Novara, 20 aprile 2012<sup>39</sup>, in cui si è statuito, da un lato, come il mancato adeguamento di un contratto quadro concluso prima della entrata in vigore del T.U.F. è fonte di nullità sopravvenuta dello stesso, non suscettibile di sanatoria e/o implicita ratifica per mancata contestazione della nota di conferma relativa ad un ordine di acquisto eseguito in forza del primo e, dall'altro, che la relativa eccezione è riservata solo al cliente; secondo il giudice, infatti, "L'eventuale conferma o ratifica, operata a contrario ed implicitamente, mediante l'asserita condotta di omissione di contestazione della nota informativa regolarmente inviata dalla banca, non è suscettibile di spiegare effetto alcuno con riferimento all'azione di accertamento della nullità dell'ordine di acquisto" ed inoltre "Un contratto quadro stipulato in data anteriore alla entrata in vigore del T.U.F. e non adeguato ai principi enunciati dall'art. 23 del Testo citato e meglio specificati dal regolamento Consob n. 11522/1998, è affetto da nullità sopravvenuta relativa, eccepibile dal solo cliente".

\*\*\*

IV. - Preso atto, brevemente, dell'orientamento manifestato in prevalenza dalla giurisprudenza italiana, appare non superfluo un breve esame di quello che accade nel medesimo ambito, a livello europeo, verificando cioè come la giurisprudenza europea affronta e risolve la problematica relativa all'assolvimento dei doveri di informazione da parte degli intermediari finanziari, ed alle conseguenze della loro violazione.

Esaminando quella spagnola, rileviamo come un recente arresto della Corte di Appello di Lèon<sup>40</sup> ha



stabilito “Conforme al art. 79 de la Ley 24/1988, de 28 de julio de Mercado de Valores , las entidades que presten servicios de inversión deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios, y, en particular, observando las normas establecidas en este capítulo y en sus disposiciones reglamentarias de desarrollo. Conforme al artículo 79 bis. 1. Las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes. 2. Toda información dirigida a los clientes, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial ,clara y no engañosa. Las comunicaciones publicitarias deberán ser identificables con claridad como tales. 3.A los clientes, incluidos los clientes potenciales, se les proporcionará, de manera comprensible, información adecuada sobre la entidad y los servicios que presta; sobre los instrumentos financieros y las estrategias de inversión; sobre los centros de ejecución de órdenes y sobre los gastos y costes asociados de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa. Consecuentemente con lo expuesto, al no haberse acreditado que se haya proporcionado por el Banco Español de Crédito S.A., (BANESTO) la información adecuada sobre el contrato que se suscribía, no se puede considerar que el representante legal de la entidad demandada fueran conscientes de lo que contrataban provocando dicho déficit de información error excusable en el cliente, lo que a su vez motiva la nulidad del contrato por error en el consentimiento como acertadamente ha concluido la Juzgadora de instancia.»; da tale pronunzia, innanzitutto, emerge come in tale ordinamento, per espressa volontà del legislatore, sussiste a carico degli intermediari un obbligo di informazione a carattere continuativo, quindi esteso anche alla fase successiva alla esecuzione dell’ordine di investimento, diversamente da quanto si verifica nel nostro ordinamento, in cui invece è dibattuta in dottrina e giurisprudenza la configurabilità di un simile obbligo; si evidenzia, inoltre, che l’informazione deve essere imparziale, chiara e non ingannevole ed, infine, adeguata, ciò tale da consentire al cliente, anche potenziale, di comprendere natura e rischi sia del servizio di investimento in generale, sia in relazione allo specifico strumento finanziario offerto, in modo da permettergli di assumere decisioni di investimento con cognizione di causa; doveri, questi, che appaiono una specificazione del più ampio e generale dovere che, a carico dei prestatori di servizi di investimento, viene posto a carico dalla legislazione di settore<sup>41</sup>, in forza della quale gli intermediari devono mettere al primo posto l’interesse del cliente, trattandolo come se fosse il proprio, e nel farlo devono agire con diligenza e trasparenza.

Esaminando invece il diritto inglese, rileviamo come, nell'orientamento della relativa giurisprudenza, nello specifico settore della intermediazione finanziaria i giudici ritengono sussistere la c.d. misrepresentation allorquando una banca e/o un intermediario descrivano prima della conclusione del contratto, e non in forma scritta, i caratteri di un determinato prodotto finanziario in maniera non rispondente al vero; in tal caso, il predetto intermediario è obbligato a risarcire i danni causati all'investitore dalla pregressa misrepresentation anche nel caso in cui, in seguito, abbia fatto sottoscrivere a quest'ultimo un contratto che, invece, descriva in maniera esatta le caratteristiche dello strumento<sup>42</sup>. Dunque, come ha avuto modo di rilevare la dottrina, in sostanza anche per la giurisprudenza inglese sussiste a carico dell'intermediario un obbligo di informazione per c.d. continuativo, che non può fermarsi al momento del primo contatto, ma deve estendersi fino alla sua esecuzione, se non addirittura oltre<sup>43</sup>. Va tenuto presente, comunque, che nell'ordinamento inglese si ritiene che non ogni dichiarazione non consistente in una affermazione assoluta di verità integri una misrepresentation; al contrario, le dichiarazioni devono consistere nell'affermazione della verità di una determinata circostanza (che può essere di fatto oppure di diritto) e non un mero parere e/o opinione, negandosi una equiparazione di questi ultimi alle prime.

Guardando alla giurisprudenza tedesca, la stessa da molto tempo ha affermato che l'intermediario è gravato dallo specifico obbligo di acquisire dal cliente tutta una serie di informazioni, e solo quando egli le avrà acquisite potrà assolvere all'ulteriore obbligo gravante a suo carico, rappresentato dal proporre al suo cliente esclusivamente la esecuzione di operazioni che risultino al medesimo adeguate; in particolare, nel caso Bond<sup>44</sup>, avente ad oggetto un investimento di natura speculativa con esito negativo per il cliente, la Cassazione tedesca, mancando all'epoca una normativa specifica da applicare, trovò la soluzione della controversia nella convergenza di due aspetti: da un lato, infatti, venne evidenziata dai giudici di legittimità la violazione, da parte dell'intermediario, di un obbligo di preventiva informazione del cliente circa il rischio insito nella operazione posta in essere; sotto il secondo profilo - necessario in quanto in base alla normativa dell'epoca, poiché la banca era solo un collocatore ma non il soggetto emittente, unico suo obbligo era quello di eseguire in modo corretto l'ordine, per cui non la si poteva ritenere obbligata a segnalare al cliente eventuali rischi connessi alla sua esecuzione - fu ravvisata la sussistenza, nella specifica fattispecie, di un implicito rapporto contrattuale di consulenza intervenuto tra banca e cliente, dal quale si fece derivare, tramite la nota figura del c.d. contatto sociale, l'esistenza di un correlato obbligo informativo, rispetto al quale l'intermediario venne ritenuto inadempiente; in seguito, sempre la

giurisprudenza di legittimità tedesca ha ritenuto che la libertà di scelta e decisione che deve sempre riconoscersi ad ogni soggetto senza alcuna limitazione non consente di ritenere esistente, a carico degli intermediari e nel caso in cui gli stessi abbiano correttamente adempiuto agli obblighi informativi gravanti su di loro, un ulteriore obbligo consistente nel dovere di tutelare i propri clienti anche contro le stesse loro azioni e decisioni, rifiutandosi di dare esecuzione ad operazioni che potenzialmente si rivelino rischiose ed inadeguate rispetto alle capacità reddituali dei risparmiatori; questo a condizione che essi abbiano sufficiente informato il proprio cliente, avvertendolo circa i rischi insiti in simile operazioni<sup>45</sup>.

Infine, con riguardo alla giurisprudenza francese si riscontra come, indipendentemente da qualsivoglia specifica previsione di legge<sup>46</sup>, essa si mostri netta nel ritenere la piena esistenza ed applicabilità, nell'ordinamento transalpino, di un principio in forza del quale è consentito sanzionare le eventuali violazioni di obblighi precontrattuali di informazione ai quali, secondo la dottrina, si aggiungere una ulteriore obbligazione, definita come di mise en garde/alerte, al verificarsi di determinati eventi ovvero allorquando, successivamente alla conclusione del contratto - per il quale le informazioni in questione sono state fornite/richieste - sorgano elementi nuovi, non considerati in precedenza, che si rivelino di importanza tale o da rendere necessaria una modifica delle istruzioni in precedenza impartite dal risparmiatore all'intermediario, ovvero da compromettere la continuità dell'incarico<sup>47</sup>. Infatti, in forza di tale principio, essendo ritenuta l'informazione un elemento integrante ed indispensabile di qualsivoglia contratto, allorquando una delle parti di un contratto risulta inadempiente (anche involontariamente) ad un obbligo informativo posto a suo carico, il contratto concluso a seguito e per effetto di tale violazione viene sanzionato con la nullità, siccome contrario al principio di ordine pubblico di protezione, come appunto affermato dalla giurisprudenza di legittimità francese<sup>48</sup>, la quale inoltre ha ripetutamente affermato che l'intermediario finanziario ha il dovere di informare il proprio cliente sui rischi legati all'operazione di investimento che propone di effettuare, soprattutto se essi rivestono un carattere speculativo, tranne il caso in cui il cliente sia un investitore esperto<sup>49</sup>.

\*\*\*

V. - Riguardo alla pronunzia giurisprudenziale che ha fornito lo spunto per questa breve riflessione e per quanto attiene alla tematica della presente trattazione, vengono in evidenza gli elementi che di seguito si prova a riassumere: a) la responsabilità dell'intermediario viene individuata nella violazione degli obblighi nascenti a suo carico dalle richiamate disposizioni, sia in termini di informazione al cliente, sia di valutazione della inadeguatezza della operazione e conseguente astensione dal compimento di essa, salvo successiva conferma scritta da parte del cliente; infatti, quello effettuato dagli attori del giudizio conclusosi con la sentenza in esame, viene significativamente definito dalla corte barese come un investimento inconsapevole, a dimostrazione del fatto che i clienti dell'intermediario convenuto erano del tutto all'oscuro sia di cosa stavano sottoscrivendo, sia che dei rischi (rilevanti) cui si andavano ad esporre dal punto di vista patrimoniale, con il compimento di tale operazione; b) il tribunale ha riscontrato, nel caso sottoposto al suo esame, il mancato assolvimento da parte dell'intermediario sia degli obblighi informativi sia di quello relativo alla valutazione di adeguatezza da parte dell'intermediario, ritenuti applicabili alla operazione in contestazione in ragione della disciplina, legislativa e regolamentare, sopravvenuta nel settore specifico; riscontrando, comunque, che gli investitori non hanno inteso fornire all'intermediario alcuna informazione circa la loro situazione in materia finanziaria nonché circa i loro obiettivi di investimento; c) l'operazione in contestazione è stata ritenuta inadeguata sia dal punto di vista oggettivo, per la natura in sé dei titoli oggetto di essa, sia dal punto di vista soggettivo, in relazione alle qualità personali degli investitori; d) il tribunale riscontra come l'ordine sottoscritto dagli investitori sia carente di qualsivoglia riferimento alla inadeguatezza della operazione; e) il giudice pugliese manifesta piena adesione all'orientamento palesato dalle Sezioni Unite della Cassazione con le note decisioni n. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007, e quindi sposa la tesi dell'inadempimento e conseguente responsabilità (precontrattuale e contrattuale) dell'intermediario per violazione da parte sua dei richiamati obblighi, conseguentemente disattendendo le domande avanzate in via principale di nullità del contratto di intermediazione, e/o annullamento dello stesso per dolo.

Così riassunti gli elementi salienti della decisione, è possibile fare alcune osservazioni:

1) innanzitutto, nel caso in questione l'intermediario era tenuto ad assumere preventivamente le necessarie informazioni dai clienti, e rilevare la inadeguatezza della operazione, anche in assenza delle informazioni da parte degli investitori, non potendo invocare in sua discolpa né il fatto che il contratto quadro stipulato nel 1995 nulla prevedesse al riguardo, né la circostanza del rifiuto degli investitori di

fornire le relative informazioni. Infatti, sotto il primo profilo, anche se non è dato evincere dalla sentenza se gli attori abbiano sollevato una censura al riguardo, paiono sussistere i presupposti per un rilievo anche officioso, da parte del giudice, della c.d. nullità sopravvenuta, derivante dal mancato adeguamento del predetto contratto-quadro alle nuove previsioni introdotte dalla disciplina legislativa sopravvenuta. Infatti, secondo la concorde giurisprudenza di merito, il contratto quadro per i servizi di intermediazione finanziaria rappresenta la cornice che inquadra e regola tutte le successive condotte delle parti, di guisa che tutte le attività poste in essere dai contraenti dopo che esso sia stato concluso, sono assoggettate ad un duplice onere di conformità, in quanto devono risultare conformi sia a quanto prevede il contratto-quadro stesso, sia alle norme inderogabili medio tempore sopravvenute; tanto perché il contratto-quadro è destinato a produrre effetti in un momento successivo (ed anche di molto) a quello della conclusione del primo, per cui sia detto contratto, sia gli ordini di borsa impartiti in esecuzione di esso sono condizionati al rispetto delle norme imperative. Ne deriva che il giudizio di nullità va formulato in termini dinamici, adeguandosi alla logica evolutiva e continuativa del rapporto sorto sulla base del contratto-quadro di cui innanzi, non potendosi invece limitare alla sola mera, e statica, comparazione con le norme vigenti al momento della conclusione del contratto-quadro<sup>50</sup>.

Nel caso in questione, allora, a mio parere quella che viene in rilievo in termini di nullità sopravvenuta risulta essere quella disciplinata dall'art. 23 del T.U.I.F. (unitamente alla previsione dell'art. 30 del Regolamento CONSOB n. 11522/1998<sup>51</sup>, in quanto predetta norma obbliga gli intermediari a proporre e vendere prodotti finanziari esclusivamente in forza di un contratto scritto che preveda la specifica indicazione di determinati elementi, quali: i) servizi forniti e loro caratteristiche; ii) periodo di efficacia e modalità di rinnovo del contratto, nonché modalità per le modifiche del contratto stesso; iii) le modalità con cui il cliente possa impartire ordini ed istruzioni; iv) la frequenza, il tipo ed i contenuti della documentazione da fornire al cliente per rendicontare l'attività svolta. Orbene, se alla data di sua conclusione - 21 aprile 1995 - il contratto-cornice concluso tra la banca e gli investitori indubbiamente era valido poiché rispettoso delle previsioni di legge in vigore all'epoca, tuttavia da tanto non può inferirsi, automaticamente, la validità di tutte le attività compiute in seguito dai contraenti, ed in particolare degli ordini in seguito posti in essere - come quello del 28 ottobre 1999 oggetto di contestazione - dovendosi al contrario verificare la loro validità o meno al momento in cui sono stati attuati, come del resto confermato dalla giurisprudenza<sup>52</sup>.

Sotto tale specifico aspetto, allora, l'indagine andava estesa al profilo della nullità sopravvenuta, il che è mancato.

2) Inoltre, il rilievo operato dal Tribunale circa il fatto che l'ordine di acquisto in contestazione risultava privo di qualsiasi indicazione circa l'inadeguatezza della operazione andava sviluppato sotto il profilo relativo alla invalidità di esso per difetto della necessaria forma scritta; tanto si giustificava data la assenza, come detto, di qualsivoglia riferimento-da fornirsi inderogabilmente per iscritto-alla adeguatezza/inadeguatezza della operazione, con conseguente violazione del disposto di cui agli artt. 29 e 30 del T.U.I.F., assenza pur riscontrata dal giudice. Al riguardo, infatti, in giurisprudenza si è affermato che "l'art. 29 del Regolamento CONSOB, nel prescrivere che l'ordine di esecuzione di una operazione inadeguata debba rivestire la forma scritta con esplicito riferimento alle avvertenze ricevute dall'investitore, ha indicato un elemento costitutivo del contratto di acquisto dello strumento finanziario ed introdotto una vera e propria regola di validità del medesimo: E poiché il T.U.F. ed il suo regolamento di attuazione sono norme imperative a norme dell'art. 1418 c.c., laddove tali norme prescrivano requisiti di validità della fattispecie negoziale - come appunto l'art. 29 del Regolamento CONSOB - la loro violazione dà luogo alla nullità del contratto, non occorrendo che tale sanzione sia prevista espressamente dalla norma, in quanto a ciò vi sopperisce l'art. 1418, 1° comma c.c., che enuncia un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione di precetti imperativi non si accompagna una espressa previsione di nullità<sup>53</sup>.

In proposito, va detto che l'art. 29 del Regolamento CONSOB del 1998, lungi dal limitarsi ad introdurre una mera regola di condotta a carico dell'intermediario, al contrario con l'obbligare quest'ultimo ad informare il cliente sia della inadeguatezza dell'operazione, sia delle ragioni per cui essa viene giudicata a lui inadeguata, ha introdotto quella che deve considerarsi senza dubbio una regola di validità del contratto di intermediazione finanziaria, un vero e proprio elemento costitutivo del medesimo.

Elemento, questo, emergente dalla previsione della obbligatorietà, oltre che della forma scritta (ovvero di quelle equivalenti) anche dell'esplicito riferimento, in esso, alle avvertenze ricevute dal cliente circa la inadeguatezza della operazione. Tale ultimo requisito risponde ad un superiore interesse di protezione

dell'investitore, che per l'ordinamento viene in rilievo nel momento in cui egli pone in essere un atto che lo espone a considerevoli rischi sul piano patrimoniale, quale senza dubbio deve ritenersi una operazione di investimento inadeguata, per cui l'ordine del 28.10.1999 era a mio giudizio da ritenersi del tutto nullo ai sensi dell'art. 29 del Regolamento CONSOB n. 11522/1998.

Tesi, questa, che si rivela a mio avviso coerente con l'orientamento della S.C., la quale ha avuto modo di affermare che la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art. 1418,1° comma c.c., postula che siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto<sup>54</sup>. A tanto si aggiunga, poi, che la stessa Cassazione, con riferimento alla previgente normativa in materia di tutela del risparmio, aveva affermato che, essendo le disposizioni contenute nel T.U.I.F. e nel suo regolamento attuativo poste a tutela di interessi pubblicistici(individuati nel risparmio e nella esigenza di trasparenza dei servizi finanziari) anche di livello costituzionale, le stesse sono da ritenersi norme imperative ai sensi dell'art. 1418,1° comma c.c. In conseguenza di tale ricostruzione, secondo la S.C., ne discende che, ove dette norme prescrivano, come l'art. 29 del Regolamento CONSOB del 1998, requisiti della fattispecie negoziale in quanto attinenti alla struttura ovvero al contenuto del contratto, la loro violazione è fonte di nullità sul presupposto che la contrarietà di un contratto a norme imperative è causa di nullità dello stesso a prescindere dalla previsione di tale sanzione nel contesto delle specifiche normative violate<sup>55</sup>. Ancora, la sussistenza nel caso in questione di una ipotesi di nullità invece non rilevata dal tribunale barese risulta confermata anche alla luce di precedenti giurisprudenziali di merito<sup>56</sup> in cui si è evidenziato come la regola di adeguatezza sia, in sostanza, una regola di forma, per cui prevedendo il Regolamento CONSOB n. 11522/1998 che, sotto la sua vigenza, l'intermediario era tenuto ad avvisare per iscritto il cliente della inadeguatezza della operazione, e che ove il cliente insistesse nel voler compiere la stessa, per eseguirla era indispensabile una espressa conferma scritta da parte dell'investitore(in cui, inoltre, doveva altrettanto espressamente risultare, con le stesse modalità formali, l'avvertimento circa l'inadeguatezza della operazione), allora dall'assenza di tale requisito appare legittimo inferirne la nullità dell'ordine. Per altro verso, ulteriore conferma di quanto sopra sostenuto si rinviene anche in altre pronunzie di merito, in cui si è ritenuto che la mera e generica indicazione, nell'ordine di acquisto, di un avvertimento al cliente circa la rischiosità ed inadeguatezza della operazione, si rivela inidonea a consentire al cliente di compiere un investimento consapevole, sia sotto il profilo delle conseguenze della operazione sia sotto quello della sua

inadeguatezza rispetto al soggetto medesimo<sup>57</sup>. Pertanto, se un documento che comunque presenta la avvertenza circa la inadeguatezza, pur senza specificare le motivazioni, viene ritenuto non idoneo a far ritenere assolto l'obbligo posto a carico dell'intermediario dall'art. 29,3° comma del Regolamento CONSOB n. 11522/1998, allora a maggiore ragione nel caso deciso dalla sentenza che qui si annota, si è in presenza di un contratto concluso in violazione di un divieto legale a contrarre - previsto da una norma avente carattere indiscutibilmente imperativo - e che pertanto doveva essere sanzionato dal tribunale, anche ex officio, con la nullità. In aggiunta, va evidenziato che la tesi della nullità trova riscontro anche in alcune opinioni dottrinali, affermandosi che la sanzione per la violazione delle forme non può che consistere nella nullità per difetto di forma<sup>58</sup> ed inoltre che la mancanza della autorizzazione redatta per iscritto, inderogabilmente prevista per dare seguito ad una operazione inadeguata, incide sul nascere del negozio, atteso che si è in presenza di un elemento inderogabile (la forma) che compone la struttura del contratto, e che non può ritenersi limitata alla sola finalità probatoria di quest'ultimo<sup>59</sup>.

Non pare superfluo, poi, aggiungere che, come rilevato anche in dottrina<sup>60</sup> la Cassazione con sentenze n. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007 ha espressamente chiarito che l'area delle norme inderogabili, la cui violazione può causare la nullità del contratto ex art. 1418,1° comma c.c., è più ampia di quanto sembrerebbe suggerire, prima facie, il riferimento al solo contenuto del contratto stesso.

In tale area, infatti, secondo la Corte, rientrano anche le norme che pongono un divieto di concludere il contratto - o che, è lo stesso, impongono un obbligo di astensione, rientrante nella più generale previsione di cui all'art. 1222 c.c. - per cui ove un contratto venga comunque concluso, nonostante il divieto, è la esistenza stessa del contratto medesimo che si pone in contrasto con la volontà dell'ordinamento palesata dalla norma imperativa; in tale situazione, allora, il nesso causale con il danno subito dall'investitore è insito nella conclusione di quel contratto che, per il legislatore, non doveva venire ad esistenza<sup>61</sup>.

In tale ipotesi, ritengono le Sezioni Unite, non può dubitarsi del fatto che l'atto sia nullo per ragioni ancora più radicali della contrarietà a norme imperative del contenuto del contratto in questione; allora,



secondo il predetto autore, la Cassazione ha in tal modo affermato che, nel caso in cui la norma di comportamento<sup>62</sup> integri un obbligo di astenersi dal contrarre, e ciò nonostante il contratto venga stipulato, il medesimo può essere ritenuto nullo.

Pertanto, può concludersi sul punto nel senso di ritenere che la decisione in questione si riveli contraddittoria per il fatto che il giudice, in sostanza, prima ha riconosciuto la violazione al divieto, gravante a carico dell'intermediario, di porre in essere operazioni inadeguate - individuando la inadeguatezza della operazione con riguardo ai criteri sopra evidenziati ed altresì mettendo in rilievo come mancassero tutti i presupposti previsti dalle disposizioni vigenti all'epoca, per dare corso ad operazioni inadeguate, sotto il profilo formale e sostanziale - e, tuttavia, non ha sanzionato tale violazione con la naturale conseguenza della violazione di una norma imperativa quale indiscutibilmente è quella prevista dal Regolamento CONSOB<sup>63</sup> e cioè con la nullità del contratto. La contraddittorietà della decisione che si annota - ed il vizio che la inficia, sotto tale profilo, anche in relazione alle conseguenze di essa in termini di determinazione del quantum - viene in rilievo a maggiore ragione in considerazione del fatto che la pronuncia richiama espressamente il dictum delle SS.UU, con le sentenze di fine 2007, cui il tribunale ha prestato adesione nella forma ma se ne è discostato nella sostanza, visto quanto in precedenza evidenziato; dunque, tale decisione si rivela senza dubbio censurabile, dato che sussistevano tutti gli elementi per una declaratoria di nullità e della conseguente pronuncia restitutoria ex art. 2033 c.c., invece ingiustificatamente negata.

\*\*\*

VI. - Alla luce di quanto sopra evidenziato, allora, la maggiore tutela che dovrebbe apportare la MIFID si rivela, in realtà, solo apparente, a mio avviso.

Infatti, viste le scelte di investimento come sopra individuate, le ipotesi in cui l'intermediario sarà tenuto a rispettare gli obblighi nascenti a suo carico dalla valutazione di adeguatezza si riducono notevolmente ed, in conseguenza, lo stesso ben potrà compiere un numero estremamente più elevato di operazioni che,

invece, gli sarebbero state precluse se realmente gli investitori piccoli e medi si fossero orientati sui servizi di investimento che potremmo definire a più elevato valore fiduciario, visto l'obbligo di astensione a suo carico in caso di esito negativo del test di adeguatezza, ovvero nel caso di diniego del cliente a fornire le informazioni a lui richieste.

Operazioni che, invece, potranno essere comunque poste in essere ove vi sia stata la comunicazione al cliente circa la loro non appropriatezza; requisito questo, che si considera soddisfatto anche mediante il ricorso a forme di comunicazione standardizzate, che certo non possono, comunque, dirsi esenti da problemi.

A tale ultimo riguardo, invero, in dottrina<sup>64</sup> si è posto in evidenza che, anche all'esito della emanazione della nuova disciplina regolamentare, permane irrisolta la problematica del rapporto tra la clausola generale, che impone all'impresa di investimento di operare con diligenza, trasparenza e correttezza e di curare l'interesse del cliente, e la previsione che consente la segnalazione della non appropriatezza utilizzando un formato standardizzato<sup>65</sup>, problematica che porta con sé, quale suo logico corollario, quello del rapporto tra il rispetto delle regole che prescrivono all'intermediario determinati obblighi informativi, specificando le formalità necessarie all'assolvimento di essi, ed i principi di carattere generale, che pongono a carico dell'intermediario il dovere di curare gli interessi del cliente.

Allora, nel caso - di frequente verifica - in cui l'intermediario contravvenga ai suoi doveri di informazione, va individuato il motivo per cui il legislatore (comunitario ed interno, nel caso di specie) mira innanzitutto a fare in modo che la formazione del giudizio decisionale, nella fase prodromica alla contrattazione, avvenga correttamente e compiutamente, in modo da garantire una scelta consapevole<sup>66</sup> con disposizioni che paiono, in sostanza, coincidenti o quasi con quelle dettate in tema di tutela del consumatore<sup>67</sup>.

Infatti, al riguardo, la dottrina ha messo in evidenza come l'affermazione per la quale informazione debba

essere fornita dall'intermediario in termini di assoluta trasparenza e correttezza e che l'intermediario sia tenuto ad accertarsi che il cliente abbia effettivamente compreso la portata e le conseguenze per lui derivanti, equivale al riconoscimento che trasparenza e correttezza devono essere reali e non solo formali, per cui l'intermediario non potrà accontentarsi di informare il cliente mediante moduli standardizzati, bensì dovrà accertarsi che quest'ultimo abbia compreso il significato e le conseguenze delle proprie scelte<sup>68</sup>. Il tutto non trascurando di evidenziare che il medesimo studioso da ultimo richiamato ha posto in evidenza, altresì, come l'obbligo informativo gravante sull'intermediario, oltre ad essere finalizzato alla valutazione di adeguatezza, assume anche una rilevanza del tutto autonoma ed indipendente dalla suitability rule, per cui ci si trova di fronte a due doveri informativi tra loro distinti ed autonomi: infatti, per un verso, l'informazione specifica sulla singola operazione deve essere sempre fornita, ogni volta in cui l'investitore, anche solo potenziale, sia classificato come rientrante nella categoria dei clienti retail e si appresti a compiere una operazione in strumenti finanziari ovvero a fruire di un servizio finanziario; mentre, per altro verso, l'informazione relativa alla inadeguatezza dell'operazione - con il correlato dovere di comportamento a carico dell'intermediario - è solo eventuale, dato che viene ad esistere e necessita di essere fornita solo in presenza di una operazione inadeguata<sup>69</sup>; la rilevanza dell'onere informativo sulla singola e specifica operazione viene ad essere individuato nel fatto che il positivo assolvimento di esso serve a rendere edotto l'investitore delle caratteristiche del singolo strumento finanziario, così che egli possa conoscere l'oggetto dell'investimento che sta compiendo; ne consegue, allora, che il mancato assolvimento di tale obbligo, al contrario, impedisce al cliente di porre in essere un investimento consapevole. Tale ultima possibilità viene impedita al cliente dal fatto di non avere ricevuto la informazione sulla specifica operazione, dovendosi presumere che il cliente non avrebbe effettuato l'investimento se ne avesse conosciuto i rischi e le implicazioni<sup>70</sup> il che sarebbe stato possibile, ovviamente, solo grazie alla informazione sulla singola e specifica operazione.

Ancora con riguardo alla nuova veste che la normativa regolamentare del 2007 ha conferito al criterio dell'adeguatezza, va evidenziato come la dottrina abbia posto l'accento sul fatto che dal giorno 1 novembre 2007, data di entrata in vigore del Regolamento 16190/2007, un investitore che non intenda fornire all'intermediario dati sensibili quali l'entità del proprio reddito e del patrimonio, è costretto ad effettuare i propri investimenti autonomamente, dal momento che non ha più la possibilità di affidare il suo patrimonio ad un gestore, ovvero di beneficiare dei suggerimenti di un consulente<sup>71</sup>.

Ed allora, la nuova disciplina dell'adeguatezza, invece di rafforzare la protezione dei risparmiatori, rischia invece di produrre l'effetto esattamente contrario, ridimensionandola, in quanto impedisce ai potenziali investitori di avvalersi della competenza e professionalità degli intermediari nella scelta degli investimenti più adatti<sup>72</sup>; ecco perché, nella vigenza del precedente Regolamento Consob (il n. 11522/1998) qualche opinione dottrinale si mostrava sostanzialmente favorevole alla posizione degli intermediari e, nonostante il fatto che la L. 262 del 28.12.2005, come già detto, avesse ricondotto la valenza della disposizione dell'art. 21 T.U.I.F. al rango di norma primaria, con il conseguente riconoscimento di pari forza cogente agli obblighi di correttezza, trasparenza e diligenza da detta norma posti a carico dell'intermediario, affermava che dal predetto articolo 21 non potesse, pure in presenza dei predetti obblighi, derivarsi l'obbligo, a carico dell'intermediario, di astenersi dall'eseguire l'operazione inadeguata allorquando vi sia stato il rifiuto di fornire informazioni sulla situazione finanziaria del cliente, venendo tuttavia in tal modo a mettere seriamente in dubbio l'esistenza a carico dell'intermediario del dovere di comportarsi in modo che l'interesse dell'investitore risulti tutelato ed attuato<sup>73</sup>. Pertanto, il citato autore riteneva conforme alla normativa quelle condotte degli intermediari i quali, per valutare la adeguatezza della operazione, si basavano esclusivamente sul profilo del cliente come dal medesimo dichiarato<sup>74</sup>; questo perché, in pratica, la responsabilità del mancato giudizio veniva addossata al cliente stesso sul rilievo per cui, allorquando il cliente si rifiuta di fornire le informazioni necessarie per valutare la adeguatezza delle informazioni (di guisa che il diniego rende, di fatto, impossibile la relativa valutazione) il medesimo non potrà, poi, lamentarsi per la mancata valutazione e la mancata segnalazione di una pretesa adeguata. Tale argomentazione, invero, non appare condivisibile a giudizio di chi scrive, dal momento che fa di un principio corretto - che è quello di cui all'art. 1460 c.c. - una applicazione errata e distorta, siccome solo teorica ed astratta, del tutto avulsa dalla necessaria, considerazione delle circostanze del caso concreto.

Invero, la previsione in questione si giustifica ed è prevista, come del resto tutte le norme codicistiche in tema di contratti, nell'ambito di una contrattazione in cui le parti contraenti sono in posizione di parità, il che ovviamente non si verifica nella tipologia di contratti cui si pretenderebbe di applicare la richiamata disposizione, stante la indiscussa asimmetria delle posizioni contrattuali - soprattutto in termini di forza e di informazioni disponibili - dei soggetti della contrattazione in materia di investimenti in strumenti finanziari.

Non sorprende, allora, che la MIFID e la successiva normativa regolamentare interna abbiano inteso drasticamente eliminare ogni potenziale incertezza e, soprattutto, pericolo per il contraente debole di tali rapporti, ponendo a carico dell'intermediario, sia in caso di inadeguatezza, sia di impossibilità della relativa valutazione, un inderogabile dovere di astensione dal compiere l'operazione, anche in caso di reiterata richiesta scritta del cliente, rivolta comunque all'esecuzione di essa.

Decisamente contrario alla opinione dottrinale da ultimo richiamata, si rivela, invece, il pensiero di altro autore il quale afferma, al contrario, che la cura sostanziale dell'interesse dell'investitore, rappresentata dal perseguimento del suo personale target di investimento, costituisce in tutti i servizi l'obiettivo principale che l'intermediario è tenuto a perseguire<sup>75</sup>, per cui quel poco o tanto di interesse che l'investitore avrà manifestato all'intermediario è senz'altro vincolante per quest'ultimo, e parimenti si rivela sufficiente, al cliente, per pretendere dall'intermediario che quest'ultimo si attivi per perseguire concretamente l'interesse come manifestato dal cliente mentre, per il resto, è l'intermediario che è tenuto a raffigurarsi l'interesse dell'investitore ed agire di conseguenza<sup>76</sup>.

Che una simile ricostruzione sia indubbiamente in possesso di una non trascurabile fondatezza viene avvalorato dal fatto che anche la più recente giurisprudenza della Suprema Corte<sup>77</sup> ha mostrato di condividerla, affermando in sostanza gli obblighi di informazione e trasparenza posti a carico degli intermediari dall'art. 21 del D.LGS. n.58/1998 costituiscono fonte di un vincolo, per tali soggetti, del tutto autonomo rispetto a quello, primario, che riguarda la prestazione dedotta nel contratto di investimento e che, in conseguenza, la violazione degli obblighi previsti dal richiamato art. 21 sarà causa di nullità del contratto, in applicazione dell'art. 100bis del predetto D.LGS. n. 58/1998.

Se tanto è indubbio, ed il ripensamento della S.C. come seguito dalla giurisprudenza di merito sopra richiamata<sup>78</sup> appare condivisibile ed al tempo stesso sintomatico di un mutamento di indirizzo, a maggiore ragione perché compie un'apprezzabile passo in avanti nell'ottica della individuazione del migliore strumento di tutela possibile, per concludere sul punto deve tenersi in doverosa considerazione quella

opinione dottrinale che, rispetto alla questione, prudentemente si dimostra propensa a non escludere, a priori, un rimedio a favore di un altro, nell'evidente intento di assicurare la migliore tutela possibile in concreto, per il risparmiatore, dal momento che la complessità dei caratteri che presentano gli obblighi in esame consente di ipotizzare una pluralità di strumenti sanzionatori finalizzati alla loro concreta attuazione, anche se, in conseguenza, ogni soluzione presenta, necessariamente quanto inevitabilmente, un certo grado di opinabilità<sup>79</sup>.

<sup>1</sup>Tribunale Bari, IV<sup>^</sup> sez., 9.11.2010, edita su Il Caso.It., I, 2010, n. 2856, cui si rimanda per l'esame del testo integrale.

<sup>2</sup>MAFFEIS D., La natura e la struttura dei contratti di investimento, in IlCaso.It, 2009, II, 158.

<sup>3</sup>Cass., 12 gennaio 1991, n. 257, in Giur.it. Mass., 1991.

<sup>4</sup>GALLO P., Asimmetrie informative e doveri di informazione, in Riv. dir. civ., 2007, p. 660 e ss.

<sup>5</sup>Che in concreto riguardano strumenti finanziari non complessi, e può essere attivata solo dietro specifica

richiesta dell'investitore.

6Le quali invece si ritengono in possesso delle specifiche competenze professionali necessarie ad orientare in materia consapevole le loro decisioni in materia di investimento.

7Rispetto a quella in cui, in precedenza, risultava essere inserito in applicazione della normativa all'epoca vigente.

8All'art. 12 comma 1, del Regolamento Consob n. 17130 del 12 gennaio 2010.

9Art. 12 comma 1, lett. c) reg. n. 17130/2010.

10Con il prevedere, infatti, che “sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari valutano che la specifica operazione consigliata soddisfi i seguenti requisiti: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione.”

11Ed è implicito, ovviamente, che tale valutazione presuppone, quale condicio sine qua non, che il consulente si sia premurato di individuare l'obiettivo di investimento che il cliente intende raggiungere.

12Doverosamente astenendosi, quindi, dal consigliare operazioni che mettano in gioco tutto, o quasi, il patrimonio del cliente, con conseguente rischio di totale erosione di esso in caso di esito negativo dell'investimento oggetto della consulenza fornita.

13L'utilizzo del condizionale appare doveroso non essendo certa l'approvazione della proposta senza modifiche sul punto.

14Edita su [www.consultalex.it](http://www.consultalex.it).

15MAFFEIS D., Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere, in *Contratti*, 2008, 1, p. 20 e ss.

16SACCO R., *Il contratto*, Torino, 1975, p. 669 e ss.



17SACCO R., in R. Sacco-G. De Nova, Il contratto, Tratt. dir. civ., diretto da R. Sacco, Torino, 2004, p. 244.

18D'AMICO G., La responsabilità precontrattuale, Trattato del contratto, Voce Rimedi - 2, a cura di V. Roppo, Milano, 2006, p. 244.

19 CASTRONOVO C., Principi di diritto europeo dei contratti, Parte I e II, Prefazione all'edizione italiana, Un contratto per l'Europa, Milano, 2001, XXXIV.

20MAFFEIS D., op.ult.cit., p. 20 e ss.

21Edita su Il Caso.It, massimario finanziario

22Edita su Il Caso.It, massimario finanziario

23Edita su Il Corriere del Merito, 2010, 7, p. 721 e ss., nota Sangiovanni V.

24Edita su Il Caso.It, massimario finanziario.

25Edita su Il Caso.It, massimario finanziario.

26Edita su Il Caso.It, massimario finanziario.

27Edita su Il Caso.It, massimario finanziario.

28Edita su Il Caso.It, massimario finanziario.

29Edita su Il Caso.It, massimario finanziario.

30In [www.cassazione.net](http://www.cassazione.net)

31In Il Caso.It, massimario finanziario.

32In IlCaso.It, 2011, I, n. 6497.

33In Foro it., 2012, Merito extra, 2012.9.2.

34In Foro it., Rep., 2012, voce Intermediazione e consulenza finanziaria, n. 28.

35In IlCaso.It, 2011, I, n. 7155.

36 In IlCaso.It, 2012, I, n. 7177.

37In IlCaso.It, 2012, I, 7076.

38 In IlCaso.It, 2012, I, 7041.

39 In IlCaso.It, 2012, I, 7206.

40Audiencia Provincial Leon, 18 settembre 2011 n. 274, in [www.asuapedefin.com](http://www.asuapedefin.com).

41La legge 28 luglio 1988 n. 24 sul Mercato dei Valori mobiliari, poi sostituita di recente, a seguito della entrata in vigore della MIFID, dalla Ley 19.12.2007 n. 47, in BOE, 20.12.2007, n. 304, a sua volta integrata dal regolamento n. 217 del 15.2.2008, in BOE, 16.02.2008, n. 41, che ha specificato e precisato i criteri introdotti dalla richiamata Ley.

42English High Court(Commercial Court of the Queens Bench Division) 25 maggio 2005, in SANGIOVANNI V., op. ult. cit., p.1173.

43SANGIOVANNI V., op .ult .cit., p.1174.

44BGH, 6 luglio 1993, in NJW, 1993, n. 2433(Bond).

45BGH, 11 novembre 2003, XI ZR 21/03, in lexetius.com, 2004,1,229.

46 Comunque successivamente intervenuti, e rappresentati, in via generale, dall'art. L. 111-1 del Code de la consommation, norma che pone a carico di tutti coloro che svolgano in modo professionale attività di vendita di beni ovvero di prestazione di servizi, l'obbligo di mettere il consumatore, prima della conclusione del contratto, nella condizione di conoscere i caratteri essenziali del bene e/o del servizio oggetto del contratto medesimo e, quale specificazione del primo nel peculiare settore dei servizi finanziari, dall'art. L. 533-13 del Còde Mònetaire et Financier.

47CRESCIMANNO V., Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra Còde de la consommation e Còde civil, in Europa e diritto privato, 2008, 2, pag. 487.

48Cass, 1ère civ., 07 dicembre 2004, n. 01-11823, in Recueill Dalloz, 2005, pag. 75, citata da CRESCIMANNO V., op.ult.cit., p. 494 e ss.

49 In tal senso, testualmente affermando «l'intermédiaire financier a le devoir d'informer son client des risques encourus par le investissements qu'il projette d'effectuer, surtout si ceux-ci revêtent un caractère spéculatif, hormis les cas où le client est un opérateur averti», cfr. Com., 5 nov. 1991, Bull. Civ. IV, n. 327, D 1991; Com. 26 mars 2008, Bull. Civ. IV, n. 69, D. 2008.

50 Tribunale Bologna, 2 marzo 2009, in IlCaso.it, massimario finanziario.

51 Oggi sostituito dall'art. 37 del Regolamento CONSOB n. 16190/2007

52 Tribunale Parma, 11 ottobre 2007, su Il Caso.it, massimario finanziario, ove si è affermato che “la dinamica del rapporto sconta le peculiarità del programma di investimento, che appartiene alla dei contratti, al tempo stesso, ad efficacia immediata ed esecuzione continuata, Gli effetti si dipanano nel tempo, sicchè occorre rimeditare rispetto ad ogni singolo ordine di acquisto la sussistenza o meno delle condizioni legittimanti la operazione di investimento”.

53 Tribunale Venezia, 16 febbraio 2006, in IlCaso.it , massimario finanziario.

54Cass., 29 settembre 2005 n. 19024, in Danno e responsabilità, 2006, 1, pag. 25 e ss., il cui tenore è stato, in sostanza, confermato dalle decisioni nn. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007 delle Sezioni Unite.

55 Cass., 7 marzo 2001 n. 3272, in La Tribuna, Archivio Civile, 2002, 1, pag. 94, in cui in particolare si è affermato "In presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418 comma primo, cod. civ., 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.

56Tribunale Venezia, 27 marzo 2008, in Il Caso.it, 2008, I, n. 1204, ove si è sostenuto che "È causa di nullità la violazione delle norme di intermediazione finanziaria che prescrivono determinati requisiti formali quali la forma scritta del contratto, la condotta da osservare in caso di operazione inadeguata e l'avvertimento dell'esistenza di un conflitto di interessi."

57Tribunale Rimini, 6 giugno 2007, in Danno e responsabilità., 2008, p. 80, in cui si afferma "La banca, preso atto di tale inadeguatezza, ha agito applicando l'art. 29 del regolamento Consob, avendo l'attore sottoscritto un ordine di acquisto del seguente tenore <operazione per la quale si è ricevuta avvertenza circa la sua rischiosità(in rapporto al soggetto emittente, al grado di liquidità del valore mobiliare che ne è oggetto, alla volatilità del cambio, nonché riguardo alla convertibilità della divisa di denominazione) e circa la sua classificabilità tra le non adeguate in assenza di dettagliate notizie sulla situazione finanziaria dell'investitore, ma da eseguirsi su specifica disposizione impartita dal sottoscritto, consapevole della

scelta così effettuata>. Nondimeno, tale formula è alquanto generica rispetto al profilo di rischio della operazione, non richiamando esplicitamente le categorie di inadeguatezza disciplinate dalla normativa vigente, quindi non ha posto il cliente in grado di comprendere effettivamente la portata dell'operazione posta in essere e la sua inadeguatezza al suo profilo di rischio.”

58 MAFFEIS D., op .cit. sub nota 15, in cui l'autore perviene alla conclusione riportata dopo avere sostenuto che le SS.UU., con le decisioni di fine 2007, omettendo qualsivoglia riferimento, anche in via di obiter dicta, alle conseguenze della violazione delle forme previste per i contenuti informativi, hanno portato avanti l'operazione concettuale, compiuta per la prima volta con la decisione n. 19024/2005 della prima sezione, di appiattimento delle discipline preventive ed indistinta loro riconduzione al livello di meri obblighi informativi, eseguita ribadendo quella affermazione(due volte sconcertante per l'autore) per la quale la mancanza di un autorizzazione scritta da parte del cliente integrerebbe la violazione di una mera regola di condotta, mentre per l'autore l'autorizzazione scritta da parte del cliente per il compimento di una operazione inadeguata costituisce un requisito di condotta e di forma al tempo stesso.

59SARTORI F., La rivincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione(s.u.) 19 dicembre 2007 n. 26725, in *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2008, I, 2<sup>a</sup> parte, p. 1-31, ove l'autore sostiene che la mancanza di un elemento inderogabile nella struttura del contratto, e cioè la forma, è in grado di fondare il giudizio di invalidità di quest'ultimo, e tanto anche non volendo aderire alla tesi della forma necessaria alla validità dell'atto, dovendosi ritenere che, nel caso in questione, la forma scritta di certo non è richiesta per la(sola) prova dell'atto.

60SANGIOVANNI V., Inadempimento contrattuale e responsabilità nel caso Lehman Brothers, nota a Tribunale Udine, 5 marzo 2010, in *il Corriere del Merito*, 7, 2010, p. 728, in cui l'autore evidenzia che la nullità del contratto per violazione del dovere di astenersi, da parte dell'intermediario, emerge dal



combinato disposto degli artt. 1418,1° comma c.c., e 29,1° comma Regolamento CONSOB n. 11522/1998, norma imperativa che esplicita la volontà dell'ordinamento di impedire che, nel settore degli investimenti in strumenti finanziari, si concludano contratti di investimento inadeguati(per ragioni che possono riguardare la tipologia, l'oggetto, la frequenza e la dimensione).

61Ed al riguardo la giurisprudenza di merito ha di recente affermato che "In tema di intermediazione finanziaria, qualora venga violato un obbligo specifico di astensione finalizzato a prevenire il pericolo del compimento di operazioni in situazioni di pericolo (quale il conflitto di interessi o l'inadeguatezza), il nesso di causalità tra la violazione dell'obbligo di astensione e le conseguenze dannose che ne conseguono è in re ipsa, posto che soltanto il risarcimento integrale rende effettivo il precetto specifico di astensione che, diversamente, sarebbe svuotato e rifluirebbe nel generico dovere di diligenza professionale"(Corte di Appello Reggio Calabria, 14 dicembre 2009, in Il Caso.it, massimario finanziario) ed, in modo ancora più esplicito e condivisibile, che "Non è necessario procedere alla verifica del nesso causale tra violazione e danno quando si è in presenza di un'operazione non adeguata di cui non sia stata fornita specifica segnalazione per iscritto all'investitore, poiché non sono le concrete e specifiche modalità esecutive dell'ordine di borsa a venire in questione, ma il compimento stesso dell'operazione, che non avrebbe dovuto affatto avere luogo. In questo caso il compimento dell'operazione, atteso il dovere dell'intermediario di astenersi, configura un danno in re ipsa"(Corte di Appello Torino, 17 luglio 2009, in IlCaso.it, massimario finanziario).

62Che, come rilevato dalla dottrina in precedenza richiamata - SANGIOVANNI V., op.ult.cit - è anche norma imperativa, e ciò non va trascurato nell'economia del ragionamento.

63Nel caso di specie, l'art. 29 comma 1° del Regolamento n. 11522/1998.

64FIORIO P., La non adeguatezza delle operazioni di investimento, su *IlCaso.It*, II, n. 71/2007, p. 1-41.

65Nella previsione originaria della MIFID, l'art. 19, par. 5 della Direttiva 2004/39/CE era stabilito che anche l'avvertimento di non adeguatezza potesse essere fornito con l'utilizzo di un modulo standard, mentre il nuovo Regolamento Consob ha limitato tale previsione al solo avvertimento di non appropriatezza.

66Ed ecco perché le disposizioni di cui all'art. 39 e 40 del Regolamento intermediari del 2007 appaiono, a mio parere, il riflesso, nello specifico settore, della previsione di più ampio respiro dettata dall'art. 2 del Codice del Consumo che individua, tra i diritti fondamentali dei consumatori, quelli ad una informazione adeguata e ad una pubblicità corretta.

67Secondo uno studioso, invero, non può innanzitutto revocarsi in dubbio la applicabilità, anche ai servizi finanziari, delle regole sulle clausole abusive, posto che alcune sono specificamente dedicate al recesso ed allo jus variandi nei contratti di tale natura, così come, del resto, prevede l'art. 33,3° comma del Codice del Consumo; inoltre, viene a sostegno citata, da un lato, una evidente tendenza espansiva del diritto dei consumatori nel settore del diritto bancario e della intermediazione finanziaria, al pari di quanto già avvenuto negli altri settori della vendita di beni e servizi; per altro verso, richiamando la decisione n. 13051 del 21 maggio 2008 della Suprema Corte che, intervenendo nella ricostruzione e definizione dei rapporti tra la disciplina delle clausole abusive(all'epoca della presentazione del ricorso contenute negli artt. 1469bis e ss. cod. civ.) e la disciplina dei contratti bancari, contenuta nell'art. 117 del t.u.b., ha riconosciuto la prevalenza della prima sulla seconda allorché il contratto in questione sia stato

concluso da un consumatore, riconoscendo altresì che, in contrario, era del tutto influente la negoziazione delle clausole del contratto; in tal senso, ALPA G., Manuale di Diritto Privato, 2009, Padova, p. 1041 e ss.

68BENASSI F., Operatore qualificato e obbligo di informazione: interpretazione integrativa dell'art. 31 del Regolamento e dubbi di costituzionalità, commento a Tribunale Milano, VI<sup>^</sup> sez. civ., 15 ottobre 2008, in IlCaso.It, II, 2009, n. 133, p. 13.

69BENASSI F., I doveri informativi dell'intermediario relativi alla singola operazione , commento a Tribunale Mantova, 31 marzo 2009, in IlCaso.It, II, 2009, n. 176, in particolare p. 5 e p 13.

70BENASSI F., op.ult.cit., p. 2.

71GAFFURI L., La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento, su IlCaso.It, II, 2008, n. 128, p. 1-42.

72PELLEGRINI M., Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi, Padova, 2007, p. 332 e ss..

73PELLEGRINI M., op. loc. ult. cit.

74PELLEGRINI M., op. loc. ult. cit.

75MAFFEIS D., La natura e la struttura dei contratti di investimento, su *Il Caso.It*, 2009, II, n.158, p. 16.

76 MAFFEIS D., op. loc. ult. cit.

77Cass., 25 giugno 2008, n. 17340, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, p.24.

78Tribunale Ravenna, 12 ottobre 2009, cit

79La condivisibile affermazione si deve a MEOLI B., I contratti di prestazione di servizi di investimento, in *La tutela del consumatore*, Trattato di Diritto Privato, diretto da M. Bessone, volume XXX, cap. 11, p.53.

<https://www.diritto.it/obblighi-informativi-degli-intermediari-finanziari-adequatezza-dell-operazione-e-tutela-del-risparmiatore-nel-vigore-della-direttiva-mifid-effettiva-maggiore-tutela-o-mera-illusione/>