



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PAVIA

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

**Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Diritto Romano e Cultura
Giuridica Europea**

XXXV ciclo

**I RIMEDI CONTRATTUALI DELL'INVESTITORE NEI
CONTRATTI DI INVESTIMENTO: DALL'INVALIDITÀ
NEGOZIALE ALL'AZIONE RISARCITORIA E
RISOLUTORIA**

Tutor:

Ch.mo Prof. Alessandro D'Adda

Tesi di dottorato di:

Francesco Tonini

Anno accademico 2021-2022

INDICE

Parte Prima	5
1. LA NATURA DEL CONTRATTO DI INVESTIMENTO.....	5
2. <i>SEGUE</i> . IL CONTRATTO DI INVESTIMENTO COME MANDATO SENZA RAPPRESENTANZA.....	8
3. <i>SEGUE</i> . LA TESI DEL CONTRATTO NORMATIVO	11
4. LA NATURA DEI SINGOLI ORDINI DI INVESTIMENTO. CONSIDERAZIONI GENERALI IN PUNTO DI TUTELA CIVILE	15
5. <i>MASTER AGREEMENT</i> , ORDINI DI INVESTIMENTO E RIMEDI ABLATIVI DEL CONTRATTO	23
A) IL RIMEDIO DELLA NULLITÀ NEI CONTRATTI DI INVESTIMENTO.....	24
i. Violazione di norme di comportamento e rimedi	24
ii. Le ipotesi di nullità testuali	31
iii. La problematica della “nullità selettiva”	38
iv. La nullità in favore del cliente nei contratti derivati. Cenni	45
B) L’ANNULLABILITÀ DELLE NEGOZIAZIONI	50
C) IL RIMEDIO RISOLUTIVO: LA RISOLUZIONE DEI SINGOLI ORDINI DI INVESTIMENTO	54
i. Inammissibilità della risoluzione del singolo ordine di investimento.....	56
ii. La soluzione adottata dalla giurisprudenza maggioritaria: la risolubilità delle singole negoziazioni	60
iii. L’inadempimento “di non scarsa importanza” dell’intermediario	67
6. I SERVIZI DI INVESTIMENTO PRESTATI DALL’INTERMEDIARIO E LA NATURA DEGLI ORDINI; IL RIMEDIO PIÙ APPROPRIATO RISPETTO AL CONCRETO SERVIZIO DI INVESTIMENTO POSTO IN ESSERE DALL’INTERMEDIARIO.....	70
*	
Parte seconda	78
1. IL PROBLEMA DELLE RESTITUZIONI “ <i>CONTRATTUALI</i> ”. CENNI.....	78
2. LE RESTITUZIONI A SEGUITO DELLA CADUCAZIONE DEL CONTRATTO DI INVESTIMENTO.....	85
3. <i>SEGUE</i> . IN PARTICOLARE, SULLO STATUTO NORMATIVO DELLA NULLITÀ DI PROTEZIONE. CRITICA	87
4. <i>SEGUE</i> . L’ECCEZIONE DI DIFETTO DI BUONA FEDE E IL RIEQUILIBRIO DEL RAPPORTO INTERMEDIARIO-CLIENTE.....	95
5. LA RESTITUZIONE DI INTERESSI E FRUTTI	104
*	
Parte terza	111

1.	LE REGOLE DI CONDOTTA	112
A)	I CRITERI GENERALI DI COMPORTAMENTO DETTATI DAL T.U.F.....	114
i.	Diligenza, correttezza e trasparenza.....	114
ii.	Le regole di informazione	118
a)	<i>Contenuto e oggetto</i>	118
b)	<i>Modalità e tempistiche di comunicazione delle informazioni</i>	120
c)	<i>L'obbligo di tenere i clienti “sempre adeguatamente informati” e il criterio di buona fede oggettiva</i>	123
d)	<i>La valorizzazione della normativa regolamentare e la non configurabilità di un obbligo generalizzato di informativa successivo alla negoziazione</i>	127
e)	<i>Segue. Le conseguenze sistemiche dell'obbligo di informazione continuativa</i>	135
iii.	Gli obblighi organizzativi	137
B)	I CRITERI DI ADEGUATEZZA E APPROPRIATEZZA	138
i.	L'adeguatezza	138
a)	<i>Il possibile nuovo regime di adeguatezza proposto dalla Commissione Europea nell'ambito del CMU Action Plan</i>	146
ii.	L'appropriatezza	149
iii.	La product governance	152
2.	LA VIOLAZIONE DELLE REGOLE DI CONDOTTA: IL RIMEDIO RISARCITORIO	157
A)	L'azione risarcitoria	163
i.	L'onere della prova dell'inadempimento posto in essere dall'intermediario.....	166
ii.	Il nesso di causa	173
a)	<i>Il nesso di causalità materiale</i>	173
b)	<i>Nesso di causalità materiale e regole di appropriatezza e adeguatezza. Il conflitto di interessi</i>	178
c)	<i>Il nesso di causalità giuridica: la determinazione del danno risarcibile</i>	181
d)	<i>Il concorso di colpa dell'investitore</i>	187
iii.	La violazione delle regole di product governance	190
	Bibliografia	196

*

Parte Prima

Sommario: **1.** La natura del contratto di investimento; **2.** *Segue.* Il contratto di investimento come mandato senza rappresentanza; **3.** *Segue.* La tesi del contratto normativo; **4.** La natura dei singoli ordini investimento. Considerazioni generali in punto di tutela civile; **5.** *Master agreement*, ordini di investimento e rimedi ablativi del contratto – **A)** Il rimedio della nullità nei contratti di investimento. i. Violazione di norme di comportamento e rimedi; ii. Le ipotesi di nullità testuali; iii. La problematica della “*nullità selettiva*”; iv. La nullità in favore del cliente nei contratti derivati. Cenni; **B)** L'annullabilità delle negoziazioni; **C)** Il rimedio risolutorio: la risoluzione dei singoli ordini di investimento. i. Inammissibilità della risoluzione del singolo ordine di investimento; ii. La soluzione adottata dalla giurisprudenza maggioritaria: la risolubilità delle singole negoziazioni; iii. L'inadempimento “*di non scarsa importanza*” dell'intermediario; **6.** I servizi di investimento prestati dall'intermediario e la natura degli ordini; il rimedio più appropriato rispetto al concreto servizio di investimento posto in essere dall'intermediario.

1. LA NATURA DEL CONTRATTO DI INVESTIMENTO

La corretta identificazione della natura del contratto di investimento rappresenta uno dei temi classici su cui la dottrina e la giurisprudenza si sono a lungo confrontate. Se pure ad oggi la giurisprudenza – soprattutto di legittimità – (pare) aver definitivamente accolto la tesi che identifica il contratto quadro di investimento alla stregua di un fattispecie progressiva a carattere normativo, la materia è ancora segnata da evidenti discrasie in ordine al corretto inquadramento dogmatico della fattispecie *de quo* (analizzate *infra*, cfr. par. 2-3)¹.

¹ La struttura del servizio di investimento articolato nel contratto quadro e nei successivi ordini di investimento è stata anche definita di recente dalla Cassazione

A tal riguardo, valga evidenziare che l'indagine sulla natura del contratto quadro di investimento non rappresenta un mero sforzo di pura categorizzazione. Invero, come si specificherà meglio *infra* (cfr. par. 5), la sua ricostruzione in un senso o in un altro ha importanti ricadute pratiche, e ciò perché la natura che si riconosce al contratto quadro si riverbera direttamente anche sulla natura dei singoli ordini di investimento e quindi sulle prospettive rimediali in caso di invalidità e/o di risoluzione dell'uno o degli altri².

Ciò premesso, generalmente il contratto di investimento rappresenta un accordo tra investitori e intermediari avente ad oggetto

(Cass., 23 maggio 2017, n. 12937, in *Dejure.it*) secondo la linea di una “sequenza che – in ragione di un razionale disegno di ispirazione unitaria e inteso, questo sì, a proteggere la posizione dell’investitore (nello sviluppo del principio costituzionale di tutela del risparmio di cui all’art. 47 Cost.) – viene a svolgersi lungo più fasi in consecuzione tra loro”: una logica, quindi, riconducibile a quella del collegamento negoziale.

La giurisprudenza, comunque, già da tempo ricostruiva l’operazione di investimento in due livelli: cfr. *ex multis*, Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Danno e resp.*, n. 5/2008, p. 465 ss.; Cass., 29 gennaio 2009, n. 3773, in *Mass. Giust. civ.*, 2009, II, p. 250 ss., attribuendo ai singoli ordini di investimento autonoma valenza negoziale, cfr. Cass., ord., 19 aprile 2018, n. 9763, in *Dejure.it*.

² Ad esempio, aderire ad una ricostruzione bifasica del rapporto di investimento tra intermediario e cliente consente la caducazione del singolo ordine di investimento, tipicamente mediante l’azione di risoluzione per inadempimento (è il caso di Cass., ord., 19 aprile 2018, n. 9763, cit.), lasciando in tal caso sopravvivere il contratto quadro e la sua idoneità a fondare l’efficacia di altri ordini; sempre sulla risolubilità del singolo ordine di investimento cfr. Cass., 23 maggio 2017, n. 12937; Cass., 9 agosto 2016, n. 16820; Cass., 6 novembre 2014, n. 23717, reperibili in *dejure.it*. Con riferimento alla caducazione del singolo ordine per mezzo dell’azione di nullità nell’ipotesi in cui non venga aggredito per vizio di forma il contratto quadro a monte, giova evidenziare che – attesa la forma libera del singolo ordine di investimento – tale circostanza potrebbe in concreto verificarsi sostanzialmente solo quando il contratto quadro abbia prescritto una forma convenzionale ai sensi dell’art. 1352 c.c. – necessariamente presunta *ad substantiam* – per la dazione degli ordini, non rispettata dall’intermediario (sul punto comunque si tornerà *infra*, cfr. par. 5, lett. c).

Sul punto, in dottrina cfr. GIROLAMI, *Contratti di investimento non sottoscritti dall’intermediario: la parola alle Sezioni Unite*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, p. 554 ss., che proprio in ragione della struttura del rapporto di investimento ammette una selezione degli ordini da impugnare, ravvisando come il cliente possa caducare il singolo ordine-negozio dotato di autonomia (e solo questo, non aggredendo il contratto quadro), in ragione della sussistenza per questo di uno specifico ed autonomo profilo di nullità.

la prestazione di uno o più dei servizi di investimento di cui all'art. 1, comma 5, lett. a) - g) bis, del T.u.f.

Nella normalità dei casi tale contratto costituisce infatti uno schema negoziale nel cui ambito viene regolato ed al cui interno viene svolto il servizio di investimento prescelto dal cliente³. Servizio che concretamente si svolge con l'emissione di ordini da parte del cliente nei confronti dell'intermediario, che è obbligato ad eseguirli⁴.

La facoltà di dettare queste istruzioni e il vincolo dell'intermediario di eseguirle, trovano la loro fonte nel contratto di investimento, collocando quindi gli ordini del cliente nella fase esecutiva del contratto in esame. L'ulteriore fase è rappresentata dall'attività dell'intermediario, che dà esecuzione all'ordine del cliente,

³ MAGGILO, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, p. 464. Si può per esempio immaginare il contenuto (*id est* l'oggetto) del contratto quadro come luogo dove è indicato il servizio/i di investimento o della/e attività scelte dal cliente, le modalità per impartire gli ordini, la periodicità della rendicontazione da parte dell'intermediario. Anche la legittimazione (congiuntiva o disgiuntiva) ad impartire ordini se vi sono più titolari, l'eventualità di commissionare operazioni "a distanza" o "fuori sede" e soprattutto la durata del rapporto sono oggetto delle disposizioni del contratto quadro.

⁴ Inizialmente, una minoritaria giurisprudenza e dottrina aveva inteso che l'intermediario non fosse obbligato ad attuare gli ordini del cliente, così App. Genova, 30 giugno 2006, n. 740, in *Giur. Mer.*, 2007, p. 1910: "Anche il primo giudice (Trib. Massa Carrara, 19 aprile 2004 ndr) ha evidenziato che... non è previsto dall'ordinamento un "obbligo indiscriminato di esecuzione dell'ordine impartito" (perché solo gli ordini accettati devono essere tempestivamente impartiti)". Questa impostazione trovava riscontro nell'art. 29 del vecchio Regolamento Intermediari (...) ai sensi del quale "gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate", potendo questi svolgere tali operazioni solamente previa segnalazione dell'inadeguatezza e previa autorizzazione del cliente. Anche il nuovo Reg. Inter. sembra avvalorare questa tesi, prevedendo agli artt. 39 e 40 un divieto *tout court*, sebbene solo per la consulenza e la gestione di portafoglio, da parte dell'intermediario di compiere operazioni inadeguate. Da questa prospettata assenza di un vincolo nell'eseguire gli ordini del cliente da parte del soggetto abilitato, discenderebbe la natura di "contratto normativo bilaterale" del contratto quadro. La tesi maggioritaria è però quella che prevede un obbligo, in capo all'intermediario, di dare esecuzione agli ordini ricevuti, da qui la identificazione del c.d. *master agreement* (*id est* contratto quadro) non già come un contratto normativo ma come appunto un "contratto-quadro". La regola che vieta il compimento di atti inadeguati non può essere valorizzata a tal punto da ricavarne una generalizzata facoltà di non eseguire gli ordini dei clienti da parte dell'intermediario. Cfr. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, p. 45.

reperendo gli strumenti finanziari sul mercato, nei servizi di negoziazione, ricezione e trasmissione ordini, gestione di portafogli ed esecuzione ordini, o meno, se ne è già in possesso, nella negoziazione per conto proprio. Ne esce, così, una struttura bifasica costituita *a monte* dal c.d. contratto quadro (il contratto di investimento) e *a valle* dai singoli ordini in attuazione di esso.

Se quanto descritto costituisce lo schema negoziale tipico della prassi delle operazioni di investimento, sul piano normativo tale scissione non appare affatto delineata.

La conformazione del rapporto di investimento non è, in altre parole, direttamente inferibile dall'analisi degli artt. 23 T.u.f., 37 e 38 Reg. Interm.⁵, e cioè quelli dedicati ai profili più squisitamente contrattuali della disciplina regolamentare di dettaglio.

Per giungere a una prima precomprensione del rapporto di investimento si deve, infatti, ragionare a contrario sul disposto dell'art. 37, comma 2, del Regolamento Intermediari. Alla lettera c) si prevede che il contratto "*indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni*". Se ne ricava, pur non direttamente, che il contratto che indica queste modalità sia quello *quadro* e i singoli ordini il momento esecutivo di esso⁶.

*

2. SEGUE. IL CONTRATTO DI INVESTIMENTO COME MANDATO SENZA RAPPRESENTANZA

Si è anticipato che il contratto di investimento costituisce un'intesa ove intermediario e cliente stabiliscono un articolato regolamento contrattuale che rappresenta la cornice entro la quale si

⁵ Regolamento Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018 che ha sostituito il Regolamento Consob n. 16190 del 29/10/2007 (d'ora in avanti "*Reg. Interm.*"); l'art 38 Reg. Interm., fa riferimento ai contratti relativi alla gestione di portafogli, che è un servizio di investimento specifico.

⁶ MAGGIOLÒ, *Servizi e attività di investimento*, cit., p. 466.

iscriverà la conclusione di futuri ed eventuali atti giuridici⁷. In sostanza, i contraenti, oltre a disciplinare eventualmente reciproche obbligazioni scaturenti immediatamente dall'accordo, identificano le regole che disciplineranno i rapporti derivanti dall'eventuale e successivo perfezionamento di atti esecutivi⁸.

Date queste premesse, alcuni Autori hanno individuato il contratto quadro e le operazioni conseguenti ad esso come un'ipotesi di contratto di mandato⁹.

Ed invero, ai contenuti programmatici e normativi si affiancano quelli obbligatori relativi agli obblighi dell'intermediario nell'esecuzione delle prestazioni afferenti ai servizi di investimento inclusi nell'accordo quadro. È proprio per tale motivo che il contratto quadro di investimento è stato accostato alla figura del contratto di mandato, con la conseguenza che, qualora l'intermediario dovesse andare oltre le indicazioni fornite dal cliente, si avrebbe un eccesso di mandato con conseguente applicazione del disposto di cui all'art. 1711, comma 1, cod. civ., sull'imputazione dell'atto esorbitante direttamente in capo al mandatario¹⁰.

⁷ Cass. Sez. Un., Est. Rordorf, 19 dicembre 2007, nn. 26274 e 26275, cit., n. 5/2008, pp. 525 ss.; Cass. Sez I, Est. Didone, 29 gennaio 2009, n. 3773 in *Danno e resp.*, 2009, p. 503 dove si legge: “*I diversi servizi alla cui prestazione l'intermediario si obbliga verso il cliente debbono essere disciplinati da un contratto scritto (perciò destinato ad assolvere la funzione c.d. di “contratto quadro” rispetto alle singole successive attività negoziali in cui l'espletamento di questi servizi si esplicherà)*”; App. Genova, 30 giugno 2006, n. 740, in *Giur. mer.*, 2007, p. 1910.

⁸ DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 42.

⁹ GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. impr.*, 2005, pp. 889 ss.; GALGANO e ZORZI, *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in Aa. Vv., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia XLIII*, a cura di GALGANO e VISINTINI, Milano, 2006; GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. Impr.*, 2008, pp. 2-4; MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, n. 3/2009, pp. 67 ss.

¹⁰ GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. e impr.*, 2008, p. 889 ss.; MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, cit., p. 67 ss.

In particolare, si tratta di un mandato conferito all'intermediario, affinché questo esegua gli incarichi di volta in volta impartitigli dal cliente (mandante). L'intermediario, nelle vesti di mandatario, si obbliga ad eseguire le istruzioni del cliente-mandante; un mandato ad acquistare o a vendere strumenti finanziari. Gli ordini, che *ex art. 1711 cod. civ.* rappresentano delle istruzioni del mandante al mandatario, hanno secondo questa configurazione natura di atti unilaterali esecutivi del mandato¹¹. Acquistando (nella stragrande maggioranza delle ipotesi), per conto, e su ordine del cliente, ma in nome proprio, trattasi di mandato senza rappresentanza (*art. 1705 cod. civ.*). E' obbligo poi del soggetto abilitato ritrasferire al cliente gli strumenti finanziari acquistati, fatto salvo comunque il diritto di quest'ultimo di rivendicarli (*art. 1706 cod. civ.*)¹². Secondo questa ricostruzione, dunque, il contratto di investimento avrebbe una struttura unitaria, modellata da un unico contratto di mandato seguito da semplici ordini o istruzioni, non aventi natura negoziale.

¹¹ Cfr. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, cit., p. 893, dove si legge che: "l'ordine del cliente alla banca è un atto unilaterale esecutivo del mandato, non già una proposta contrattuale del cliente alla banca, e non richiede alcuna accettazione della banca diretta a perfezionare una asserita compravendita. La banca a sua volta, nell'acquistare sul mercato i titoli di cui all'ordine del cliente, pone in essere una prestazione esecutiva che vale come adempimento del contratto di negoziazione. Una compravendita di titoli c'è stata, ma è stata la compravendita stipulata dalla banca con il terzo fornitore di titoli stessi, i quali sono entrati nel patrimonio del cliente, grazie al già ricordato meccanismo del mandato senza rappresentanza avente per oggetto cose mobili acquistate dal mandatario per conto del mandante (*art. 1706*). Negli stessi rapporti fra banca e cliente, si ribadisce, il contratto con il quale la prima si procura sul mercato i titoli è atto esecutivo del mandato, da essa posto in essere in adempimento delle istruzioni del mandante. ... Si tratta insomma della ben nota categoria di cd "negozi di attuazione" quali atti di volontà – talvolta individuali, talvolta bilaterali – esecutivi di un preesistente contratto intercorrente fra le parti e privi di una propria causa, trovando essi causa nel predetto preesistente contratto".

¹² Trasferimento che comunque è "automatico" nel caso di mandato senza rappresentanza avente ad oggetto l'acquisto di cose mobili, come gli strumenti finanziari.

Vi è anche chi ha optato per una riconduzione solo parziale alla disciplina del mandato, identificando sì il contratto di investimento all'interno di un'operazione di cooperazione giuridica, ma lasciando le regole codicistiche del mandato “*sullo sfondo*” e valorizzando invece la disciplina specifica e tipica del T.u.f. e del Reg. Interm.¹³. Così, anche i singoli ordini e, soprattutto, le operazioni che da questi scaturiscono, assumerebbero carattere di atti negoziali.

*

3. *SEGUE. LA TESI DEL CONTRATTO NORMATIVO*

La tesi del mandato è stata profondamente criticata da altra parte della dottrina che identifica invece il contratto di investimento come una sorta di contratto normativo.

Secondo questa ricostruzione, il contratto di investimento avrebbe una struttura complessa, multilivello, particolare nel suo

¹³ Cfr. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 61; INZITARI – PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in Aa.Vv., *Il diritto degli affari*, a cura di INZITARI, Padova, 2008, p. 16, che corrobora queste considerazioni con alcune pronunce giurisprudenziali: “*Pare certo, comunque, che la loro (ndr contratti di investimento) riconduzione allo schema del contratto di mandato sia molto riduttiva rispetto alle diverse complessità che caratterizzano i contratti di investimento e, soprattutto, rispetto alle molteplici regole di condotta ed ai numerosi obblighi informativi imposti all'intermediario dalla normativa di settore. Così, per dare un'idea, nella pronuncia del 21 ottobre 2005 del Tribunale di Catania, già citata, si legge che “il contratto stipulato inter partes, pur se non riconducibile, pedissequamente, all'alveo della disciplina dettata in tema di mandato, da questa tuttavia deriva la sua struttura di base (concretandosi in un contratto di durata con il quale l'investitore conferisce all'intermediario l'incarico avente ad oggetto, per l'appunto, l'attività di negoziazione e raccolta ordini su strumenti finanziari) dalla quale devia in termini di evidente rilevanza in punto alla regolamentazione egli obblighi di diligenza imposti al mandatario (in considerazione della specialità dell'oggetto dell'incarico e dei soggetti che lo eseguono) ma non con riferimento al momento dell'esecuzione dell'incarico”. La giurisprudenza più recente sembra sganciarsi dalla figura del mandato per orientarsi a favore della qualificazione di tali fattispecie contrattuali nei termini di contratti di servizio di investimento, in quanto i principi imposti dalla legge speciale “imprimono ai comportamenti dovuti una logica che non può essere letta riduttivamente nel quadro della disciplina del mandato”(Trib. Venezia, 22 novembre 2004). Gli elementi che differenzierebbe queste due figure sarebbero da individuare nella complessità di obblighi comportamentali imposti all'intermediario, dettagliatamente specificati dal TUF e dal Regolamento CONSOB 11522/98...”*

genere, che non può essere ricondotta *tout court* alla categoria del mandato, articolantesi piuttosto in contratto quadro *a monte* e in contratti attuativi dello stesso *a valle*.

In particolare, sono stati avanzati una serie di argomenti che confuterebbero la tesi del mandato.

Anzitutto, tale ricostruzione mal si attaglierebbe alla situazione ove il cliente ordini strumenti finanziari già presenti nel portafoglio dell'intermediario¹⁴. In questa ipotesi, infatti, vi sarebbe un mandato per effetto del quale il mandatario non compie nessun atto giuridico con un terzo: una modalità esecutiva non compatibile con il tipo contrattuale in questione¹⁵. In questo caso, semmai, ci si troverebbe di fronte ad un contratto preliminare unilaterale di vendita, poiché un soggetto si impegna a trasferire in futuro a controparte, un bene che al tempo della richiesta risulti di proprietà del promittente.

Viceversa, una ricostruzione aderente alla struttura bifasica dell'operazione non soffrirebbe di questo inconveniente. Per questa via, la fattispecie dovrebbe essere inquadrata in una struttura contrattuale a doppio livello, riconducibile per certi versi alla figura del contratto normativo, dove gli ordini impartiti dal cliente, in esecuzione del contratto quadro *a monte*, darebbero vita ad altrettanti contratti autonomi *a valle*, non essendo mere istruzioni (e quindi dichiarazioni non negoziali) ma assumendo la dignità di veri e propri negozi giuridici, i quali si perfezionano secondo lo schema dell'articolo 1327

¹⁴ Ove invece l'ordine abbia oggetto strumenti finanziari che l'intermediario deve reperire sul mercato, tale acquisto può effettivamente configurarsi come l'atto giuridico che il mandatario si è obbligato a compiere per conto del mandante, poiché qui il mandatario reperisce il bene da terzi.

¹⁵ ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. Dir. Priv.*, n. 3/2008, p. 499.

cod. civ., mediante l'inizio dell'esecuzione dell'ordine da parte dell'intermediario¹⁶.

Non vi sarebbe in questo caso uno scambio di proposta e accettazione (uno scambio del consenso) ma una proposta contrattuale (l'ordine del cliente), seguita da un'accettazione in forma di comportamento concludente da parte dell'intermediario. È evidente come, seguendo questa tesi, vi sarebbero due distinti contratti, quello quadro e quello attuativo del contratto quadro, scaturente dall'ordine del cliente, mentre aderendo alla ricostruzione del mandato ve ne sarebbe uno solo¹⁷.

Si è fatto riferimento ad una riconduzione solo parziale alla categoria del contratto normativo, poiché se vi fosse un'adesione totale a questa figura, scaturirebbe la criticità di configurare un obbligo di contrarre in capo all'intermediario una volta ricevuto l'ordine del cliente. Il contratto normativo, infatti, obbliga le parti sul contenuto dei

¹⁶ ROPPO, *op. cit.*; ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, pp. 901-902, lo stesso articolo è anche riportato in *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e Tango bond)*, in *Danno e resp.*, n. 5/2005, pp. 604-630; LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. Civ. prev.*, 2007, p. 1422 ; PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in *Aa. Vv., I soldi degli altri*, a cura di PERRONE, Milano, 2008, p. 34; IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, p. 8.

¹⁷ Cfr. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, cit., pp. 3-5: "L'acquisto dello strumento finanziario da parte del cliente della banca non è, perciò, l'effetto di un ulteriore contratto traslativo fra la banca e il cliente; non ha la causa di un ulteriore e autonomo contratto bancario e non è soggetto alle relative norme; ripete la causa del contratto di negoziazione, di cui costituisce adempimento. ... È, perciò, fuorviante la costruzione elaborata dalla dottrina del cosiddetto "contratto quadro", secondo la quale i singoli ordini dell'investitore all'intermediario darebbero luogo ad altrettanti contratti di investimento, preceduti da un asserito, e non meglio qualificato, "contratto quadro". ... È superata, dunque, l'idea che ad ogni operazione finanziaria fra cliente ed intermediario corrispondano distinti contratti di intermediazione preceduti da un cosiddetto contratto quadro, e aventi ciascuno i requisiti di validità richiesti dal Testo unico e dalla deliberazione Consob per i contratti su servizi finanziari. Non c'è, fra cliente e intermediario, che un solo contratto, seguito dalle relative operazioni che gli danno esecuzione".

futuri contratti, e non prevede invece un obbligo a contrarre i successivi contratti¹⁸. Per far sì che vi sia un obbligo in tal senso dovrebbe immaginarsi un patto di opzione o un preliminare inserito nel regolamento contrattuale del contratto normativo (cosa che, peraltro, accade con frequenza nella prassi, poiché si tratta di un aspetto, quello del prevedere l'obbligo di controparte di dare esecuzione agli ordini, che normalmente viene regolato nel contratto quadro).

Del contratto normativo vi è comunque il tratto essenziale e caratterizzante, ovverosia la previsione del contenuto del regolamento contrattuale (o delle singole clausole) dei futuri contratti *a valle*; il fatto di conformare le modalità con cui si darà attuazione ai singoli ordini (*nda* contratti attuativi).

In ragione di quanto premesso, pare più opportuno ritenere che il contratto di investimento debba essere accostato ad una *figura ibrida*, non inquadrabile *tout court* nelle categorie del mandato o del contratto normativo¹⁹, ma piuttosto, in quella di una fattispecie contrattuale a formazione progressiva e a due livelli, costituita da un contratto quadro, avente natura obbligatoria, e da singoli contratti attuativi dello stesso. Contratti attuativi che avrebbero generalmente causa di scambio, ed il tipo contrattuale di riferimento sarebbe, nel caso di vendita in contropartita diretta, il contratto di compravendita; nel caso, invece, di acquisto sul mercato, di contratto di mandato e/o commissione, con effetti reali in entrambi i casi. Ordini (*i.e.* proposte contrattuali che danno adito ai contratti attuativi) che non devono essere comunque confusi con gli atti esecutivi del mandato, estrinsecandosi questi nella

¹⁸ Vi sarebbe, piuttosto, un “*obbligo a contrarre a determinati contenuti*”, quelli appunto fissati nel contratto normativo. Ma è evidente che si può facilmente mascherare l'inadempimento dell'obbligo di contrarre a determinati contenuti, con un rifiuto di contrarre *tout court*, in apparenza legittimo. Cfr. ROPPO, *Il Contratto*, Milano, 2011, p. 497.

¹⁹ In ogni caso molto più assimilabile a quella del contratto normativo.

fase attuativa del contratto di mandato concluso *ex art.* 1327 cod. civ. tra intermediario e cliente con la dazione del singolo ordine²⁰. In questo ultimo caso, l'attività dell'intermediario di reperimento degli strumenti finanziari sul mercato, in attuazione del mandato concluso *ex art.* 1327 cod. civ., si manifesta con autonomi contratti di compravendita che l'intermediario stipulerà con il soggetto da cui reperirà i titoli.

*

4. LA NATURA DEI SINGOLI ORDINI DI INVESTIMENTO. CONSIDERAZIONI GENERALI IN PUNTO DI TUTELA CIVILE

Come precisato, dalla ricostruzione dogmatica che categorizza la *master agreement* (i.e. il contratto quadro) nei termini di un contratto di mandato, discende che i singoli ordini assumono natura di specifiche istruzioni che il mandante impartisce al mandatario (cfr. art. 1711 cod. civ.). Tali atti non sono contratti, né tantomeno rappresentano dichiarazioni negoziali di altro genere, appartenendo invece all'alveo delle dichiarazioni non negoziali²¹.

Viceversa, all'inquadramento del contratto quadro come sorta di contratto normativo, consegue la qualificazione degli ordini come atti negoziali, e segnatamente come proposte di contratto che si perfezionano mediante l'inizio dell'esecuzione da parte dell'intermediario, secondo lo schema dell'art. 1327 cod. civ.²².

²⁰ Cfr. DELLA CASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 1242; LUMINOSO, *La responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1984, I, pp. 189 ss.

²¹ Cfr. SCODITTI, *Intermediazione finanziaria e formalismo protettivo*, in *Foro it.*, 2009, I, p. 190: “*Se si adotta la qualificazione in termini di mandato (in linea di principio senza rappresentanza...), sia pure non esaustiva dei diversi profili del rapporto posto in essere, l'ordine del cliente è privo del carattere della negozialità, in quanto costituisce atto unilaterale esecutivo del mandato, ed in particolare l'istruzione del mandante al mandatario. All'ordine non può così attribuirsi l'efficacia determinativa dell'oggetto contrattuale*”.

²² Questa ricostruzione sembra anche confortata da Cass., Sez. un., Est. Rordorf, 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725: “*Le successive operazioni che l'intermediario*

A seconda che si aderisca a una ricostruzione o ad un'altra, entrano in gioco diversi rimedi e conseguenze sul piano civilistico. Varrà ora brevemente evidenziare alcune importanti ricadute dell'una o dell'altra ricostruzione, pur facendo presente che le considerazioni svolte nel presente paragrafo concernono e sono limitate ad un piano generale. Invero, un'analisi completa della problematica esige e non può prescindere dalla declinazione della possibile tutela civile del cliente con riferimento ai vari servizi di investimento di volta in volta prestati dall'intermediario (ciò sarà oggetto di apposita trattazione, cfr. par. 6). Come si dirà, una tale ultima prospettiva smussa anche le (apparentemente) insormontabili differenze che informano le ricostruzioni (di contratto normativo e/o di mandato) in punto di natura del contratto di investimento, riconducendo così ad unità la materia.

Tanto debitamente premesso, come peraltro già adombrato, il contratto di investimento inteso quale negozio gestorio del tipo mandato, necessariamente imporrebbe (a prima vista) al cliente, per la

compie per conto del cliente, benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto d'intermediazione...". Tale passaggio è stato invero variamente interpretato da una cospicua dottrina, che ha individuato in esso la base legittimante della natura "anfibia" degli ordini di investimento, a mezzo quindi tra atti esecutivi di un mandato e tra atti negoziali in conseguenza del contratto normativo. Secondo questo orientamento si ricondurrebbe comunque il contratto quadro all'interno dell'alveo dei contratti di cooperazione gestoria, pur senza identificarlo *tout court* come contratto di mandato. (v. *infra* nel testo a fine paragrafo, cfr. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 58.); v. sul punto anche GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, cit., p. 7, che però rimane fermamente convinto della riconducibilità *tout court* al mandato: "Le operazioni esecutive del contratto di intermediazione hanno, per le Sezioni Unite, "natura negoziale". Esse non precisano se una tale natura intendano attribuire agli acquisti che l'intermediario effettua, per conto del cliente, per procurarsi sul mercato gli strumenti finanziari che il cliente gli ha ordinato, o se alludano all'ordine di acquisto impartitogli dal cliente. Nel primo caso si è in presenza di altrettanti contratti di compravendita, e dunque di atti di indiscutibile "natura negoziale". Ma anche nel secondo caso si è con altrettanta certezza in presenza di un atto di natura negoziale: in particolare, di un atto unilaterale di volontà, qual è l'istruzione che, a norma dell'art. 1711, comma 2, il mandante impartisce al mandatario; e le Sezioni unite, del resto, fanno esplicito riferimento al mandato, quale contratto in forza del quale l'intermediario finanziario è abilitato ad agire per conto del cliente".

tutela delle proprie ragioni, la caducazione del contratto quadro in quanto unico contratto presente nel rapporto intermediario-cliente.

È stato rilevato come una tale ricostruzione strutturale del rapporto negoziale potrebbe essere, in concreto, foriera di non pochi inconvenienti.

Invero, il rapporto di investimento – cristallizzato nel contratto quadro – si estrinseca normalmente in un rapporto di durata, che nella maggior parte dei casi si snoda per diversi anni.

Giova interrogarsi, ora, cosa accadrebbe aderendo alla tesi del mandato a tutti gli ordini precedentemente eseguiti, qualora venisse meno il contratto quadro. Il rischio che tali ordini vengano travolti *a cascata* è molto concreto, sia quando questi si siano rivelati svantaggiosi, ma anche e soprattutto qualora abbiano procurato all'investitore guadagni e benefici, soprattutto nel caso in cui una sola operazione abbia cagionato il danno. Il cliente sarebbe così messo davanti a una situazione dove non potrebbe (o meglio, non gli converrebbe) attuare i rimedi demolitori, poiché per caducare quel singolo ordine nullo/risolubile/annullabile, dovrebbe per forza *passare* dall'eliminazione del contratto quadro, invalidando, quindi, anche tutti i suoi ordini precedenti andati a buon fine. In altre parole, secondo tale argomentazione, il cliente sarebbe in una situazione dove di fatto non potrebbe invalidare o risolvere l'ordine che lo ha danneggiato; dovrebbe viceversa rassegnarsi e accettare un comportamento illecito dell'intermediario e il conseguente ordine che lo ha ingiustamente danneggiato, poiché, come si è detto, se attivasse la tutela demolitoria che legittimamente gli spetterebbe, rischierebbe di veder travolti tutti i suoi precedenti investimenti fruttuosi.

Ad un tale (potenziale) inconveniente, i fautori della tesi del mandato replicano e fondano la tutela del cliente sulle stesse norme codicistiche che regolano, appunto, il tipo mandato.

Secondo tale interpretazione, infatti, in base all'art. 1711, comma 1, cod. civ., l'eccesso dai limiti del mandato, (che si configurerebbe nei casi in cui vi sia un'operazione illecita dell'intermediario), fa sì che l'atto eccedente resti a carico del mandatario. Eccesso dei limiti che – anche grazie a Cass., 19 maggio 2004, n. 9472²³ – è da intendere anche come eccesso dalle istruzioni che, nel corso dell'esecuzione del mandato, il mandante di volta in volta impartisce al mandatario²⁴. Sulla base di una tale prospettiva, il cliente, previo accertamento dell'esorbitanza dell'operazione di investimento, sarebbe così legittimato ad esperire domanda di restituzione del capitale investito all'intermediario.

Sotto altro profilo, aderendo alla tesi del contratto quadro come riconducibile di massima alla figura del contratto normativo, si avranno come detto due contratti, quello quadro e quello scaturente dall'ordine-proposta del cliente, così che si daranno di riflesso due contratti astrattamente da poter demolire. In questo modo, il cliente avrà la possibilità di scegliere quale dei due contratti sia più conveniente “*attaccare*”. Potrebbe, quindi, decidere di impugnare il singolo ordine (contratto attuativo), tenendo fermo il contratto normativo a monte, e

²³ Cfr. appunto Cassazione civile, sez. III, 19/05/2004, n. 9472, in *Dejure.it*, la cui massima recita: “*Il mandatario che esegua un pagamento ad un terzo per conto del mandante, non osservando le condizioni stabilite, non è assimilabile al terzo che adempie per il debitore ai sensi dell'art. 1180 c.c., poiché, vigendo tra le parti del rapporto di mandato la regola secondo cui il mandatario non può, nell'esecuzione dell'incarico, discostarsi dalle istruzioni ricevute dal mandante, l'atto giuridico compiuto dal mandatario medesimo oltre i limiti del mandato resta a carico dello stesso a norma dell'art. 1711, comma 1, c.c. Nè rileva che il mandante sia tenuto ad anticipare i mezzi necessari per l'esecuzione del mandato, poiché la disciplina di cui all'art. 1719 c.c. è derogabile mediante patto che, pur senza escludere l'obbligo del mandante di fornire al mandatario i mezzi necessari per l'esecuzione del mandato, ne disciplini diversamente i tempi di attuazione. (Fattispecie relativa a rapporto trilaterale nell'ambito di contratto di produzione cinematografica: la S.C. ha confermato la sentenza di merito che aveva escluso l'inadempimento della mandante, poiché i pagamenti erano stati eseguiti senza rispettare lo stato di avanzamento del cortometraggio)*”.

²⁴ Cfr. GALGANO, *op. cit.*, 2008, p. 6.

ciò in linea con l'interesse del cliente di voler caducare quell'unico ordine *non remunerativo*, salvando invece i suoi ordini più fruttuosi²⁵. Il pregio di questa tesi è la sua immediatezza e pragmaticità. A mezzo di una tale ricostruzione sussiste per il cliente la possibilità di evitare conseguenze estreme, potendo così determinarsi a impugnare solo il singolo ordine, lasciando in vita tanto il contratto quadro, quanto tutti gli ordini andati a buon fine.

Parte della giurisprudenza, quella che in definitiva ricostruisce il contratto quadro come un contratto normativo, ritiene che il rimedio invalidante e/o risolutorio possa infatti essere ricondotto al singolo ordine, e non al contratto a monte, che invece rimarrebbe efficace e valido²⁶.

Un'importante precisazione va comunque fatta: qualora si decidesse di aggredire il contratto quadro, perché nullo, risolubile o

²⁵ Cfr. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, pp. 6-15.

²⁶ V. Cass., Sez. I, 27 aprile 2016, n. 8394 in *IlCaso.it*: “*Le operazioni di investimento in valori mobiliari, in quanto contratti autonomi esecutivi del contratto quadro originariamente stipulato dall'investitore con l'intermediario, possono essere oggetto di risoluzione, ricorrendone i presupposti, indipendentemente dalla risoluzione di quest'ultimo, con conseguente diritto alla restituzione dell'importo pagato ed all'eventuale risarcimento dei danni subiti, senza che la risoluzione del singolo contratto esecutivo integri una risoluzione parziale del contratto quadro*”. Conformemente, *ex multis* Trib. Firenze, 18 ottobre 2005, in *Giur. Mer.*, 2007, p. 49; App. Milano, 13 giugno 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, p. 297; Tribunale Cagliari, 18 gennaio 2007, in *Foro it.*, Rep. 2007, p. 256; Trib. Genova, 29 aprile 2005, in *Foro it.*, Rep. 2007, p. 169; In senso contrario, per tutti, Trib. Roma, Sez. III, 25 febbraio 2013 in *IlCaso.it*: “*I singoli contratti di acquisto in cui si articola il rapporto di intermediazione finanziaria, non hanno una propria autonomia contrattuale, tale che l'eventuale carattere negoziale delle successive operazioni, effettuate dall'intermediario con i terzi per conto del cliente, sono sempre da individuare e ricondurre nella fase esecutiva del contratto di intermediazione, quale esecuzione sul mercato dell'ordine impartito dal cliente nell'ambito del contratto stesso. Di regola, pertanto, i singoli ordini, cioè gli atti di negoziazione dei titoli, costituiscono solo il momento esecutivo del contratto quadro, ossia il momento attuativo del programma negoziale contenuto proprio nel contratto di prestazione dei servizi di investimento, e non possono quindi essere considerati come atti dotati di una propria autonomia contrattuale. Discende da quanto innanzi che i singoli ordini esecutivi del contratto quadro non sono suscettibili di declaratoria di nullità, di annullamento o di risoluzione*”.

annullabile, indipendentemente da una ricostruzione o dall'altra, gli ordini che ne sono esecuzione risulterebbero sempre travolti²⁷.

Non sarebbe dunque possibile qui poter salvare gli ordini remunerativi da quelli infausti, perché viene meno il loro presupposto. Secondo questa logica, incardinata nella figura della presupposizione, e in virtù anche del collegamento negoziale esistente tra contratto quadro e singoli ordini, non si potrebbe giungere a diversa conclusione²⁸. Per meglio dire, stante il contesto appena descritto, il rapporto tra contratto quadro e singoli ordini sarebbe da identificare in un **collegamento negoziale necessario unilaterale**: *“in questo modo, mentre tutti gli eventi che colpiscono il contratto “a monte” travolgono il contratto “a valle”, non vale il meccanismo inverso e così, gli eventi che colpiscono il contratto normativo si ripercuotono sugli ordini di acquisto che in questo trovano la propria fonte e che di questo sono esecuzione, mentre quelli che colpiscono un singolo ordine di acquisto, producono i propri effetti solo su questo e su nessun altro”*²⁹.

Invero, alcuni interpreti hanno ricostruito il fenomeno con tinte più sfumate, sostanzialmente criticando l'assunto che, data la natura di mandato del contratto quadro, necessariamente ne deriverebbe che i singoli atti esecutivi non avrebbero natura negoziale³⁰.

²⁷ Invero, tale conclusione (come si vedrà infra, cfr. par. 5, lett. a) è proprio alla base della problematica della c.d. nullità selettiva.

²⁸ ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & Tango bond)*, cit., p. 628.

²⁹ INZITARI – PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., p. 18; v. anche DELLA CASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, cit., p. 1244. Entrambi gli Autori poggiano le loro conclusioni sull'art. 30 comma 1 vecchio Reg. Interm., il quale esprimerebbe il principio di una necessaria dipendenza dei singoli ordini degli investitori dal contratto quadro, recitando infatti la norma che: *“gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto. Con il nuovo Reg. Interm. medesimo principio può ricavarsi dall'art. 37 comma 1”*.

³⁰ Cfr. SEPE, *Contratti quadro e ordini di esecuzione nei servizi finanziari: tra natura e forma*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di CAPRIGLIONE, Milano, 2013, p. 174;

Così, discorrendo egualmente di un collegamento negoziale unilaterale tra contratto quadro e singoli ordini, ma facendo riferimento, sullo sfondo, alla figura del mandato (o quantomeno ai contratti tipici di cooperazione giuridica) per quanto riguarda la ricostruzione del contratto di investimento, si è evidenziata la natura negoziale degli ordini di investimento: questi sarebbero atti negoziali unilaterali e insieme atti esecutivi del contratto quadro, avrebbero natura bicefala, sia negoziale che esecutiva (con prevalenza comunque del momento esecutivo)³¹. Così, del pari, le stesse intese che si perfezionano con l'accettazione degli ordini avrebbero natura anfibia: da una parte, il cliente che abbia stipulato un accordo quadro è poi libero di non contrarre e, di comune intesa con l'intermediario, potrà forse pattuire, per le singole operazioni, condizioni difformi da quelle prestabilite nel contratto quadro; dall'altra, la natura attuativa di un'intesa non è di per sé sola preclusiva della sua identità negoziale³².

È evidente che la ricostruzione in esame sembra fatta apposta per evitare gli inconvenienti della teoria del mandato, ricadendo nel

per le osservazioni sul punto v. anche GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, cit., p. 7. Leggasi in dottrina, in riferimento alla complessità del fenomeno, tale da non poter essere condotto a categorie dogmatiche unitarie, anche SEPE, *op.cit.*, p. 173: “*Ed invero, in linea di principio, l'ampiezza tipologica che caratterizza i servizi finanziari (sia quelli bancari in senso stretto, che quelli di pagamento, che d'investimento) rende imprescindibile nell'analisi il riferimento a una specifica fattispecie, considerato che, sotto il profilo fenomenologico “le operazioni e i servizi” di cui parla la normativa bancaria in tema e “gli ordini e le istruzioni” cui si riferisce quella relativa ai servizi d'investimento possono in concreto atteggiarsi a mere operazioni materiali, sprovviste di qualsivoglia natura negoziale (si pensi alla rilevazione e scritturazione d'un'operazione in conto corrente, al rilascio di un carnet di assegni, alla mera ricezione di ordine) sino alla conclusione di veri e propri contratti (investimento/disinvestimento di un titolo nell'ambito di una gestione patrimoniale)”. Senza trascurare che in concreto può anche del tutto mancare una fase esecutiva temporalmente distinta dalla stipula del contratto quadro, laddove la prestazione dell'intermediario non sia prevista come reiterabile e l'esecuzione sia contestuale (si pensi alla stipula di un contratto di mutuo con immediata erogazione del finanziamento, ovvero all'acquisto a tantum di uno strumento finanziario)*”.

³¹ DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 58.

³² DURANTE, *op. cit.*, p. 58.

vizio originario di voler salvare un'impostazione (quella del mandato) che non può che portare alle conclusioni sopramenzionate, ossia: l'impossibilità di attaccare i singoli ordini.

Resta comunque frequente, soprattutto nella giurisprudenza di legittimità, al di là della sopramenzionata ricostruzione, il riferimento alla natura negoziale dei singoli ordini, “*a valle*” di un contratto quadro ritenuto essere di mandato, al più *normativo*, e il corrispondente carattere negoziale dell'operazione dell'intermediario che ne scaturisce³³. Indici di negozialità sono stati da sempre rimarcati dalla Suprema Corte nella fase attuativa del contratto quadro (cfr. già nt. 1). Così, Cass. n. 7068/2016, ha per esempio sancito che: “*dopo la stipulazione del contratto di negoziazione, gli ordini di acquisto e le operazioni di compravendita danno luogo ad atti sicuramente negoziali, ma non a veri e propri contratti, per di più autonomi rispetto all'originale contratto quadro di cui costituiscono attuazione ed adempimento*”. In modo ancor più pronunciato affermando l'autonomia negoziale dei singoli ordini di investimento, e la loro conseguente possibile caducazione, la già citata Cass. 27 aprile 2016, n. 8394 (nt. 26), che ha risolto i singoli ordini, perché contratti, tenendo fermo il contratto quadro. Un ragionamento analogo ha condotto la Cassazione a riferire al singolo “*ordine*”, anziché al contratto quadro, il diritto di recesso³⁴, nel caso di offerta fuori sede (art. 30, c. 6, T.u.f.), alla luce

³³ Così è stata intesa l'affermazione delle Sez. Un. sopracitate (nn. 26724 e 26725/2007), ma anche di Cass. 29 gennaio 2009, n. 3773, in *Danno e resp.*, 2009, p. 503, ove si precisa che le operazioni compiute dall'intermediario per conto del cliente “*benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto di intermediazione*”. Così anche, MAGGILO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 485: “*Inoltre, il fatto che i singoli ordini consistono in un momento attuativo dell'accordo quadro non può far revocare in dubbio la loro natura negoziale*”.

³⁴ Cfr. Cass. 1 giugno 2016, n. 11401, in *www.dejure.it*.

dell'orientamento estensivo inaugurato dalle Sezioni Unite nella sentenza n. 13905/2013³⁵.

Il dato che in queste ricostruzioni è costante, è quello di evitare ancora una volta le limitazioni della teoria del mandato in punto di tutela civile, consentendo di aggredire quindi anche il singolo ordine.

*

5. MASTER AGREEMENT, ORDINI DI INVESTIMENTO E RIMEDI ABLATIVI DEL CONTRATTO

Così tratteggiati e delineati gli aspetti salienti della struttura del contratto di investimento e delle sue diverse accezioni che giurisprudenza e dottrina ne hanno dato, è ora opportuno *calare* quanto precedentemente delineato e analizzarne la sua tenuta alla stregua dei diversi rimedi del contratto e dei servizi di investimento concretamente prestati di volta in volta dagli intermediari.

L'analisi si sofferma in primo luogo sui rimedi esclusivamente demolitori del contratto, atteso che gli stessi risentono maggiormente della struttura *bifasica* del contratto di investimento poc'anzi descritta, nonché della concreta prestazione da parte dell'intermediario di un servizio di investimento, piuttosto che di un altro, anche e soprattutto in punto di effetti restitutori di un eventuale accoglimento della domanda demolitoria (*infra*). Il rimedio risarcitorio, invece, come vedremo deputato alla tutela del cliente ogniquale volta venga lamentata (e accertata) una violazione delle regole di condotta – o di *comportamento* – (sempre che non trascenda nella gravità tale da cagionare la risoluzione del contratto)³⁶, non risente al pari dei rimedi demolitori della peculiare struttura del contratto di investimento, e verrà pertanto trattato successivamente, unitamente all'analisi delle stesse regole di condotta in violazione delle quali è prevista tale tutela.

³⁵ Cass. Sez. Un. 3 giugno 2013, n. 13905, in *Banca e Borsa*, 2014, II, pp. 507 ss.

³⁶ Il riferimento è a Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit.

Ciò premesso, l'analisi viene ora dapprima incentrata sul rimedio della nullità e al suo intreccio con la fattispecie del contratto di investimento, che sotto vari aspetti ha provocato un intenso dibattito dottrinale e un'intensissima produzione giurisprudenziale.

Residuale applicazione nel settore dell'intermediazione finanziaria ha trovato, invece, il rimedio della annullabilità, che verrà tuttavia brevemente trattata successivamente all'ipotesi di nullità del contratto quadro e dei singoli ordini di investimento.

Da ultimo, viene trattato il rimedio della risoluzione del contratto (*rectius* dei contratti) di investimento.

*

A) IL RIMEDIO DELLA NULLITÀ NEI CONTRATTI DI INVESTIMENTO

i. Violazione di norme di comportamento e rimedi

Prima di dare conto delle ipotesi di nullità che interessano il tipo contratto di intermediazione mobiliare, è opportuno ricostruire le vicende che hanno conformato l'attuale terreno di operatività dell'invalidità negoziale sopra questi contratti. Tutto parte dalla *vexata quaestio* concernente quale rimedio utilizzare a fronte di una violazione da parte dell'intermediario delle regole di comportamento impostegli dalla normativa primaria e secondaria, mal consigliando il risparmiatore in investimenti dimostratisi poi rovinosi³⁷. La fattispecie è stata posta all'attenzione degli interpreti con i casi di *default* degli emittenti gli strumenti finanziari venduti ai clienti, comportando a questi ultimi l'assoluto azzeramento del patrimonio investito. I “risparmiatori traditi”, così, per recuperare la perdita, hanno assai

³⁷ Il dibattito, che ha coinvolto appassionatamente sia dottrina che giurisprudenza, non può essere qui riprodotto nella sua interezza e complessità, e se ne darà conto solo per linee essenziali. È tuttavia utile un seppur breve cenno alla problematica, poiché dalla sua analisi si comprende l'ampiezza che la sanzione della nullità ha ora in questo settore.

spesso esperito rimedi mirati a demolire il contratto di acquisto di strumenti finanziari, sostenendo – fra l’altro – la violazione delle norme informative previste a carico dell’intermediario, addebitando a questo di avere omesso di informarsi adeguatamente circa la condizione economico-finanziaria e gli obiettivi del cliente, e/o di informare adeguatamente il cliente sulle caratteristiche e sui rischi dei prodotti offerti in vendita.

Tale fenomeno ha quindi presentato il seguente problema: posto che le norme in questione perseguono obiettivi di interesse generale³⁸ – la trasparenza e il corretto funzionamento del mercato finanziario e la loro integrità, oltre che la protezione del pubblico dei risparmiatori³⁹ –, e sono certamente imperative, la violazione di esse in fase precontrattuale consente di sostenere che il successivo contratto è contrario a norme imperative, e quindi nullo ex art. 1418, c. 1, cod. civ.?

La giurisprudenza e la dottrina, in un primo tempo, si dividevano tra chi rispondeva in modo affermativo, e chi in modo negativo, ritenendo la fattispecie estranea all’area coperta dalla norma sulla nullità virtuale.

Per i primi, se le regole che impongono il rispetto dei doveri informativi hanno carattere imperativo, poiché poste a presidio di interessi generali, la loro violazione allora determina la nullità (virtuale) del contratto ex art. 1418, c. 1, cod. civ., anche in difetto di una testuale previsione⁴⁰.

³⁸ Di fatti, veniva evidenziato, come le norme di comportamento dei soggetti abilitati, oltre a essere poste nell’interesse del privato singolo cliente, avessero soprattutto una funzione di tutela dell’interesse pubblico alla tutela del risparmio (art. 47 Cost.) ed alla integrità e al corretto funzionamento dei mercati finanziari.

³⁹ Cass. 6 aprile 2001, n. 5114, in *Corriere giur.*, 2001, pp. 1064 ss; Trib. Firenze 18 febbraio 2005 in *IlCaso.it*.

⁴⁰ Cfr., *ex multis*, Trib. Mantova 18 marzo 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II, pp. 690 ss, con nota di SCIMEMI, *La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds*; Trib.

Altri interpreti, invece, pur riconoscendo che l'invalidità negoziale facilitasse il recupero della somma investita aggredendo il contratto d'acquisto ed attivando il meccanismo delle restituzioni, ritenevano che la via della nullità virtuale fosse una sorta di scorciatoia, a tutela dell'investitore sì, ma non certo giustificata sul piano delle categorie civilistiche tradizionali⁴¹.

Il riferimento era alla dicotomia tra norme di validità e norme di comportamento⁴², richiamata come perno da una decisione sulla questione del giudice di legittimità nel 2005 per escludere la nullità virtuale, e che la Cassazione a Sezioni Unite avrebbe poi ripreso nel 2007. Secondo tale posizione, non avrebbe pregio la tesi di chi invoca la nullità per la violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari, poiché, in base alla suddetta bipartizione, la loro violazione dovrebbe condurre solamente a una risoluzione o ad un risarcimento del danno. In effetti, i doveri di comportamento imposti agli intermediari, si collocano nella fase delle trattative e della formazione del contratto, ovvero in quella di esecuzione di un rapporto già concluso.

Si è così osservato, che per determinare la nullità del contratto, la violazione deve riguardare norme imperative che attengono ad elementi intrinseci del negozio, come la struttura e il contenuto; la violazione di norme imperative conduce dunque a nullità solo se interessi norme che

Venezia, 22 novembre 2004, in *Contr.*, 2005, pp. 5 ss; Trib. Torino 7 novembre 2005, in *Giur. it.*, 2006, pp. 521 ss.

⁴¹ PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, cit., p. 34; PERRONE, *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di DE MARI, Padova, 2009, pp. 79 ss, qui pp. 86 ss.

⁴² Le prime dicono se il contratto è valido o invalido, le seconde, sul presupposto che il contratto sia valido o comunque a prescindere da questo dato, dicono se una parte ha diritto a sciogliersi dal contratto e/o a chiedere il risarcimento dei danni in conseguenza di comportamenti scorretti e lesivi tenuti dall'altra parte, cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2022, p. 158.

esprimano precetti di validità, non essendo invece giustificato un generale ricorso a tale rimedio per il sol fatto che qualsiasi norma imperativa (anche di comportamento quindi), venga violata⁴³.

Sempre sulla linea di escludere la nullità per violazioni di norme di comportamento si è schierato chi ha inteso come queste norme, in realtà, non siano, o non sempre sarebbero, poste a tutela di interessi generali⁴⁴. Sulla stessa linea sembra porsi anche, chi riteneva applicabile alla fattispecie l'istituto della risoluzione per inadempimento di obbligazioni contrattuali di natura legale.

Si è altresì evidenziato come sicuri indici testuali avrebbero deposto per la soluzione dei rimedi risarcitori/risolutori rispetto a quelli invalidanti. L'art. 23, c. 6 del T.u.f. infatti, nel disciplinare il regime probatorio, si riferisce solamente ai giudizi di risarcimento dei danni, deponendo per un'esclusività del rimedio risarcitorio, a discapito di quello demolitorio invalidante. Anche l'articolo 3, comma 3, del d. lgs. 8 ottobre 2007, n. 179 indica indirettamente questa ricostruzione, poiché, istituendo le procedure di conciliazione ed arbitrato per le controversie tra intermediari ed investitori, prevede che in caso di inadempimento dell'intermediario gli arbitri possano riconoscere un indennizzo all'investitore per il ristoro delle conseguenze

⁴³ Cfr. Cass., sez. I, 19 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e Resp.*, 2006, pp. 25 ss., con commento di ROPPO e AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, qui pp. 29 ss. La pronuncia è motivata sul rilievo che “La “contrarietà” a norme imperative, considerata dall’art. 1418, primo comma, c.c. quale “causa di nullità del contratto”, postula ... che essa attenga ad elementi “intrinseci” della fattispecie negoziale, che riguardino, cioè, la struttura o il contenuto del contratto (art. 1418, secondo comma, c.c.)”. Invece, come tra l’altro già evidenziato nel testo, continua la Corte: “I comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l’esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e ... la loro eventuale illegittimità ... non può dar luogo alla nullità del contratto; ... a meno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore”.

⁴⁴ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 156.

pregiudizievoli dell'investimento⁴⁵.

A complicare il quadro, e a rendere necessario un intervento nomofilattico ancor più deciso, era poi la spiccata creatività della giurisprudenza, e delle parti processuali che ne sollecitavano le decisioni, nonostante il primo intervento della Sezione I della Corte di Cassazione nel 2005 (cfr. nt. 43), nel risolvere le fattispecie in esame.

Si assisteva ad un dato abbastanza curioso: a fronte di un'unica fattispecie, la violazione di obblighi di comportamento da parte dell'intermediario, più soluzioni rimediali venivano proposte, e accolte. Si spaziava dalla nullità virtuale del contratto quadro, alla sua risoluzione o annullamento per dolo, errore o conflitto di interessi; oppure, senza attaccare il contratto, risarcimento a titolo di responsabilità precontrattuale.

La situazione era quella, come è stata chiamata con un'efficace locuzione, di un *ambaradan* dei rimedi contrattuali, tutti astrattamente e potenzialmente riconducibili alla fattispecie di violazione di norme di comportamento da parte dell'intermediario⁴⁶.

Fu in questo clima che venne affrontata la questione dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, con due decisioni gemelle sul finire del 2007⁴⁷. Nel caso di specie, gli attori agirono per far dichiarare la nullità del contratto con l'intermediario, a seguito di operazioni in conflitto di interessi ed eccessivamente rischiose suggerite dalla banca,

⁴⁵ MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 494; DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela del risparmiatore*, cit., p. 301 ss.

⁴⁶ Cfr. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, cit., pp. 896-910; ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e Tango bond)*, cit., pp. 604-630, qui p. 625.

⁴⁷ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, Est. Rordorf, con commento di ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, n. 5/2008, pp. 536-546.

in contrasto con le regole di comportamento imposte dalla l. n. 1/1991⁴⁸ e applicabili al rapporto contrattuale. Il punto cardine della decisione è ancora una volta l'affermazione, granitica, che il principio di non interferenza fra norme di comportamento e norme di validità, valido in via generale, non è derogato neppure nel particolare settore dei contratti di intermediazione mobiliare⁴⁹.

Viene notato, poi, come nel settore in esame siano numerosissime le norme di comportamento che impongono alle parti le condotte da tenere nella fase che precede la conclusione del contratto e/o nella successiva fase dell'esecuzione.

Tuttavia, e nonostante il fatto che possa attagliarsi pacificamente la natura imperativa sopra a queste norme, l'inosservanza di esse non incide sulla validità del contratto rendendolo nullo ex art. 1418, c. 1, c.c., bensì apre la strada ad altri rimedi in favore della parte vittima della violazione. Questi dipendono dal momento in cui è posta in essere la violazione da parte dell'intermediario, e sono: il risarcimento a titolo di responsabilità precontrattuale, se si tratta di norme che impongono comportamenti in vista della futura conclusione del contratto, responsabilità che quindi può essere predicata pur in presenza della stipulazione di un valido contratto; la risoluzione per inadempimento e il risarcimento del danno contrattuale, se le norme violate (anche di fonte legale, v. per es. art. 1374 c.c.) prescrivono condotte da tenere in esecuzione del contratto quadro già concluso⁵⁰.

⁴⁸ “Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari”. Gazzetta Ufficiale Serie Generale n. 3 del 4 gennaio 1991.

⁴⁹ ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, cit., p. 538.

⁵⁰ ROPPO, *op. cit.*, p. 538; Cfr. anche MAGGIOLLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., nt. 127: “...vi sarà dunque responsabilità precontrattuale per il caso di violazione di regole che impongono obblighi di disclosure o di gestione del conflitto di interessi purché propedeutici alla conclusione del contratto di intermediazione, o della know your customer rule in riferimento a quella stessa fase, o ancora egli obblighi strutturali, organizzativi e di controllo interno del prestatore di servizi di

La Corte, proseguiva poi, in netta opposizione a quanto affermato nell'ordinanza di rimessione promossa dalla Sezione I (la stessa della sent. n. 19024/2005, che nel frattempo aveva mutato il proprio indirizzo), osservando che il carattere “*sempre più frammentario e sempre meno sistematico della moderna legislazione impone molta cautela nel dedurre da singole norme settoriali l'esistenza di nuovi principi per predicarne il valore generale e per postularne l'applicabilità anche in settori ed in casi diversi da quelli espressamente contemplati da singole e ben determinate disposizioni*”⁵¹, e che nell'alveo della normazione finanziaria l'unica regola di tal segno (oggi, l'art. 67 *septies-decies*, cc. 4 e 5, cod. cons.) avrebbe natura di specialità, per cui non potrebbe essere considerata espressione di un principio diverso⁵².

La sentenza è stata commentata dalla più svariata dottrina, da taluni in modo adesivo, da altri in senso critico.

Alcuno ha osservato come, in realtà, la distinzione tra norme di comportamento e norme di validità sia più teorica che pratica, non potendo da essa trarsi indicazioni operative per l'individuazione della nullità virtuale. Per questa via, si è detto che la soluzione vada cercata, piuttosto, nel modo di operare del giudizio di nullità, il quale necessita

investimento (conformità, gestione del rischio, revisione interna) nei limiti in cui possano conseguire rilevanza nei rapporti interprivati; vi sarà invece responsabilità contrattuale nel caso in inosservanza degli obblighi informativi relativi al servizio di investimento o agli strumenti finanziari, di inosservanza dei doveri informativi successivi alla stipula del contratto quadro, di violazione del dovere di aggiornare il profilo del cliente che sia cambiato, di violazione della know your merchandise rule, di scorretta valutazione della adeguatezza e della appropriatezza, di violazione della regola della best execution, di inadempimento dei doveri di trasparenza inerenti a situazioni di conflitto di interessi”. V. sul tema anche COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2022, p. 150; DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 334.

⁵¹ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., p. 527.

⁵² GIUDICI, *Contratti per consulenza e gestione di portafogli. Servizi accessori. Offerta fuori sede. Rimedi*, in ROPPO, *Trattato dei contratti. Mercati regolati*, 2014, Milano, Vol. V, pp. 1089-1138, qui pp. 1122-1123.

di un'evidenza documentale, perché è un giudizio di diritto, indifferente alla distribuzione dell'onere della prova. Così, si vede bene come questo giudizio non possa operare per la violazione di norme imperative come quelle attinenti ai doveri di informazioni precontrattuale o agli obblighi di corretta esecuzione del contratto, che richiedono accertamenti di fatto. Il criterio di selezione per individuare la nullità virtuale dovrebbe quindi essere affidato all'evidenza documentale delle violazioni.

Lasciando da parte per un attimo il tema dell'individuazione del perimetro della nullità virtuale dopo l'intervento delle Sezioni Unite (che sarà ripreso *infra*, anche se per sommi capi, con riferimento ai contratti derivati), va segnalato che il sistema enucleato dalla sentenza in esame ha retto all'applicazione pratica, laddove i giudici di merito nelle decisioni successive all'intervento nomofilattico si sono integralmente conformati (e senza dubbi) a quanto statuito dalla Suprema Corte. L'eccezione (appunto), come vedremo, risiede in alcune ipotesi relative ai contratti derivati c.d. *Interest Rate Swap* ove, per esempio, in assenza di una completa indicazione del c.d. Mark-to-market, viene predicata (da alcuna giurisprudenza) alternativamente l'indeterminabilità dell'oggetto e/o l'assenza di causa, oppure, in assenza di una funzione di copertura del derivato (sempre IRS) stipulato, viene dedotta la mancanza di causa in concreto del negozio, con relativo recupero in entrambi i casi del rimedio della nullità (virtuale) del contratto di investimento sottoscritto in (sostanziale) violazione delle regole di condotta.

*

ii. Le ipotesi di nullità testuali

Il consolidato principio espresso dalle sezioni unite del 2007 della Corte di Cassazione relativamente alle conseguenze – solo risarcitorie – della violazione delle regole di condotta da parte

dell'intermediario, pur avendolo enormemente circoscritto, non ha tuttavia fatto perdere rilevanza al rimedio demolitorio della nullità nei contratti di investimento.

Il ridimensionamento del rimedio di nullità è comunque evidente, atteso che, da mezzo (potenzialmente incontrollato), utile per demolire quasi ogni rapporto tra cliente ed intermediario dove si riscontrasse una violazione di uno dei molteplici obblighi informativi e comportamentali in capo a quest'ultimo, si è passati a un generale affidamento ai rimedi risarcitori (e, se l'inadempimento è grave, risolutori) per la soluzione di dette controversie⁵³.

Ad ogni buon conto, se da un lato il legislatore ha previsto la sanzione della nullità a fronte di determinate violazioni di legge da parte del prestatore dei servizi di investimento (sono le c.d. nullità testuali), che restano tali (ovviamente) anche dopo l'intervento nomofilattico; dall'altro lato, come accennato, pur eliminato il legame tra violazione delle regole di condotta dell'intermediario e il rimedio della nullità, la dottrina e la giurisprudenza hanno in alcuni casi sanzionato con la nullità i contratti di investimento sulla base dei principi generali in tema di diritto dei contratti, tanto per illiceità/assenza della causa, quanto per mancanza di oggetto (è, appunto, il caso dei contratti aventi per oggetto strumenti finanziari derivati, cfr. *infra*).

Venendo quindi alle ipotesi di nullità testuali, a campeggiare è sicuramente la nullità per vizio di forma di cui all'articolo 23 T.u.f. Nullità testuale prim'ancora che strutturale⁵⁴, che, quasi a essere un

⁵³ È stata la stessa Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., ad affermare che i rimedi risarcitori e risolutori del diritto civile sarebbero comunque in grado di condurre ad un'adeguata tutela dei clienti, v. p. 530.

⁵⁴ Cfr. ROPPO, *Il Contratto*, cit., p. 697: "Si noti come questa nullità (nullità strutturale per mancanza di forma ndr) finisca per sovrapporsi alla nullità testuale dell'art. 1418 c. 3: la forma è requisito del contratto solo se "prescritta dalla legge

risultato della compressione della nullità virtuale per contrasto con norme imperative, nel corso degli anni si è dimostrato il rimedio prediletto dagli investitori, che in caso di vittoria vedrebbero restituito loro tutto il capitale investito, secondo le norme sulla ripetizione dell'indebito (ma sul punto v. *infra*), invece di dover provare, per vie non certo piane, problematiche poste risarcitorie. Per questo motivo, nella maggior parte dei casi l'investitore tentava sempre, almeno inizialmente, di dimostrare un vizio di forma del contratto di investimento, o dei singoli ordini se per loro era prevista una forma specifica, al fine di ottenere *recta via* la restituzione degli esborsi effettuati. Tale tendenza era giustificata sulla base di una lettura rigorosa e formalistica dell'art. 23 T.u.f., avallata da certa dottrina e dalla maggioranza della giurisprudenza tanto di merito quanto di legittimità, per cui, nelle ipotesi (assai frequenti) di contratto di investimento c.d. mono-firma, e cioè di contratto quadro siglato dal solo investitore e non sottoscritto dal rappresentante della Banca⁵⁵,

sotto pena di nullità”; dunque solo se una norma stabilisce – secondo il modello, appunto, della nullità testuale – che il contratto che non l’osserva è nullo”.

⁵⁵ In particolare, un tanto accade(va) perché nella prassi di settore, ai fini di ottemperare il duplice obbligo di stipulare il contratto per iscritto e di consegnarne una copia al cliente statuito all’art 23, comma 1, T.u.f., vi è solitamente uno scambio di due identici documenti tra le parti, con la necessaria conseguenza che ciascuna di esse rimane in possesso di un originale sottoscritto dall’altra. Data questa situazione base, non pochi investitori hanno invocato la nullità del contratto quadro per vizio di forma allo scopo di porre nel nulla operazioni di investimento infruttuose che pongono l’intermediario nella condizione di dover provare il rispetto del requisito formale stabilito all’art. 23 T.u.f. *Probatio* quanto mai *diabolica* in questo caso, dato che l’originale sottoscritto dall’intermediario è nella materiale disponibilità del cliente. Da qui la problematica oggetto del dibattito giurisprudenziale (e dottrinale): occorre infatti intendere a quali condizioni il requisito della forma scritta ad substantiam fosse rispettato, ritenendo necessarie ambedue le sottoscrizioni o viceversa surrogando quella del cliente con manifestazioni tacite successive di ambedue le parti (da parte del cliente, per esempio, la mancata contestazione degli addebiti in conto corrente per le singole operazioni di investimento, da parte dell’intermediario, viceversa, il fatto stesso di comunicare periodicamente gli estratti conto) e/o con la produzione in giudizio del contratto da parte dell’intermediario ai fini del suo perfezionamento. Pertanto, l’interrogativo concerneva se il contratto quadro potesse considerarsi comunque validamente concluso, o viceversa, se questa

veniva riconosciuto il difetto di forma rilevante ai sensi del menzionato art. 23 T.u.f., con conseguente demolizione del contratto⁵⁶.

In adesione dell'orientamento minoritario⁵⁷, com'è noto, le Sezioni Unite hanno invece sancito la validità del contratto quadro c.d. mono-firma, rilevando come, nel contesto della legislazione finanziaria di settore, la *ratio* tipica della forma (quella del 1350 cod. civ.) assuma i connotati della forma “*ad informationem*”⁵⁸. In particolare, la Corte ha rilevato come la funzione strutturale (i.e. di struttura dell'atto, da “*farsi*” con entrambe le sottoscrizioni) propria dell'art. 1350 cod. civ., non sia tipica della forma informativa protetta dalla nullità ex art. 23 T.u.f., che mira – invece – unicamente ad una chiara e completa informazione sui contenuti del contratto di investimento, tale da rendere

mancanza di sottoscrizione da parte dell'intermediario fosse cagione di nullità per violazione del requisito della forma scritta.

⁵⁶ Cfr. Cass., 24.3.2016, n. 5919; Cass., 11.4.2016, n. 7068; Cass., 27.4.2016, n. 8935, tutte in *Contratti*, 2016, 1098, con nota adesiva di GIULIANI, e in *Corr. giur.*, 2016, 1110, con contributo di TUCCI.

⁵⁷ Tra le principali sentenze sulla validità del mono-firma Cass., 22.2.2012, n. 4564; Cass., 7.9.2015, n. 4564; Trib. Milano, 12.11.2013; App. Venezia, 28.7.2015; Trib. Padova, 4.8.2016, tutte in *II Caso.it*.

⁵⁸ Cass., sez. un., 16.1.2018, n. 898, in *Contratti*, 2018, 133 ss., con commenti di D'AMICO, PAGLIANTINI e AMAGLIANI; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 658 ss., con nota di DALMARTELLO; in dottrina, si propendeva già da tempo per la funzione informativa della forma nel settore dell'intermediazione finanziaria, cfr. PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, cit., p. 35; MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., pp. 466-472;

In virtù della funzione “*ad informationem*” che la forma scritta ex art. 23 T.u.f. incarna in questa materia, non sarebbe allora necessaria una espressa manifestazione di volontà dell'intermediario ai fini della validità del contratto, e non ci sarebbe così l'obbligo di consacrare la volontà negoziale all'interno di un documento contrattuale come per la generalità dei contratti che richiedono una forma scritta *ad substantiam*. E questo perché, in virtù della menzionata funzione prevalentemente informativa, il requisito formale potrebbe ritenersi soddisfatto qualora il documento contrattuale sia redatto per iscritto e firmato dal cliente, poiché la mancata sottoscrizione del soggetto abilitato non impedisce a quest'ultimo la conoscibilità del regolamento contrattuale. La mancata sottoscrizione da parte della banca del modulo contrattuale dunque (che la banca tra l'altro ha predisposto e conosce perfettamente) non impedisce al cliente la conoscibilità delle regole in esso contenute, che si ripete, costituisce la finalità ultima del requisito ex art. 23 T.u.f.

In senso critico, tra gli altri, MAFFEIS, *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca*, in *Contratti*, 2017, 393 ss.

lo stesso facilmente fruibile dal cliente, parte debole del contratto asimmetrico. Come facilmente inferibile, dunque, la soluzione al nodo giuridico prospettato alle Sezioni Unite (i.e. validità o meno del contratto quadro mono-firma) è stato da queste risolto destrutturando il requisito tipico della forma scritta di cui all'art. 1350 cod. civ., dando spazio ad una concezione di forma informativa portatrice di una funzione diversa da quella ordinaria.

Oltre al vizio di forma di cui all'art. 23, comma 1, T.u.f., come *supra* modellata dal *dictum* delle Sezioni Unite n. 898/2018, si registrano altre ipotesi di nullità, sempre a specifica protezione dell'investitore, e, quindi, al pari della previsione sul difetto di forma, di carattere relativo.

Anzitutto, scorrendo l'art. 23, T.u.f., al comma 2, secondo lo schema dell'integrazione legale del contratto parzialmente nullo ex art. 1419, comma 2, cod. civ., si prevede che: *“è nulla ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. In tali casi nulla è dovuto”*. Come si intuisce, la norma si occupa di evitare che i costi dei servizi di investimento prestati dall'intermediario siano affidati a logiche eteronome rispetto al rapporto intermediario-cliente. Posto che il costo del servizio costituisce uno degli elementi cruciali per la valutazione del cliente in ordine all'investimento, è estremamente importante far sì che questo, in modo chiaro e fin dall'inizio, sia in grado di raffigurarsi i costi derivanti dall'attività di intermediazione. Se il compenso fosse invece determinato in virtù di meccanismi di rinvio esterni, non si consentirebbe la realizzazione di questa aspettativa in capo al cliente, rendendo non immediata la percezione dell'ammontare dei costi causati

dall'intervento dell'intermediario⁵⁹.

Sempre nell'alveo delle nullità formali, poi, ricadono le ipotesi dove nell'offerta fuori sede di strumenti finanziari, il contratto non rispetti la specifica regola di forma e contenuto dell' art. 30, comma 7, T.u.f. che prescrive l'indicazione della facoltà di recesso al cliente con apposita clausola contrattuale scritta, la cui omissione è sanzionata con la nullità dell'intero contratto attivabile dal cliente stesso⁶⁰.

Tuttavia, la facoltà di recesso appena menzionata, come è stato ribadito dalla Cassazione, non può che riguardare i singoli rapporti negoziali in base ai quali, di volta in volta, l'investitore si trovi a sottoscrivere uno strumento finanziario offertogli dall'intermediario fuori sede, e non la stipulazione del contratto quadro, che di per sé non implica l'acquisto di strumenti finanziari, ed è perciò sicuramente estranea alla nozione di collocamento, sia pur latamente intesa⁶¹.

⁵⁹ SANGIOVANNI, *Il contratto d'intermediazione finanziaria*, cit., p. 774, dove si legge anche la sostanziale differenza del rinvio agli usi fra i contratti d'intermediazione finanziaria e quelli bancari: “*La disposizione dell'art. 23, 2 co., t.u.f. è particolarmente severa in quanto prevede, quale sanzione per il rinvio agli usi, che nulla è dovuto. È dunque altamente consigliabile evitare in contratto il rinvio agli usi, poiché l'intermediario – in caso diverso – perde qualsiasi spettanza nei confronti del cliente. Il regime previsto per i contratti bancari è invece meno rigido. È vero, da un lato, che sono nulle e si considerano non apposte le clausole contrattuali di rinvio agli usi per la determinazione dei tassi di interesse e di ogni altro prezzo e condizione praticati (art. 117, 5 co., t.u.b.). Ma, dall'altro lato, bisogna evidenziare che – anche in questo caso – alla banca continua a spettare un corrispettivo: difatti si applicano il tasso nominale minimo e quello massimo, rispettivamente per le operazioni attive e per quelle passive, dei buoni ordinari del tesoro annuali o di altri titoli similari eventualmente indicati dal ministro dell'economia e delle finanze (art. 117, 6 co., t.u.b.)*”.

⁶⁰ In questa ipotesi, la previsione testuale serve a rendere nullo un contratto che, in sua assenza, verosimilmente non lo sarebbe: perché lega la nullità a contenuti contrattuali molto specifici e circostanziati, che riflettono specifiche scelte politiche del legislatore tanto puntuali quanto discrezionali, e perciò non surrogabili in via interpretativa. Quale interprete oserebbe affermare, infatti, in mancanza della sopramenzionata disposizione, che il contratto di investimento offerto fuori sede al risparmiatore è nullo se non menziona il diritto di recesso del cliente? Cfr. ROPPO, *Il Contratto*, cit., p. 695.

⁶¹ Cfr. Cass. 11 giugno 2016, Sez. I, Est. Lamorgese, n. 15226, in *Il Caso.it*; vedasi anche, nella stessa sentenza, il riferimento a Cass. Sez. Un. 3 giugno 2013, n. 13905, cit., per le considerazioni sul diritto di recesso accordato all'investitore dall'art. 30, c.

Sempre di nullità testuali e relative, e ancora secondo lo schema del 1419, comma 2, cod. civ., si parla anche nel servizio di gestione di portafogli, all'art. 24 T.u.f. Queste, fulminano con nullità le clausole di un contratto di gestione che escluda la facoltà del cliente di impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere. Così come nulla è la pattuizione che impedisca al cliente di recedere in ogni momento dal contratto di gestione, ferma restando la seconda parte dell'art. 24, comma 1, lett. b), T.u.f. Infine, sono del pari nulle le clausole che derogano ai limiti e alle modalità stabilite con regolamento dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, in ordine alla delega per la rappresentanza nell'esercizio del diritto di voto inerente agli strumenti finanziari oggetto di gestione.

Da ultimo, va presa in considerazione la nullità, testuale e relativa anch'essa, prevista dall'art. 67 *septies-decies* cod. cons., concernente le ipotesi di “*commercializzazione a distanza dei servizi finanziari*”. Due sostanzialmente i requisiti per l'applicazione di questa norma: l'investitore deve essere un consumatore, deve mancare la presenza fisica simultanea dei contraenti all'atto della stipulazione. Già nella fase delle trattative, a distanza, si prevede che la violazione da parte dell'intermediario degli obblighi di informativa precontrattuale perpetrata al fine di alterare significativamente la rappresentazione

6, T.u.f., e la previsione di nullità dei contratti in cui quel diritto non sia contemplato, contenuta appunto nel successivo settimo comma. Queste, accogliendo la Corte il c.d. orientamento estensivo, trovano applicazione non soltanto nel caso in cui la vendita fuori sede di strumenti finanziari da parte dell'intermediario sia intervenuta nell'ambito di un servizio di collocamento o gestione di portafogli individuali, prestato dall'intermediario medesimo in favore dell'emittente o dell'offerente di tali strumenti, ma anche quando la medesima vendita fuori sede abbia avuto luogo in esecuzione di un servizio d'investimento diverso, ivi compresa l'esecuzione di ordini impartiti dal cliente in esecuzione di un contratto quadro, ove ricorra la stessa esigenza di tutela; Cfr. per approfondire le problematiche del 30, comma 6, T.u.f., *ex multis*, GIUDICI, *Contratti per consulenza e gestione di portafogli. Servizi accessori. Offerta fuori sede. Rimedi*, cit., pp. 1113 - 1117.

delle caratteristiche dei servizi finanziari che si propongono al cliente, porti direttamente alla nullità del contratto concluso. Regola che si pone visivamente in eccezione ai principi generali, i quali in casi analoghi prevedono solo una responsabilità precontrattuale dell'intermediario. Si prevede, poi, in particolare, che “*il contratto è nullo, nel caso in cui il fornitore ostacola l'esercizio del diritto di recesso da parte del contraente ovvero*”, in caso di recesso, “*non rimborsa le somme da questi eventualmente pagate*”.

*

iii. La problematica della “*nullità selettiva*”

L'analisi del rimedio di nullità *calato* nella fattispecie del contratto di investimento impone (soprattutto) di affrontare il tema della c.d. nullità selettiva⁶².

Al pari della grande maggioranza delle questioni inerenti il settore dell'intermediazione finanziaria, il tema della nullità selettiva scaturisce dalla problematica intersezione tra la normativa speciale e la disciplina generale del contratto, alla quale, dunque, occorre fare riferimento. Non solo, la tematica *de quo* discende anche e direttamente dalla particolare struttura negoziale “*a doppio livello*” che caratterizza pressoché la prestazione di qualsiasi servizio di investimento, e di cui si è già dato conto *supra* (cfr. par. 2)⁶³.

⁶² Non ha più rilievo infatti la questione inerente la forma del contratto di investimento che, dopo un lungo dibattito giurisprudenziale e dottrinale, ha finalmente trovato la sua definizione con la sentenza a Sezioni Unite n. 898, 16 gennaio 2018, cit., cfr. *supra*, nt. 58.

⁶³ Si ricorderà infatti che la struttura del negozio giuridico avente ad oggetto la prestazione dei servizi di investimento si palesa come scissa in due livelli contrattuali, uno normativo e conformativo degli obblighi del rapporto (il c.d. contratto quadro), e l'altro esecutivo o attuativo del contratto di base a monte, dal quale i singoli ordini di investimento traggono legittimazione. Orbene, se così è, dalla nullità del contratto quadro, a rigore, dovrebbe discendere *recta via* la nullità degli ordini di investimento, indistintamente e senza possibilità alcuna di selezione da parte dell'investitore, giusto il collegamento negoziale intercorrente tra il contratto quadro e i singoli ordini di investimento (tale risultato è diretto corollario del collegamento negoziale esistente tra il contratto quadro a monte, ed i singoli ordini di investimento a valle dello stesso).

Orbene, posto che l'art. 23 T.u.f. impone per i contratti quadro la forma scritta a pena di invalidità (comma 1), aggiungendo che la stessa può però essere fatta valere dal solo cliente (comma 3), nella prassi accade sovente che il cliente pretenda di far valere la nullità del contratto quadro per difetto di forma esclusivamente con riferimento agli ordini di investimento rovinosi (chiedendo la restituzione degli investimenti relativi a quelle specifiche operazioni) mantenendo, tuttavia, intatti quelli più remunerativi, che così restano fuori dal *petitum*⁶⁴.

Tale contegno dell'investitore poggiante sul carattere protettivo della nullità *de qua* viene generalmente contrastato dagli intermediari convenuti mediante l'assorbente considerazione per cui dalla dichiarazione di nullità del contratto quadro devono necessariamente considerarsi travolte – a cascata – tutte le operazioni compiute in esecuzione del contratto invalido⁶⁵. In tale eventualità, l'intermediario potrebbe tanto chiedere in via riconvenzionale la restituzione quanto eccepire la compensazione delle cedole e/o dei rendimenti versati al

Tra i primi sostenitori dell'effetto a cascata della nullità del contratto quadro sui singoli ordini di investimento, richiamando la logica della presupposizione cfr. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, cit., p. 628; cui aderisce MAGGIOLO, *Trattato di diritto civile e commerciale. Servizi e attività di investimento*, cit., p. 499).

⁶⁴ Sull'ammissibilità della nullità selettiva in riferimento al carattere protettivo della nullità *ex art. 23 T.u.f.*, tra le altre, cfr. Trib. Torino, 12 febbraio 2007; Trib. Milano, 11 aprile 2008; Trib. Udine, 16 gennaio 2009; Trib. Mantova, 22 gennaio 2009; App. Bologna, 12 maggio 2016, tutte reperibili ne *IlCaso.it*, e Trib. Milano, 29 aprile 2015 con nota critica di BERTI DE MARINIS, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, p. 282 ss. In dottrina a favore dell'ammissibilità *tout court* della nullità selettiva come possibilità per il cliente di scindere gli effetti della nullità *ex art. 23 T.u.f.* a suo piacimento cfr. MAFFEIS, *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca*, cit., p. 402.

⁶⁵ Cfr. già nota 63. Tale risultato è diretto corollario del collegamento negoziale esistente tra il contratto quadro a monte, ed i singoli ordini di investimento a valle dello stesso. Tra i primi sostenitori dell'effetto a cascata della nullità del contratto quadro sui singoli ordini di investimento, richiamando la logica della presupposizione cfr. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, cit., p. 628; cui aderisce MAGGIOLO, *Trattato di diritto civile e commerciale. Servizi e attività di investimento*, cit., p. 499.

cliente in relazione alle operazioni profittevoli per lo stesso e scaturenti dal contratto nullo⁶⁶. Un'ulteriore linea di difesa dell'intermediario convenuto consiste nel paralizzare – in tutto o in parte – la pretesa del cliente sulla base di un'eccezione di inammissibilità fondata sull'arbitraria selezione da parte del cliente – a suo vantaggio – degli effetti della nullità azionata⁶⁷ o, infine, nel dedurre una sorta di tacita

⁶⁶ Nel caso sottoposto all'attenzione della Corte di Cassazione a Sezioni Unite che poi ha definitivamente deciso sulla questione della nullità selettiva (Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, in *Dejure.it*), il Tribunale di primo grado, in accoglimento della domanda restitutoria formulata dall'intermediario sulla totalità degli investimenti travolti dal contratto quadro, aveva condannato il cliente a restituire la differenza tra la somma complessiva degli investimenti che si erano rivelati un buon affare e la minor somma di quelli – impugnati – che avevano cagionato le lamentate perdite. La Corte d'appello, in accoglimento dell'eccezione di compensazione del convenuto, aveva poi compensato gli utili e le perdite, revocando così la condanna del cliente alla restituzione della *differenza*, rilevando come l'intermediario non avesse spiegato specifica domanda di ripetizione ai sensi dell'art. 2033 cod. civ.

⁶⁷ Il riferimento è alla c.d. *exceptio doli generalis*, strumento volto ad ottenere la disapplicazione delle norme positive nei casi in cui la rigorosa applicazione delle stesse risulterebbe – in ragione di una condotta abusiva – sostanzialmente iniqua. In giurisprudenza, sulla possibilità per l'intermediario di opporre l'*exceptio doli* contro la pretesa del cliente di impugnare solo alcuni investimenti, cfr. Trib. Torino, 7 marzo 2011, in *Corr. merito*, 2011, p. 699 ss. che paralizza la pretesa selettiva del cliente, perché abusiva, con nota di D'AURIA. A fronte delle condotte selettive dell'investitore, anche la Corte di Cassazione – nel rimettere per la prima volta la questione della nullità selettiva alle Sezioni Unite – ha ravvisato: “*l'esigenza di scongiurare uno sfruttamento “opportunistic” della normativa di tutela dell'investitore*”, che potrebbe in concreto portare “*ad affermare la possibilità per l'intermediario di opporre l'exceptio doli generalis in tutte quelle ipotesi in cui il cliente (evidentemente in mala fede) proponga una domanda di nullità “selettiva”, cosicché l'eccezione di dolo ... potrebbe in effetti rivelarsi un'utile arma di difesa contro il ricorso pretestuoso all'art. 23 menzionato*”, cfr. Cass., ord., 17 maggio 2017, nn. 12388, 12389, 12390, con nota di AFFERNI, in *Società*, 2017, p. 1243 ss.; anche Cass., ord., 2 ottobre 2018, n. 23927, con nota di TONINI, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, I, pp. 46 ss. ripropone l'eccezione di dolo quale possibile strumento per paralizzare il contegno selettivo e opportunistico dell'investitore. In dottrina, sull'invocazione dell'*exceptio doli* per paralizzare il contegno selettivo e opportunistico del cliente, cfr. diffusamente SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010, p. 23 ss.; BERTI DE MARINIS, *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II, p. 283 ss.; in senso critico, DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, p. 48, nt. 21; MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità “selettive”*. A proposito dell'ordinanza di rimessione alle sezioni unite n. 12390/2017, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I, p. 828 ss., spec. p. 853. Vedi anche, in senso favorevole al giudizio di buona fede sulle condotte dell'investitore AFFERNI, *Rimessa alle Sezioni Unite la questione della nullità del contratto di investimento firmato dal solo cliente*, in *Società*, 2017, p. 1243 ss.; GIULIANI, *Nullità*

convalida del contratto quadro nullo da parte dell'attore investitore (comunque al di fuori dello schema di cui all'art. 1423 cod. civ., e piuttosto rientrante in quello di cui all'art. 1444 cod. civ.)⁶⁸.

La descritta fenomenologia circoscrive il perimetro della problematica della nullità selettiva, che, usando le parole di Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314 (le quali da poco sono intervenute sul tema ponendo un importante arresto nomofilattico alla questione in esame), concerne *“l'esatta determinazione degli effetti e delle conseguenze giuridiche dell'azione di nullità proposta dal cliente in relazione a specifici ordini di acquisto di titoli che derivi, tuttavia, dall'accertamento del difetto di forma del contratto quadro”*⁶⁹. Il punto controverso, così, *“riguarda l'estensione degli effetti della*

del contratto quadro di investimento per difetto di sottoscrizione dell'intermediario e abuso del diritto, in *Contr.*, 2016, p. 1110 ss.

⁶⁸ Tipicamente fondata sulla condotta dell'investitore che, ponendo in essere una serie di investimenti per un numero prolungato di anni, nel momento in cui contesti la nullità del contratto quadro finirebbe col tradire il legittimo affidamento dell'intermediario sia sul riconoscimento della piena validità ed efficacia del contratto quadro stesso, sia sulla volontà di effettuare e mantenere gli investimenti. Sulla possibilità di convalidare il contratto quadro nullo, cfr. Trib. Verona, 17 aprile 2009, Trib. Verona, 22 luglio 2010, Trib. Pavia, 26 gennaio 2013, reperibili ne *IlCaso.it*. Tali pronunce pretorie riconducono la nullità relativa di cui all'art. 23 T.u.f. ad un'ipotesi di annullabilità, per sostenere l'applicabilità dell'istituto della convalida e rigettare la domanda “selettiva” dell'investitore. Cfr. anche Trib. Como, 7 marzo 2010, sempre ne *IlCaso.it*, secondo cui, pur senza riqualificare il regime di nullità previsto dal T.u.f., ritiene che la nullità del contratto quadro sia: *“suscettibile di essere ... sanata attraverso atti formali e espliciti ovvero attraverso fatti che chiaramente rivelino una volontà abdicativa del rimedio invalidatorio”*. L'argomento della convalida del contratto quadro di investimento era già stato nettamente escluso però da Cass., 22 marzo 2013, n. 7283, in *dejure.it*, sulla condivisibile considerazione per cui *“quando il legislatore richiede la forma scritta per meglio tutelare una delle parti del contratto, sarebbe manifestamente contraddittorio ammettere che quel difetto di forma sia rimediabile mediante atti privi anch'essi di forma scritta”*. Sull'esclusione del rimedio della convalida, nonché dell'*exceptio doli*, ma in un caso di totale assenza del contratto quadro, cfr. da ultimo Cass., 24 aprile 2018, n. 10116, cit. Anche la dottrina si è dimostrata critica sulla possibilità di configurare un'intervenuta sanatoria del contratto quadro per effetto del comportamento del cliente e della protrazione del rapporto, cfr. con riferimento all'esclusione della sanatoria di una nullità di protezione PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, in *Persona e Mercato*, 1995, p. 189 ss.; GENTILI, *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti Rescigno-Gabrielli*, I, *I contratti in generale*, a cura di RESCIGNO, Torino, 2006, p. 1593 ss.

⁶⁹ Cfr. punto 4 motivazione di Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit.

*dichiarazione di nullità anche alle operazioni che non hanno formato oggetto della domanda proposta dal cliente ed, eventualmente, i limiti di tale estensione*⁷⁰.

Le richiamate Sezioni Unite, nel dipanare le numerose e contraddittorie ricostruzioni del fenomeno, hanno optato per una lettura funzionalistica della norma di cui all'art. 23 T.u.f.⁷¹, tesa a conformare in massima parte l'interesse protetto del cliente, e – come si dirà appena di seguito – ritenendo di dover investire lo stesso del potere di determinare le sorti del rimedio di invalidità negoziale affidatogli dal legislatore (cfr. *infra*)⁷².

Da questa prospettiva, la Corte ha vagliato le posizioni che erano emerse nei due precedenti di legittimità in materia, per poi concludere proponendo una terza via, del tutto inedita⁷³.

A tal riguardo, occorre premettere che, in base a un primo orientamento, la nullità del contratto quadro potrebbe essere rilevata solo dall'investitore, travolgendo anche gli ordini non oggetto della sua specifica domanda; la successiva ripetizione dell'indebito dovrebbe così essere bilaterale e reciproca, cioè azionabile da entrambe le parti (Cass., 16 marzo 2018, n. 6664, nonché poi Cass., 24 aprile 2018, n. 10116)⁷⁴. Tale impostazione distingue nettamente il piano della

⁷⁰ Cfr. ancora punto 4 motivazione Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit.

⁷¹ Obliterando del tutto il dato strutturale del rapporto intermediario-cliente, e in ciò stando le maggiori criticità della pronuncia.

⁷² Attesa la legittimazione relativa in capo al cliente a far valere la nullità del contratto quadro ai sensi dell'art. 23, comma 3, T.u.f.

⁷³ Inedita anche nella giurisprudenza di merito, che invece si era pronunciata copiosa sul tema della nullità selettiva.

⁷⁴ Punto 17.1.1 della motivazione di Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit. Cfr. Cass., ord., 16 marzo 2018, n. 6664, in *Contr.*, 2018, p. 543 ss., con nota adesiva di CICALTELLI; cfr. Cass., ord., 24 aprile 2018, n. 10116, cit. In particolare, a seguito della dichiarazione di nullità di un ordine di investimento, *“l'intermediario e l'investitore hanno diritto di ripetere l'uno nei confronti dell'altro le reciproche prestazioni, sicchè è legittimamente dichiarata la compensazione tra la somma che l'investitore abbia corrisposto all'intermediario ai fini dell'investimento e la somma che l'intermediario abbia riscosso per conto dell'investitore ed abbia corrisposto al medesimo a titolo di frutti civili”*, cfr. Cass., 24 aprile 2018, n. 10116, cit.

legittimazione a far valere in giudizio la nullità del contratto quadro (espressamente relativa e lasciata al cliente, cfr. art. 23, comma 3, T.u.f.) con quello degli effetti della dichiarata nullità, necessariamente reciproci ed estesi ad entrambe le parti.

Un secondo – ma anteriore – arresto considera invece pienamente legittimo il rilievo selettivo da parte del cliente della nullità del contratto quadro, che secondo questa impostazione opererebbe sia sul piano processuale che su quello sostanziale, e solo a vantaggio dell'investitore. In quest'ottica, la selezione degli ordini discende come naturale conseguenza dell'esercizio di un diritto previsto ad esclusivo favore dell'investitore. Così, l'intermediario non potrebbe avvalersi della dichiarazione di nullità in relazione alle conseguenze, in particolare restitutorie, che ne possono scaturire a suo vantaggio, dal momento che il regime delle nullità di protezione (di cui l'art. 23 T.u.f. è espressione) opererebbe esclusivamente in favore dell'investitore (Cass., 27 aprile 2016, n. 8395)⁷⁵.

Come si è evidenziato, le Sezioni Unite hanno però scelto una soluzione diversa dalle due sin qui prospettate, e che in un certo senso si pone su di una linea mediana rispetto a queste, cercando – sia pure per una via irta e tortuosa – di equilibrare le posizioni di investitore e di intermediario.

⁷⁵ Punto 17.1.1 della motivazione di Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit. A tal riguardo, si aggiunge che secondo Cass., 27 aprile 2016, n. 8395, cit., p. 1098 ss., una diversa interpretazione del sistema delle nullità di protezione condurrebbe all'effetto, certamente non voluto dal legislatore, della sostanziale abrogazione dello speciale regime d'intangibilità proprio delle nullità di protezione. In particolare, con riferimento al caso in cui il rapporto di investimento si fosse risolto in un complessivo utile per il cliente (che comunque agiva per la nullità di alcuni investimenti sfortunati, tale è tra l'altro la situazione attenzionata alle Sezioni Unite), quest'ultimo, ove fosse consentito all'intermediario di agire *ex art. 2033 c.c.*, non potrebbe mai far valere il difetto di forma di alcuni ordini in relazione ad un rapporto di lunga durata che abbia avuto parziale esecuzione, perché le conseguenze economico patrimoniali sarebbero per lui verosimilmente quasi sempre pregiudizievoli, così vanificandosi la previsione legale di un regime di protezione destinato a operare a suo esclusivo vantaggio, cfr. punto 17.1.2 motivazione di Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit.

In particolare, la decisione della Corte si basa su due fondamentali direttrici e, per così dire, momenti. Il primo, teso alla enucleazione di uno statuto normativo delle nullità di protezione e afferente alla determinazione degli effetti della declaratoria di nullità, ove l'invalidità sia prevista in un contesto orientato alla protezione di uno dei contraenti. Il secondo, tutto incentrato sull'ambito di operatività della (inedita in tale campo) eccezione di buona fede, che la Corte individua quale strumento correttivo d'elezione per gli “*eventuali eccessi di protezione*” della strategia perseguita dal legislatore⁷⁶.

Dalla crasi di questi due momenti, la Corte ha tratto il principio di diritto secondo cui “*la nullità per difetto di forma scritta, contenuta nell'art. 23, c. 3 del d.lgs. 58/1998, può essere fatta valere esclusivamente dall'investitore con la conseguenza che gli effetti processuali e sostanziali dell'accertamento operano soltanto a suo vantaggio. L'intermediario, tuttavia, ove la domanda sia diretta a colpire soltanto alcuni ordini di acquisto, può opporre l'eccezione di buona fede, se la selezione della nullità determini un ingiustificato sacrificio economico a suo danno, alla luce della complessiva esecuzione degli ordini, conseguiti alla conclusione del contratto*”⁷⁷.

La Corte legittima così la selezione degli ordini da parte del cliente, atteso che la nullità protettiva di cui all'art. 23 T.u.f., e i suoi effetti, operano ad esclusivo vantaggio di esso. Conseguentemente, l'intermediario non può avvalersi degli effetti diretti della dichiarata nullità e non è legittimato ad agire in via riconvenzionale o in via autonoma ex artt. 1422 e 2033 cod. civ. Tuttavia, in funzione riequilibrativa del rapporto intermediario-cliente soccorre l'eccezione

⁷⁶ L'espressione è di DALMARTELLO, *La nullità di protezione ex art. 23 Tuf tra uso selettivo e buona fede del cliente*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, I, pp. 32-39, spec. p. 33.

⁷⁷ Cfr. punto 24 della motivazione di Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit.

di difetto di buona fede⁷⁸, che l'intermediario può opporre al cliente per evitare che l'uso selettivo del rimedio della nullità di protezione, limitato solo ad alcuni ordini di acquisto eseguiti in base al contratto quadro viziato, procuri al cliente vantaggi economicamente non giustificati (cfr. *infra*)⁷⁹.

*

iv. La nullità in favore del cliente nei contratti derivati. Cenni

Come visto, il rimedio della nullità è in via generale negato per le ipotesi di violazione delle regole di condotta da parte degli intermediari, trovando al riguardo spazio esclusivamente l'azione risarcitoria. Tuttavia, tale paradigma risulta sovvertito nel particolare settore della contrattazione di strumenti finanziari derivati, dove parte della giurisprudenza ha riportato al centro della tutela del risparmiatore tradito proprio il rimedio della nullità, invece escluso dalla pronuncia delle sezioni unite del 2007. Sul punto, necessariamente trattato per sommi capi in questa sede (stante la vastità del tema), va premesso che il contenzioso su queste fattispecie contrattuali è alluvionale e ancora

⁷⁸ È importante notare, tuttavia, che il richiamo – se non anche l'uso – fatto da Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit., al principio di buona fede in ottica riequilibratrice degli effetti selettivi della nullità del contratto di intermediazione finanziaria riconosciuti al cliente, risulti invero del tutto improprio (cfr. *infra*).

⁷⁹ Con la importante precisazione, però, che un tale uso selettivo *non è di per sé* contrario al canone di buona fede oggettiva, ma potrebbe rivelarsi tale dall'esame in concreto degli investimenti posti in essere e dalla loro complessiva cubatura. In particolare, cfr. punto 22.2 della motivazione di Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit., ove si legge: “*Ove si ritenga che l'uso selettivo delle nullità di protezione sia da stigmatizzare ex se, come contrario alla buona fede, solo perché limitato ad alcuni ordini di acquisto, si determinerà un effetto sostanzialmente abrogativo del regime giuridico delle nullità di protezione, dal momento che si stabilisce un'equivalenza, senza alcuna verifica di effettività, tra uso selettivo della nullità e violazione del canone di buona fede*”; e punto 22.3 motivazione: “*Al fine di modulare correttamente il meccanismo di riequilibrio effettivo delle parti contrattuali di fronte all'uso selettivo della nullità di protezione, non può mancare un esame degli investimenti complessivamente eseguiti, ponendo in comparazione quelli oggetto dell'azione di nullità, derivata dal vizio di forma del contratto quadro, con quelli che ne sono esclusi, al fine di verificare se permanga un pregiudizio per l'investitore corrispondente al petitum azionato. In questa ultima ipotesi deve ritenersi che l'investitore abbia agito coerentemente con la funzione tipica delle nullità protettive, ovvero quella di operare a vantaggio di chi le fa valere*”.

non ha prodotto un orientamento giurisprudenziale univoco, laddove si fronteggiano due differenti filoni; l'uno riconoscendo – appunto – la nullità del contratto a fronte della (sostanziale) violazione delle regole di condotta da parte dell'intermediario, l'altro riconducendo invece nell'alveo della responsabilità contrattuale le medesime violazioni.

Con riferimento al primo orientamento, possono sintetizzarsi di seguito le diverse fattispecie di *nullità* individuate: a) nullità per *mancaza di causa* dei contratti derivati che siano strutturati in modo tale da allocare a carico del cliente una probabilità di sopportazione delle perdite estremamente elevata rispetto alla probabilità di ottenere vantaggi⁸⁰; b) nullità della *causa concreta* per non meritevolezza ex art. 1322 cod. civ. nei casi in cui il contratto derivato, stipulato con finalità di copertura si riveli, invece, in concreto inidoneo a realizzare tale scopo⁸¹; c) nullità per *mancaza di accordo sull'oggetto del contratto*, con riferimento in particolare al c.d. *mark to market* del contratto derivato⁸², che viene qualificato come oggetto del contratto derivato (o comunque elemento essenziale dell'accordo). In particolare, nel caso in

⁸⁰ In particolare, si richiede che per poter essere dotato di causa esistente o comunque lecita il contratto debba prevedere un'alea razionale e non un'alea che probabilisticamente sia talmente elevata da non consentire di ravvedere una causa sufficiente a sorreggere le reciproche prestazioni. Cfr. App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, in *Soc.*, 2014, 441.

⁸¹ Cfr. Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in *Corr. giur.*, 2018, 339, che ha affermato come in presenza di contratti derivati – sprovvisti di disciplina normativa – debba essere svolta una valutazione di meritevolezza della causa alla luce sia del generale dovere di proseguire l'interesse del cliente e del mercato (artt. 21 e 26 T.u.f.), sia della definizione data dalla Consob di derivato di copertura: l'esito negativo di tale verifica (che deve essere necessariamente svolta) può portare ad una valutazione di nullità per illiceità della causa del contratto. Cfr. anche Trib. Roma, 3 marzo 2020, in *Il Caso.it*: “*In mancanza della prova circa la funzione di copertura del derivato – gravante sulla banca – il contratto dovrà considerarsi nullo per mancanza di causa in concreto ai sensi e per gli effetti dell'art. 1322 comma 2° cod. civ.*”.

⁸² Inteso come la sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi sulla base delle condizioni dell'indice di riferimento al momento della sua quantificazione, è parte integrante del contratto derivato, al pari della formula che consente di determinarlo. Detta formula necessita di essere sviluppata attraverso un procedimento matematico che attualizzi quello che, in base allo scenario economico, appare essere il prevedibile svolgimento del rapporto.

cui non risulti l'accordo su tale elemento, ovvero sul modo di determinare tale elemento, il contratto dovrà essere dichiarato nullo per difetto di accordo sull'oggetto del contratto o sulla sua determinabilità, o ancora per mancanza dell'oggetto o della causa⁸³; d) nullità per mancata indicazione degli scenari probabilistici⁸⁴.

A tale orientamento “*di nullità*” se ne contrappone un altro che invece identifica nel rimedio risarcitorio la tutela esperibile dal cliente in presenza di violazioni delle regole di condotta da parte dell'intermediario. Sotto questo profilo, è stata affermata la possibile riconducibilità dei contratti derivati OTC (*over the counter*) – i.e. non standardizzati e dunque acquistabili a prezzi di mercato – ad un'attività, di fatto, di tipo consulenziale dell'intermediario nella definizione del contenuto del prodotto. Ciò implica che l'intermediario dovrà valutare l'adeguatezza del contratto in relazione alle caratteristiche specifiche del contratto, alle finalità perseguite in concreto dal cliente e alla sopportabilità da parte dello stesso dei rischi insiti nel contratto derivato e che, dunque, debba astenersi dallo stipulare il contratto derivato ritenuto inadeguato (cfr. sulla valutazione di adeguatezza,

⁸³ Cfr. Trib. Milano, 14 luglio 2021, n. 6157, in *Dejure.it*; Corte. App. Milano, 25 settembre 2018, n. 4242, in *Dejure.it*: “*Il mark-to-market, inteso come il valore probabilistico che si assegna ex ante al differenziale a scadenza del derivato, calcolato sulla base di determinati criteri, costituisce un elemento essenziale del contratto, rappresentandone l'oggetto*”.

⁸⁴ Cfr. sul punto Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770, in *Dejure.it*: “*Ai fini del giudizio di meritevolezza dei contratti IRS di cui all'art. 1322 c.c. va accertato se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza questo genere di “scommesse razionali” sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali, intese come specie evoluta delle antiche scommesse di pura abilità. E tale accordo non deve limitarsi al mark to market, ma investire, altresì, gli scenari probabilistici, poiché il primo è semplicemente un numero che comunica poco in ordine alla consistenza dell'alea. Esso dovrebbe concernere la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa misura dei costi pur se impliciti*”.

infra, parte terza, par. 1, lett. b)⁸⁵. Inoltre, si è anche ritenuto che il corretto adempimento dei doveri informativi da parte dell'intermediario implica la comunicazione del *mark to market* del derivato al cliente, quale elemento da apprezzare in sede di valutazione dei rischi insiti nel contratto, ma non quale oggetto del contratto derivato⁸⁶. L'intermediario, per poter adempiere correttamente ai propri doveri di agire nell'interesse del cliente, dovrebbe poi anche informare il cliente delle c.d. commissioni implicite inerenti il contratto derivato.

Il rimedio risarcitorio consente di applicare *mutatis mutandis* alla fattispecie *de quo* le medesime regole che caratterizzano la particolare azione di risarcimento danni promossa dal cliente nei confronti dell'intermediario (e per i cui tratti si rinvia *infra*, cfr. parte terza, par. 2, lett. a) in caso di violazione dei doveri di condotta da parte di quest'ultimo.

Il riferimento è al regime probatorio dell'inadempimento addebitato all'intermediario, alla dimostrazione del nesso causale (materiale e giuridico), e alla quantificazione del danno (v. *infra*, parte terza, par. 2, lett. a). Ne discende che la domanda di risarcimento del danno relativa alla stipulazione di un contratto derivato non adeguato rispetto alle finalità perseguite dal cliente sarà quindi facilitata dalla presunzione assoluta di nesso di causalità tra inadempimento e danno (perché l'intermediario ha violato un proprio obbligo di astensione, cfr. *infra*, parte terza, par. 1, lett. b). Per converso, in applicazione dei criteri sulla quantificazione del danno, si dovrà comunque tener conto – ove ciò emerga – dei costi che il cliente avrebbe sopportato ove fosse stato stipulato un contratto derivato adeguato in relazione al

⁸⁵ Cfr. App. Milano, 11 novembre 2015; App. Napoli, 25 novembre 2015, entrambe in *ILCaso.it*.

⁸⁶ Trib. Mantova, 18 luglio 2019, *ILCaso.it*.; App. Milano, 27 dicembre 2018, n. 5788, in *Dejure.it*: “*Il mark-to-market, rappresentando il valore di sostituzione del derivato in un dato momento, rappresenta un elemento diverso dall'oggetto contrattuale*”.

perseguimento delle finalità del cliente⁸⁷. Inoltre, potrà trovare applicazione l'art. 1227 cod. civ. nei casi in cui il cliente abbia consapevolmente sollecitato la stipulazione di operazioni ad alto rischio che l'intermediario avrebbe dovuto rifiutarsi di compiere perché inadeguate, ciò che accade, ad es., laddove intervenga una chiusura e riapertura di contratti derivati sollecitati dal cliente al fine di rientrare delle perdite maturate in presenza di contratti derivati di copertura che non siano il frutto di violazione di regole di condotta. Ovviamente, troverà comunque applicazione il rimedio risolutorio nei casi di inadempimento dell'intermediario di non scarsa importanza, con possibilità per l'investitore di ottenere in restituzione gli importi investiti. Sul punto, l'art. 1458, comma 2, cod. civ., potrebbe impedire il recupero di quelle prestazioni patrimoniali periodiche tipiche dei contratti derivati (specie degli *interest rate swap* ove si è in presenza di uno scambio costante di flussi di denaro), sia ai contratti derivati chiusi al fine di essere rinnovati. Tuttavia, il fatto che i derivati stipulati a seguito dell'estinzione di un contratto precedente generalmente sono quelli che innescano in concreto le maggiori perdite rendono la problematica sul piano pratico meno rilevante. Va infine sottolineato che, sia in relazione all'azione risarcitoria, sia in relazione a quella risolutoria l'importo dei danni dovrà tenere conto dei vantaggi patrimoniali che il contratto derivato ha apportato al cliente⁸⁸.

*

⁸⁷ Cfr. Collegio Arbitrale di Bologna, 10 febbraio 2017, inedita, per il quale “L'effettività del danno deve consistere nella sommatoria degli esborsi inutilmente sostenuti per differenziali conseguiti ad un contratto derivato che non aveva un'adeguata funzione di copertura, ma al netto del costo di un'operazione di adeguata copertura pacificamente voluta dalle parti. Il danno effettivo da liquidare deve corrispondere alla differenza tra il costo prevedibile di una copertura inadeguata e il costo conosciuto di una copertura adeguata al tasso soglia prescelto”.

⁸⁸ Cass., 29 marzo 1999, n. 2956, in *Giust. civ.*, 2000, I, 3303, per la quale: “il danno va ragguagliato al minor vantaggio o al maggior aggravio economico subito dall'attrice, salvo la prova di ulteriori danni che risultino collegati a tale comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto”.

B) L'ANNULLABILITÀ DELLE NEGOZIAZIONI

Occorre ora indagare il rapporto tra la fattispecie del contratto di investimento avente ad oggetto la prestazione dei servizi di investimento e il rimedio dell'annullabilità negoziale. Rimedio, questo, che, mentre pare di difficile prospettazione con riferimento al contratto quadro regolante lo svolgimento dei servizi di esecuzione, appare decisamente più plausibile laddove sia dedotto dall'investitore un vizio del consenso nella conclusione del contratto regolante la gestione di portafogli ovvero dello specifico accordo integrante la concreta operazione in strumenti finanziari.

Tale ultima ipotesi ha riscosso un certo consenso in dottrina, ove la violazione da parte dell'intermediario dei propri obblighi informativi è reputata idonea ad incidere sul processo di formazione della volontà dell'investitore⁸⁹.

Viceversa, la tesi ha avuto decisamente minor seguito in giurisprudenza dove, nonostante l'apertura in tal senso mostrata dalle Sezioni Unite (secondo cui la violazione dei doveri di comportamento dell'intermediario è astrattamente idonea “*ad influire sul consenso della controparte contrattuale, inquinandolo*”)⁹⁰, solo sporadicamente è

⁸⁹ In questo senso, BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Contr.*, 2006, 5, 476; GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, pp. 40 ss.; Id., *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, cit., 393 ss., spec. 401 ss.; MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2008, 4, pp. 406 e ss.; MANCINI, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1, 51 ss.; SANGIOVANNI, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, in *Soc.*, 2006, 5, pp. 607 ss.; GOBBO, *Le sanzioni applicabili alla violazione delle regole di condotta in tema di investimenti mobiliari: la prima pronuncia nomofilattica su nullità e responsabilità contrattuale*, nota a Cass. civ., ss. uu., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Giur. comm.*, 2008, II, 366 s.; ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, cit., 114 ss.; MAGGIOLLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., 501 ss.; Ibid, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 499.

⁹⁰ Cass. civ., ss. uu., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, cit.

stata accolta la domanda di annullamento del contratto particolare, talvolta assumendo che la condotta inadempiente dell'intermediario integrasse gli estremi del comportamento doloso⁹¹, più spesso motivando sulla base della sussistenza di un errore essenziale in capo all'investitore⁹².

Sotto questo profilo, più recentemente la giurisprudenza di legittimità ha notato come, con riferimento alla domanda di annullamento ex artt. 1429 e 1439 cod. civ. – che in ogni caso è normalmente ricollegata dagli investitori alla pretesa violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario – la condotta del prestatore di servizi potrebbe, al più, rilevare in termini di inadempimento contrattuale, ma non in termini di vizio del consenso (cfr., in relazione alla precedente normativa, ma il principio rimane comunque valido, Cass., 19 ottobre 2012, n. 18039, in *Dejure.it*). In particolare, Cass. 18039/2012 ha espressamente affermato che: *“In tema d'intermediazione finanziaria, le informazioni che devono essere preventivamente fornite dall'intermediario, a norma dell'art. 6 della previgente l. 2 gennaio 1991 n. 1, non riguardano direttamente la natura e l'oggetto del contratto, ma gli elementi utili per valutare la convenienza dell'operazione e non sono quindi idonee ad integrare l'ipotesi di mancanza di consenso; deve, pertanto, essere esclusa non*

⁹¹ Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *Giur. it.*, 2006, 3, 521 ss., con nota di G. COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, ivi, pp. 537 ss.

⁹² Trib. Milano, 28 maggio 2005, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 4, 499 ss., con nota di SPADARO, *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, ivi, pp. 506 ss., che ha ravvisato un errore sull'oggetto del contratto. Nello stesso senso, Trib. Ancona, 12 aprile 2007 e Trib. Parma, 16 giugno 2005, entrambe in *Il Caso.it*.

Si v., poi, Trib. Parma, 6 dicembre 2006, *ibidem*, per un'ipotesi di errore sulla natura del contratto; Trib. Lanciano, 30 aprile 2007 e Trib. Napoli, 7 novembre 2006, *ibidem*, per un caso di errore sulla qualità dell'oggetto della prestazione; Trib. Taranto, 1 luglio 2008, *ibidem*, per una fattispecie di errore sulla identità del contratto *“ovvero su una qualità dell'oggetto della prestazione, intesa come conformazione giuridica e materiale del titolo acquistato”*.

solo la nullità del contratto per mancanza di uno dei requisiti fondamentali previsti dall'art. 1325 c.c., qual è il consenso-accordo, ma anche la sua annullabilità per errore, come nel caso in cui l'investitore si dolga di aver acquistato non un titolo diverso, o con caratteristiche diverse, da un altro, ma un titolo privo del positivo andamento sperato, così prospettando una valutazione che rimane confinata nel campo dei motivi”.

In ogni caso, la prassi ha dimostrato come non sia facilmente dimostrabile da parte dell'investitore, in relazione all'ipotesi di vizio del consenso per dolo ex art. 1439 cod. civ., che l'intermediario convenuto, ad esempio, abbia artificiosamente indotto i clienti ad acquistare i titoli oggetto di causa per arrecare loro un danno; né in ogni caso – è stato evidenziato⁹³ – tale prova potrebbe desumersi dalla situazione di default della banca emittente successivamente emersa⁹⁴.

In specie, e comprendendo anche il profilo del dolo omissivo⁹⁵,

⁹³ Trib. Bari 8 marzo 2016, n. 1274, in *www.expartecreditoris.it*.

⁹⁴ Come noto, per la rilevanza in termini di dolo della condotta di una delle parti sono tradizionalmente richiesti l'*animus decipiendi*, cioè l'intenzionalità del comportamento, che si estrinsechi in raggiri, cioè in un insieme di manovre ed artifici idonei a trarre in inganno, la caduta in errore dell'altra parte ed il nesso di causalità fra la condotta del soggetto agente e l'errore della vittima. Va poi ricordato che l'adeguatezza dei mezzi utilizzati deve essere valutata in relazione all'ordinaria diligenza dell'uomo medio ed al normale buon senso della controparte (cfr. Cass., 23 giugno 2009, n. 14628, in *Dejure.it*); in tale contesto va ribadito che non è comunque tutelabile il supino affidamento, da parte della pretesa vittima, nelle parole altrui (cfr. Cass., 27 ottobre 2004, n. 20792, in *Dejure.it*), vieppiù nei casi di operazioni di investimento che prevedono rilevanti interessi in gioco.

⁹⁵ È noto che la figura del dolo omissivo ricorra nelle ipotesi in cui una parte ometta di evidenziare all'altra parte l'errore in cui quest'ultima fosse eventualmente caduta.

In particolare, il dolo omissivo non è integrato dal mero silenzio o dalla mera reticenza, in quanto si richiede allo scopo che il comportamento passivo si sia inserito in una condotta configurabile, nel complesso, quale malizia o astuzia volta a realizzare l'inganno perseguito (cfr. Cass., 18 ottobre 1991, n. 11038, in *Dejure.it*). Il connotato essenziale del dolo invalidante si sostanzia, dunque, nella volontaria realizzazione, ad opera di una parte, di un'alterazione nella rappresentazione delle situazioni determinanti sulla formazione del consenso della controparte, al fine di coartarne la libera determinazione; per contro il semplice silenzio, anche su situazioni di interesse della controparte, e la reticenza non immutano la rappresentazione della realtà, ma si limitano a non contrastare la percezione della realtà alla quale sia pervenuto l'altro contraente, con la conseguenza che il dolo omissivo, in buona

poi, risulta particolarmente arduo l'onere probatorio posto in capo all'attore laddove, in ipotesi, lo stesso dovesse essere costretto a provare che l'intermediario abbia avuto quale scopo specifico della negoziazione il voler disfarsi di titoli ormai “*finanziariamente pericolosi*” presenti nel suo portafoglio, così da poter da ciò indurre che lo stesso intermediario possa aver usato ovvero aver avuto interesse ad usare artifici per far acquistare a tutti i costi dal cliente i suddetti titoli.

Anche il motivo di annullamento del contratto relativo all'errore essenziale e riconoscibile (cfr. artt. 1428, 1429 e 1431 cod. civ.) risulta di difficile applicazione nell'alveo del contenzioso in materia di contratti finanziari. Invero, la predetta censura è normalmente sollevata dagli investitori in relazione al fatto che l'intermediario non avrebbe precisato loro l'effettiva rischiosità dello specifico strumento finanziario acquistato, nonostante l'insieme di conoscenze che, in qualità di operatore qualificato e specializzato nel mercato finanziario, l'intermediario convenuto non poteva non aver acquisito; quindi – in tesi – la mancata informazione dovrebbe incidere in maniera determinante sul processo di formazione della volontà negoziale degli investitori.

Sul punto, deve in ogni caso premettersi che l'investitore dovrebbe premunirsi di specificare in quali termini l'errore sia caduto, e cioè se ex art. 1429, comma 1, n. 2 cod. civ. lo stesso rilevi sull'identità ovvero su una qualità dell'oggetto della prestazione, intesa nel senso di conformazione giuridica e materiale del titolo acquistato, e non sulla maggiore o minore convenienza economica dell'affare, ipotesi che certamente esula dalla previsione degli artt. 1427 e ss. cod. civ.⁹⁶.

sostanza, si concretizza ed assume giuridico rilievo solo quando si inserisca in un complesso comportamento adeguatamente preordinato, con malizia o astuzia, a realizzare l'inganno perseguito, determinando l'errore della vittima.

⁹⁶ Cfr. Cass., 3 aprile 2003, n. 5139; Cass., 1 luglio 1997, n. 5900, ambedue in *Dejure.it*.

Ad ogni buon conto, anche ammettendo che la volontà degli investitori sia viziata al momento dell'acquisto dei titoli, va rilevato che il negozio dovrebbe comunque essere considerato tacitamente convalidato per avere gli stessi investitori (nella normalità dei casi) realizzato profitti dall'investimento contestato, con la riscossione dei ricavi cedolari⁹⁷.

*

C) IL RIMEDIO RISOLUTORIO: LA RISOLUZIONE DEI SINGOLI ORDINI DI INVESTIMENTO

L'ultimo dei rimedi demolitori a disposizione del cliente è quello della risoluzione del contratto di investimento laddove sia presente un grave inadempimento ai doveri di condotta da parte dell'intermediario. Si tratta di un rimedio di particolare importanza per l'investitore, in quanto, come noto, in base ai principi generali comporta che le parti – eccezion fatta per le prestazioni effettuate in forza di eventuali contratti di investimento che possano essere qualificati a esecuzione continuata o periodica, cfr. art. 1458, comma 2, cod. civ. – debbano essere poste nella situazione antecedente al contratto. Ciò implica che il cliente che abbia esperito con successo l'azione risolutoria, al pari di quanto accade per le azioni di nullità e annullamento, dovrebbe recuperare per intero – e, a rigore, senza alcun intervento correttivo ai sensi dell'art. 1227 cod. civ. – le perdite patrimoniali subite e, in aggiunta, potrebbe anche richiedere il risarcimento del danno subito. Ne discende una tutela maggiormente protettiva rispetto a quella di tipo meramente risarcitorio, e ciò in quanto l'inadempimento che consente di accedere al rimedio risolutorio deve essere necessariamente di non scarsa importanza.

⁹⁷ Cfr. Cass., 27 marzo 2001, n. 4441, in *Dejure.it*, sull'ammissibilità della convalida tacita nel caso di vizio comportante l'annullabilità del contratto.

Ciò brevemente posto, e rimandando l'analisi dei punti comuni con l'azione di risarcimento danni – quali il nesso causale e la tematica dell'onere della prova dell'inadempimento – al prosieguo della trattazione (cfr. *infra*, parte terza, par. 2), è opportuno ora analizzare l'effettiva portata del rimedio in esame alla stregua della particolare struttura del contratto di investimento. Ed è proprio l'elemento strutturale del contratto di investimento, bifasico e a doppio livello, che impone di analizzare in questa prima parte del lavoro il rimedio risolutorio, in quanto, come si vedrà subito, la segmentazione negoziale tra contratto quadro e singoli ordini di investimento ha sollevato non pochi dubbi sulla stessa configurabilità del rimedio in esame con particolare riferimento all'ordine di investimento impartito dal cliente all'intermediario.

L'analisi della fattispecie risolutoria nell'alveo del contratto di investimento, impone allora di partire dalla già più volte richiamata sentenza “*Rordorf*” del 2007 (Cass., sez. un., nn. 26724 e 26725/2007, cit.), vera e propria pietra angolare in *subiecta materia*.

Come visto, tale pronuncia ha sancito che dalla violazione dei doveri di comportamento che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario discende la responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, per le violazioni in sede di formazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti, ovvero la responsabilità contrattuale, con relativo obbligo risarcitorio ed eventuale risoluzione del predetto contratto, per le violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione, ma non la nullità di quest'ultimo o dei singoli atti negoziali conseguenti, in difetto di previsione normativa in tal senso.

Tuttavia, le Sezioni Unite non hanno chiarito se, a fronte di una violazione grave intercorsa *dopo* la stipulazione del contratto quadro, il cliente abbia l'onere di chiedere la risoluzione del contratto quadro o possa chiedere direttamente la risoluzione del singolo ordine di investimento.

In particolare, come già evidenziato, spesso accade che nell'ambito del rapporto di investimento il cliente subisca un pregiudizio (i.e. una perdita) per taluno o addirittura uno solo degli ordini di investimento negoziati dall'intermediario per suo conto.

Così, è evidente che in una tale situazione l'investitore non ha interesse a chiedere la risoluzione dell'intero rapporto (aggredendo il contratto quadro), ma può avere interesse a chiedere la risoluzione del singolo ordine di investimento.

*

i. Inammissibilità della risoluzione del singolo ordine di investimento

Invero, già prima della richiamata sentenza "*Rordorf*" del 2007, l'ammissibilità dell'azione di risoluzione del singolo ordine di investimento da parte del risparmiatore veniva diversamente intesa dagli interpreti⁹⁸.

Il dibattito si è ancor più acuito dopo che le Sezioni Unite del 2007, come anticipato, non hanno direttamente analizzato la questione. Contro l'ammissibilità di una tale azione si sono fatti valere diversi argomenti.

⁹⁸ Favorevoli all'autonoma risolvibilità degli ordini di investimento, cfr. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario prima e dopo la MIFID*, cit., p. 485; Id, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, cit., pp. 896 e ss; *Contra v.* GALGANO, *I contratti di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. e impr.*, 2008, pp. 1 e ss; Id, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e impr.*, 2005, pp. 889 e ss. Sul punto cfr. anche GIUDICI, *Contratti per servizio di investimento*, cit., pp. 1118 e ss., che sintetizza il dibattito.

A tal riguardo, è stato in primo luogo affermato che il singolo ordine di investimento, non essendo un contratto, semplicemente non potrebbe essere risolto. Secondo questa impostazione, come si dirà appena di seguito, la domanda di risoluzione negoziale di una determinata operazione finanziaria non sarebbe in principio ammissibile, trovando le obbligazioni di informare il cliente fonte esclusiva nel contratto di intermediazione finanziaria e non già nell'ordine di investimento.

In ogni caso, si è sostenuto che, anche a voler attribuire dignità negoziale al singolo ordine di investimento, lo stesso non sarebbe ugualmente risolvibile, posto che le violazioni tipicamente imputabili all'intermediario⁹⁹, pur essendo successive al contratto quadro, sono comunque precedenti rispetto al singolo ordine di investimento¹⁰⁰. Pertanto, in relazione al singolo ordine, tali violazioni potrebbero dare luogo a una responsabilità precontrattuale dell'intermediario ed eventualmente, qualora ne sussistano i presupposti, anche all'annullamento del singolo ordine di investimento. Invece, esse non potrebbero mai dare luogo alla sua risoluzione, atteso che non costituiscono un inadempimento del contratto quadro¹⁰¹.

Sotto questo profilo – e indipendentemente da come si voglia intendere il rapporto negoziale di investimento – è stato infatti ritenuto

⁹⁹ Ad esempio, la scorretta informazione in merito alla natura e alle caratteristiche dello strumento finanziario oggetto dell'investimento e, la raccomandazione di un'operazione inadeguata al profilo di rischio del cliente, etc.

¹⁰⁰ Cfr. Corte App. Firenze, 23 maggio 2012, in *Corr. del merito*, n. 11/2012, con nota di BENCINI, pp. 1011 e ss.; v. *in terminis* Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 1239 con nota di MUCCIOLI, *Intermediazione finanziaria e strumenti di tutela degli investitori*; Trib. Trani, 10 ottobre 2006, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, 621; Trib. Pistoia, 19 febbraio 2009; Trib. Palermo, 25 febbraio 2009; Trib. Lucca, 18 luglio 2011; Trib. Bari, 21 novembre 2011; App. Genova, 28 novembre 2011, Trib. Torino, 30 aprile 2012, inedite.

¹⁰¹ Cfr. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. Giur.*, 2008, pp. 120 e ss.; BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009, pp. 42 e ss.

non aggredibile il singolo ordine di investimento, consentendo così la sopravvivenza del contratto quadro. Invero, ogni acquisto genera a carico dell'intermediario impegni traslativi, non obblighi informativi, i quali rispetto ad esso sono “precontrattuali” proprio perché esistono prima dell'ordine, essendo funzionali alla sua soddisfacente conclusione¹⁰²; d'altronde, si nota, non si può risolvere un contratto per violazione di obblighi che non nascono dal contratto stesso, configurandosi altrimenti una risoluzione “a metà”¹⁰³.

Non vi è, in altre parole, inadempimento derivante dal singolo ordine di acquisto, e cioè l'obbligo di darvi esecuzione, l'obbligo di attribuire i titoli o i risultati monetari dell'operazione di acquisto o vendita del cliente, e così via¹⁰⁴. Può, invece, parlarsi di violazione di regole che, precedendo l'ordine, non possono per ciò solo fondare una sua risoluzione per inadempimento¹⁰⁵.

Si confondono, altrimenti, due piani che debbono essere, per vero, mantenuti distinti: quello delle obbligazioni scaturenti dal contratto quadro, e quello delle obbligazioni derivanti dalla specifica operazione finanziaria.

Se, infatti, la pretesa carenza di informazioni si colloca in un momento precedente alla formazione della volontà contrattuale dell'investitore circa la desiderata operazione di investimento,

¹⁰² In dottrina sul punto cfr. MAGGIOLO, *Trattato di diritto civile e commerciale. Servizi e attività di investimento*, cit., p. 500, il quale reputa non troppo accorta la giurisprudenza che prospetta la soluzione della risoluzione per inadempimento dell'ordine di investimento. In argomento, cfr. TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra “nullità virtuale”, culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, p. 630. QUARGNOLO, *Investimento obbligazionario e diligenza degli intermediari finanziari tra validità del contratto e responsabilità della banca*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, p. 48.

¹⁰³ Cfr. Trib. Bari, 8 marzo 2016, n. 1274, in *DeJure.it*.

¹⁰⁴ MAGGIOLO, *Trattato di diritto civile e commerciale. Servizi e attività di investimento*, cit., p. 524.

¹⁰⁵ ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. Giur.*, 2008, pp. 120 e ss.; BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009, pp. 42 e ss.

soccorrono a sua tutela non già il rimedio della risoluzione per inadempimento dell'ordine, ma altri istituti quali, a seconda dei casi, l'annullamento per errore, violenza, dolo, la responsabilità ex art. 1337 cod. civ. o la tutela risarcitoria da responsabilità contrattuale per essere stati violati gli obblighi nascenti dal contratto quadro perfezionato fra le parti “*a monte*”.

E tanto perché soltanto nel contratto quadro sono cristallizzati, sotto il profilo normativo, i poteri ed i doveri delle parti, le competenze ed i limiti, e sotto quello economico, le specifiche condizioni per lo svolgimento dei servizi prestati.

Sotto il profilo rimediabile, le considerazioni fin qui esposte inducono pertanto a ritenere ammissibile una domanda di risoluzione dell'ordine di investimento soltanto se subordinata a quella di risoluzione del contratto quadro di intermediazione finanziaria. Richieste queste destinate a trovare accoglimento qualora sia accertata giudizialmente un'effettiva violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario, poi caratterizzata dalla gravità di cui all'art. 1455 cod. civ.

E per valutare se l'inadempimento sia o meno configurabile, ci si dovrebbe inevitabilmente interrogare sulla qualità e quantità del flusso informativo fruibile, al tempo dell'acquisto, dall'intermediario e destinato al cliente, nonché sui livelli di effettiva percezione dello stesso.

In tali termini, l'omessa informativa in riferimento ad uno specifico investimento non può integrare *de plano* il requisito della gravità di cui all'art. 1155 cod. civ., dovendo l'indagine avere riguardo all'intero portafoglio finanziario dell'investitore, al fine di pesare l'incidenza del comportamento dell'intermediario sia rispetto alla

singola fattispecie contestata in giudizio, sia nell'ambito del rapporto contrattuale considerato nel suo complesso¹⁰⁶.

Infine, come ulteriore argomento a favore dell'inammissibilità del singolo ordine di investimento, si è sostenuto che, nella normalità dei casi, il cliente non acquista lo strumento finanziario dall'intermediario, ma lo acquista da un terzo.

Sicché, in tali ipotesi, la risoluzione dell'ordine non sarebbe comunque utile per il cliente, dal momento che l'intermediario non potrebbe essere condannato a restituire la somma investita per l'acquisto dello strumento finanziario oggetto dell'ordine di investimento risolto¹⁰⁷. In tali circostanze, sotto il profilo della condanna alla restituzione del *quantum* investito, vi sarebbe addirittura un difetto di legittimazione passiva dell'intermediario.

*

ii. La soluzione adottata dalla giurisprudenza maggioritaria: la risolubilità delle singole negoziazioni

La giurisprudenza si è tuttavia assestata su posizioni più attente alla tutela sostanziale del risparmiatore tradito.

In particolare, con un orientamento (soprattutto di legittimità) ormai prevalente (e condivisibile), la giurisprudenza ha evidenziato che a fronte dell'inadempimento dell'intermediario degli obblighi imposti dalla normativa di legge e di regolamento Consob, l'investitore, contraente non inadempiente, ben può agire per la sola risoluzione dei singoli ordini di investimento nei quali il detto inadempimento si è consumato, fermo comunque restando il necessario riscontro che trattasi, in concreto, di inadempimento di non scarsa importanza

¹⁰⁶ Cfr. Trib. Bari, 8 marzo 2016, n. 1274, cit.

¹⁰⁷ La considerazione è contenuta in AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini di investimento*, in *Le Società*, 5/2018, pp. 617 ss., spec. p. 621.

rispetto all'ordine per il quale si è verificato¹⁰⁸.

Tale possibilità – sottolinea la giurisprudenza – non deriva dalla sussistenza di una speciale normativa di protezione dell'investitore o di favore per il medesimo, ma discende, piuttosto – a detta della stessa giurisprudenza che se ne è occupata¹⁰⁹ –, da un'indicazione che trova la sua fonte di base nelle regole proprie del comune diritto contrattuale.

Difatti, per arrivare al risultato sostanziale maggiormente favorevole all'investitore (cioè la caducazione del singolo ordine di investimento), la giurisprudenza non fa applicazione di norme “*speciali*” né tantomeno (almeno non vistosamente) “*piega*” istituti tradizionali allo scopo di tutelare il risparmiatore, parte debole del rapporto negoziale, come invece è accaduto per la nullità selettiva, cfr. *infra*. Si badi, tale approccio – soprattutto nel contenzioso in materia di prodotti finanziari – è tutt'altro che scontato, laddove in più occasioni, allo scopo di tutelare la posizione del risparmiatore, la stessa giurisprudenza di legittimità (anche a Sezioni Unite) ha manifestamente snaturato – e si può dire “*reinventato*” – istituti tradizionali del diritto

¹⁰⁸ Cfr. in particolare sul punto Cass. 9 agosto 2016, n. 16820; Cass. 23 maggio 2017, n. 12937; Cass. 27 aprile 2016, n. 8394; Cass. (Ord.) 19 aprile 2018, n. 9763, in *DeJure.it*. V. anche l'orientamento della giurisprudenza di merito secondo cui l'ordine di acquisto può essere dichiarato risolto per grave inadempimento dell'intermediario in quanto rappresenta un contratto dotato di un'autonoma rilevanza causale, costituita dal trasferimento degli strumenti finanziari compravenduti. A sostegno di questo punto d'arrivo, viene segnalato nelle pronunce esaminate che è soltanto al momento della scelta del titolo da acquistare e non prima, che l'investitore esprime consapevolmente la propria volontà, con piena accettazione del rischio. Non è dato difatti sapere nel contratto quadro il tipo di strumento finanziario in seguito prescelto dal cliente, rimanendo allora ivi indeterminata la res oggetto della prestazione, cfr., *ex multis*, Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Contratti*, 2005, 8; Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 605; App. Milano, 15 aprile 2009, in *www.ilcaso.it*. Più recentemente, v. Trib. Firenze, 16 novembre 2011, 2 dicembre 2011, 17 gennaio 2012, 24 aprile 2012, inedite.

¹⁰⁹ Spec. Cass., 23 maggio 2017, n. 12937, cit.

civile, da ultimo riscrivendo lo stesso concetto di buona fede¹¹⁰.

Venendo agli argomenti per cui l'ordine di investimento a valle del contratto di investimento può essere caducato dal cliente senza necessariamente demolire anche il contratto quadro, la prima e fondamentale ragione risiede (ovviamente) nell'intendere il negozio di investimento quale autonomo contratto. Ed invero, accertato il doppio livello negoziale tra contratto quadro e ordine di investimento, la risolubilità del singolo ordine discende *recta via* dalla valenza negoziale e dall'autonomia funzionale dello stesso rispetto al contratto quadro da cui promana.

Su di un piano ancor più generale, si è anche notato come nei rapporti contrattuali di carattere complesso (quale è quello del contratto di investimento), nel caso in cui le prestazioni inadempite possano essere separate da quelle adempite, la parte che ha subito l'inadempimento non ha l'onere di risolvere l'intero rapporto, ma può risolverlo con esclusivo riferimento alla parte rimasta inadempita. In particolare, l'inadempimento di una delle prestazioni o di una parte delle prestazioni ben può non incidere sull'interesse del contraente adempiente a conservare le utilità che il relativo contratto gli ha già procurato o che comunque è idoneo a procurargli¹¹¹.

Diversamente, il diritto di scelta tra la conservazione e la risoluzione del contratto verrebbe attribuito alla parte inadempiente e non a quella adempiente, come espressamente disposto dall'art. 1453 cod. civ.¹¹².

¹¹⁰ Il riferimento è appunto alla sentenza della Cassazione a Sezioni Unite n. del 4 novembre 2019, n. 28314, che ha deciso la questione sulla nullità selettiva, cfr. *supra*, par. 5, lett. a).

¹¹¹ Su questo punto generale v. gli argomentati rilievi, con annesse sottolineature normative delle disposizioni di cui agli artt. 1458, 1181, 1464, 1480 e 1484 cod. civ. portati da Cass., 13 dicembre 2010, n. 25157, in *Dejure.it*.

¹¹² Sul punto, in particolare v. Cass. 23 maggio 2017, n. 12937, ove si legge che “*In situazioni del genere, qualora il contraente inadempiente (nella specie, l'intermediario) potesse opporre a quello non inadempiente (qui, l'investitore) la*

In altri termini, condizionare nella specie la caducazione dei singoli ordini alla caducazione del contatto quadro implica far perdere al contraente non inadempiente, (l'investitore), le utilità che pur il rapporto gli ha arrecato, per transitarle a vantaggio del contraente inadempiente (l'intermediario). Non sembra dubbio, per contro, che in situazioni del genere a risultare meritevole di protezione sia il contraente non inadempiente e non già quello che, diversamente, si è macchiato di inadempimento¹¹³. Tutto ciò secondo quanto d'altro canto conferma in modo univoco la norma generale di cui all'art. 1181 cod. civ., là dove rimette al creditore il potere di conservare o meno le utilità comunque derivantegli dalla pur inesatta prestazione del proprio debitore.

A valle di una tale (condivisibile) considerazione generale, Cass. 23 maggio 2017, n. 12937 – la quale ha confermato altre decisioni precedenti, riprendendo e sviluppando le motivazioni via via rese dalla giurisprudenza in punto di risolubilità dell'ordine di investimento – ha affermato che per valutare l'inadempimento dell'intermediario con riferimento al singolo ordine occorre riferirsi esclusivamente all'eventuale violazione di una regola di condotta imputabile al primo con riferimento, appunto, allo specifico ordine di investimento contestato. Sotto questo profilo, ai fini della caducazione del singolo negozio di investimento, non può allora rilevare l'eventuale guadagno che il cliente abbia realizzato nell'ambito dell'intero rapporto di investimento. Deve essere quindi escluso che la perdita realizzata dal cliente a causa del singolo ordine di investimento possa essere in qualche maniera compensata con i guadagni realizzati dal risparmiatore nell'ambito dello stesso rapporto grazie ad altri fruttuosi

“necessità” della risoluzione totale, “verrebbe illegittimamente a spostarsi la facoltà di scelta, di cui all'art. 1453 cod. civ., dalla parte adempiente a quella inadempiente o ad alterarsi la stessa portata della disposizione normativa”.

¹¹³ Sempre Cass. 23 maggio 2017, n. 12937, cit.

investimenti¹¹⁴.

Sotto un terzo profilo, e in replica a una delle obiezioni più (qui ritenute maggiormente) solide mosse alla risolubilità del singolo negozio di investimento, la giurisprudenza ha rilevato come non sarebbe realistico distinguere in modo netto tra il *master agreement*, da una parte, e i singoli ordini di investimento, dall'altra parte¹¹⁵. In particolare, non può essere dedotto (come fa invece la giurisprudenza contraria alla caducazione del singolo ordine di investimento), che una stessa violazione possa costituire al tempo stesso inadempimento del contratto quadro e violazione precontrattuale rispetto ai singoli ordini di investimento. Piuttosto, i singoli negozi di investimento rappresentano la fase attuativa del contratto quadro che è stato concluso proprio al fine di consentire le singole operazioni oggetto degli ordini¹¹⁶.

¹¹⁴ Perché come osserva la richiamata Cass. 12937/2017: “... al fine di sgombrare il campo da ogni possibile equivoco è bene pure puntualizzare, che - con riferimento allo svolgimento effettivo dei servizi di investimento, come pure riguardo alla fattispecie che nel concreto è stata posta al vaglio di questa Corte - quanto l'investitore, quale attore in risoluzione, imputa all'intermediario non è il cattivo esito di un dato investimento, bensì l'inadempimento degli obblighi, cui quello è tenuto per legge e per regolamento Consob, con riferimento (anche) a quel dato investimento. Resta dunque per definizione esclusa, per il tema che viene qui in esame, ogni eventuale rilevazione che pretenda di porre a confronto - e apprezzare in termini di equilibrio sinallagmatico o corrispettivo o anche solo equitativo - il peso degli investimenti con esito negativo con quello degli investimenti di esito invece positivo. In realtà, l'esito, che nel concreto ha riscosso un ordine di investimento e la sua realizzazione, viene a rilevare unicamente come misura dell'interesse che l'investitore, nella sua posizione di contraente non inadempiente, può venire a nutrire nei confronti della caducazione di uno (o più) degli ordini dati. Ben può capitare, in effetti, che - pur nel verificarsi di inadempimento dell'intermediario l'investimento riscuota comunque esito positivo; come pure può capitare, ovviamente, che il cattivo esito di un investimento non sia preceduto da nessun inadempimento dell'intermediario”.

¹¹⁵ È questo un argomento comune ribadito da tutte le sentenze di legittimità che si sono interessate al tema, cfr. le già richiamate Cass. 9 agosto 2016, n. 16820; Cass. 23 maggio 2017, n. 12937; Cass. 27 aprile 2016, n. 8394; Cass. (Ord.) 19 aprile 2018, n. 9763.

¹¹⁶ Cfr. Cass. 23 maggio 2017, n. 12937, cit.: “La consecutiva fase dei singoli ordini è stata definita nei termini di fase “attuativa” del rapporto (questa è la nota formulazione adottata dalle sentenze di Cass. SS.UU. 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725).

Il punto è stato sviluppato anche in dottrina, la quale ha ritenuto che “il fatto che i singoli acquisti siano programmati genericamente nel contratto quadro non toglie affatto l'importanza determinante che ha la scelta negoziale fatta al momento dei singoli acquisti ai fini degli scopi dell'investitore. Non sono perciò affatto uno scontato momento esecutivo, ma un essenziale momento decisionale”¹¹⁷.

Ragionare diversamente, si è rilevato, significherebbe ritenere che il risparmiatore presti la propria adesione senza essere stato effettivamente informato, vincolando cioè il suo consenso ancor prima di averlo espresso in riferimento alle successive operazioni finanziarie¹¹⁸.

Aderendo a questo indirizzo sarebbe così possibile pervenire, ove sia beninteso accertato il grave inadempimento (come si dirà subito), alla declaratoria di risoluzione dello specifico contratto di vendita concluso con l'intermediario; mantenendo al tempo stesso

Di certo, la stessa non potrebbe essere considerata come non dipendente dal contratto quadro; certo è pure, peraltro, che la stessa non potrebbe essere definita, o intesa, come fase di mera esecuzione - o comunque di esecuzione meccanica e ripetitiva - del rapporto, secondo l'avviso che per contro è stato manifestato, nel contesto del presente giudizio, dalla Corte territoriale.

Di questa fase, in realtà, va sottolineata prima di tutto la sua essenzialità, secondo quanto, del resto, è fatto oggettivamente evidente. Ma, soprattutto, va rimarcato come essa rappresenti singolo ordine per singolo ordine - la fase realmente decisionale dell'attività di investimento: decisione che, secondo la protezione dettata dal sistema vigente, deve essere frutto di un lungo itinerario, che è interamente contrattuale.

Si tratta, dunque, della fase che costituisce il nucleo portante, il cuore, di quest'ultima attività: ché qui si concentrano, in particolare, la decisione relativa allo strumento finanziario in cui nel concreto investire; quella inerente alla misura di concreto investimento nello stesso; come pure quella relativa alla scelta dello specifico momento in cui si viene a dare vita reale all'investimento: è qui che si valuta, nel dettaglio, l'opportunità delle condizioni che il mercato offre in quel dato segmento temporale”.

¹¹⁷ In questi termini GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *I Contratti*, 2008, p. 398, il quale ritiene “molto opinabile che il momento negoziale essenziale di questo genere di negoziazioni stia nel contratto-quadro. Questo è solo preparatorio e gli interessi dell'investitore sono in gioco piuttosto nei successivi acquisti. Come sopra rilevato, qui si scambia l'accidente per la sostanza”.

¹¹⁸ GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010, p. 28.

efficaci vuoi il contratto quadro, vuoi tutti gli ordini di investimento caratterizzati da esito positivo¹¹⁹.

È certo questo l'argomento che maggiormente ruota attorno alla struttura del contratto di investimento, e che valorizza l'autonomia negoziale dei singoli ordini, in rigetto della tesi che invece li qualifica come meri momenti attuativi (per ciò non negoziali) del contratto quadro a monte¹²⁰.

Inoltre, da un tale assunto discende anche che le violazioni relative ai singoli ordini danno luogo ad altrettanti inadempimenti, sia in relazione al contratto quadro, sia in relazione agli ordini di investimento rispetto ai quali si sono verificate le singole violazioni¹²¹.

Il tutto, comunque, come precisato, deve in ogni caso raccordarsi con le regole generali in punto di risoluzione del contratto; sì che laddove sia chiesta la risoluzione del singolo ordine di investimento, l'interprete dovrà necessariamente valutare come “*di non*

¹¹⁹ LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, cit., 1427; IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, cit., p. 13; cfr. anche BENCINI, *Ordine di investimento: il rimedio della risoluzione per inadempimento*, in *Corr. del merito*, 11/2012, pag. 1014, il quale ricostruisce il dibattito dando conto delle varie posizioni dottrinali e giurisprudenziali.

¹²⁰ Ed infatti, Cass. 23 maggio 2017, n. 12937, cit., afferma: “*Tutto ciò non può non convincere della natura propriamente negoziale di ciascuno dei singoli ordini di investimento - tra loro distinti e autonomi -, come correnti tra investitore e intermediario: chè questa qui riceve, anzi, la sua più intensa espressione. E pure mostra come costituisca una sicura forzatura la riportata osservazione della Corte territoriale, secondo cui gli ordini posseggono “uno schema estremamente semplificato”: il rilievo sembrerebbe scambiare, a ben vedere, il numero delle parole adoperate con il peso e valore delle decisioni lì assunte e con l'iter di cui devono essere frutto*”.

¹²¹ In particolare, sempre Cass. 23 maggio 2017, n. 12937, cit.: “*Nei fatti, gli obblighi di informazione attiva e di adeguatezza, una volta fissati dal contratto quadro, non possono risultare operativi che nel momento della proposta e dell'esame dei singoli investimenti, focalizzandosi rispetto a specifici e distinti strumenti e prodotti finanziari: l'operatività - e dunque la rilevanza effettiva - degli obblighi stessi non potendo trovare sfogo se non in funzione dei singoli investimenti dei singoli ordini e rispetto al contenuto volta a volta specifico che questi ultimi presentano nel concreto*”.

scarsa importanza” la violazione imputata all’intermediario¹²².

*

iii. L’inadempimento “di non scarsa importanza” dell’intermediario

Come noto, il rimedio della risoluzione del contratto presuppone che l’inadempimento del prestatore dei servizi di investimento sia grave e, quindi, di non scarsa importanza (art. 1455 c.c.). I principi enucleati dalla giurisprudenza sulla risoluzione del contratto adottano come criterio indicativo della scarsa importanza dell’inadempimento una valutazione dell’incidenza dello stesso sull’equilibrio fra le prestazioni, avendo riferimento ai contratti sinallagmatici nei quali le parti si impegnano all’esecuzione di prestazioni reciproche tendenzialmente misurabili in termini di valore. Nei contratti di investimento, invero, l’inadempimento alle regole di condotta dell’intermediario non risulta agevolmente misurabile nei termini appena indicati: la giurisprudenza di settore riprende i principi generali e così l’identificazione dell’importanza dell’adempimento con la capacità dello stesso a determinare un’alterazione dell’equilibrio contrattuale¹²³ ma non specifica il parametro in base al quale si debba valutare l’importanza delle violazioni delle regole di condotta, in particolare per quanto riguarda gli obblighi informativi o gli obblighi di tipo organizzativo volti a consentire il corretto adempimento dei doveri di condotta¹²⁴. Non viene specificato, in particolare, se si possa distinguere, ad esempio, fra violazioni informative più o meno gravi (qualitativamente o quantitativamente) o se la misurazione della gravità dell’inadempimento debba tener in considerazione l’ammontare

¹²² E questo è un aspetto che è stato segnalato da tutta la giurisprudenza che si è espressa favorevolmente alla risoluzione dei singoli ordini di investimento.

¹²³ Cfr. Cass., 9 agosto 2016, n. 16820, in *Dejure.it*.

¹²⁴ Cfr. M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, in *Il Testo Unico finanziario, Prodotti e intermediari*, Vol. I, (diretto da) CERA e PRESTI, 2021, Bologna, 543.

dell'investimento, in sé considerato o in correlazione al patrimonio del cliente o, ancora, se l'accento posto sull'importanza dell'osservanza delle regole di condotta nella formazione della scelta dell'investimento debba condurre, sostanzialmente, e almeno per quel che riguarda lo specifico ordine di investimento, a ritenere tale violazione per definizione di non scarsa importanza¹²⁵.

La risposta ai menzionati quesiti dipende ovviamente dalle singole fattispecie contrattuali e dal tipo di inadempimento dell'intermediario. Ad esempio, in un contratto di negoziazione, l'inadempimento da parte dell'intermediario ai doveri di condotta in relazione al singolo ordine di investimento potrebbe essere ritenuto di scarsa importanza se, in concreto, il cliente per la sua storia di investitore è da ritenersi pienamente consapevole della rischiosità dello strumento acquistato; l'inesatta o anche incompleta informazione al riguardo da parte dell'intermediario potrebbe allora essere giudicata di scarsa importanza ai fini della risoluzione. In un contratto di gestione individuale di portafogli, la mancata corrispondenza di un'operazione di investimento ai parametri di rischiosità fissati nel contratto potrebbe essere considerata di scarsa importanza nel caso in cui il suo peso economico rispetto al patrimonio gestito sia poco rilevante, potendo comunque il cliente attivare il rimedio risarcitorio¹²⁶.

Ad ogni buon conto, è pacifico che quanto più si riconnetta valore centrale (e così importanza) nell'equilibrio contrattuale fra intermediario e cliente all'adempimento delle regole di condotta, e così in particolare all'adempimento degli obblighi informativi in tema rischiosità dello strumento finanziario oggetto dell'investimento, o addirittura alle regole di condotta di tipo organizzativo che si collocano

¹²⁵ Cfr. sempre M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 543.

¹²⁶ M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 543.

a monte della stessa fase precontrattuale, il rimedio risolutorio potrebbe assumere carattere prevalente rispetto al rimedio risarcitorio¹²⁷, con esiti di evidente rilievo concreto sul piano delle conseguenze patrimoniali in favore del cliente. A tal riguardo, va rilevato che, oltre all'integrale restituzione del capitale investito in favore del risparmiatore, è dovuto anche il riconoscimento degli interessi in base ai principi sulla ripetizione dell'indebito (cfr. *infra*, parte seconda, par. 5). Sul punto, la giurisprudenza ha tuttavia chiarito che, ai fini della determinazione della decorrenza degli interessi, l'inadempimento di per sé non equivale a mala fede dell'intermediario; in assenza, dunque, della prova da parte del risparmiatore della mala fede gli interessi decorreranno dalla data della domanda giudiziale¹²⁸.

La scelta del rimedio risolutorio può – tuttavia – in alcune circostanze risultare un costo per il risparmiatore. In particolare, taluna giurisprudenza (investita della domanda risolutoria del contratto di investimento) ha negato l'applicazione del principio per cui l'intermediario deve dimostrare di aver agito diligentemente (sancito all'art. 23, c. 6, T.u.f.), in quanto – in tesi – lo stesso sarebbe previsto esclusivamente per l'azione risarcitoria¹²⁹. A tal riguardo, va tuttavia segnalato che l'evoluzione dei principi generali sull'onere della prova nell'illecito contrattuale – secondo cui, il creditore è obbligato ad

¹²⁷ Un tanto rappresenterebbe un esito probabilmente non previsto dal legislatore il quale (cfr. *infra*) sembra ricondurre al risarcimento del danno il rimedio tipico per le violazioni degli obblighi di condotta del prestatore dei servizi di investimento; cfr. Cass., 16 novembre 2018, n. 29607; Cass., 4 aprile 2018, n. 8333, in *Dejure.it*; cfr. M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 543.

¹²⁸ Cfr. Cass., 16 febbraio 2018, n. 3912, in *Dejure.it*.

¹²⁹ Cfr. Cass., 8 luglio 2016, n. 16616, in *Dejure.it*, che pur senza esplicitare l'inapplicabilità dell'art. 23, c. 6, T.u.f. all'azione di risoluzione, limita l'applicazione del principio “*esclusivamente*” al “*giudizio di risarcimento del danno che il cliente abbia promosso a titolo di responsabilità contrattuale*”; Cass. 6 agosto 2009, n. 17996, in *Dejure.it*; Trib. Savona, 27 luglio 2010, in *Foro pad.*, 2010, I, 940; *contra* Trib. Trani, 30 maggio 2006, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 324; Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1227.

allegare specificamente l'inadempimento e il debitore a provare il suo corretto adempimento – hanno reso meno significativa la portata del menzionato principio sancito dall'art. 23, comma 6, T.u.f.¹³⁰, sicché, anche l'inapplicabilità di detta norma all'azione risolutoria – laddove effettivamente predicabile – sarebbe comunque irrilevante.

*

6. I SERVIZI DI INVESTIMENTO PRESTATI DALL'INTERMEDIARIO E LA NATURA DEGLI ORDINI; IL RIMEDIO PIÙ APPROPRIATO RISPETTO AL CONCRETO SERVIZIO DI INVESTIMENTO POSTO IN ESSERE DALL'INTERMEDIARIO

L'analisi dei vari rimedi demolitori del contratto a disposizione dell'investitore non è però sufficiente a comprendere appieno il regime di operatività degli stessi in questo particolare settore. L'esperibilità o meno di un determinato rimedio, infatti, dipende essenzialmente dalla giusta declinazione della tutela azionabile dal cliente con i vari servizi di investimento prestati dall'intermediario. Ciò consente di identificare, nelle varie tipologie di servizio prestato dall'intermediario, quale sia in concreto il rimedio più appropriato per l'investitore.

Ciò premesso, come è noto, l'acquisto o la sottoscrizione di uno strumento finanziario da parte del cliente-investitore può avvenire nell'alveo di un numero (chiuso) di servizi di investimento prestati dall'intermediario. In particolare, ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. a) - g) bis del T.u.f., l'intermediario può avere prestato uno dei seguenti servizi: (i) negoziazione per conto proprio; (ii) esecuzione di ordini (i.e. negoziazione) per conto del cliente; (iii) collocamento, con o senza assunzione a fermo; (iv) gestione di portafoglio; (v) ricezione e trasmissione di ordini di investimento; (vi) consulenza in materia di investimenti.

¹³⁰ Cfr. Cass. 27 marzo 2015, n. 6249, in *Dejure.it*; M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 545.

In taluni di questi servizi – in esecuzione dell’ordine del cliente – l’intermediario trasferisce uno strumento finanziario di cui lo stesso è titolare. Un tanto accade in particolare per i servizi di negoziazione per conto proprio, ove l’intermediario si pone in “*contropartita diretta*” con il cliente, e nel collocamento con assunzione a fermo, ove l’intermediario partecipa del rischio dell’operazione di collocamento sottoscrivendo gli strumenti finanziari e poi procedendo al loro collocamento presso i propri clienti. Lo stesso accade anche qualora l’intermediario collochi strumenti finanziari di propria emissione.

Viceversa, nei servizi di negoziazione per conto del cliente e in quello di gestione di portafogli l’intermediario esegue l’ordine di investimento acquistando lo strumento finanziario per conto del cliente sul mercato (tipicamente il mercato secondario) e poi trasferendolo al cliente. Ed infatti, nella negoziazione per conto del cliente lo strumento finanziario da acquistare è indicato dal cliente nell’ordine di investimento; nella gestione di portafogli lo strumento finanziario è scelto direttamente dall’intermediario in funzione della linea di investimento che caratterizza il tipo di gestione.

In un’ulteriore e diversa ipotesi di casi l’intermediario si limita a ricevere e a trasferire a un altro soggetto l’ordine di investimento impartito dal cliente. Qui l’intermediario non trasferisce al cliente uno strumento finanziario che già possiede, né acquista per conto del cliente uno strumento finanziario sul mercato, limitandosi appunto al trasferimento dello stesso. È il caso del servizio di collocamento senza assunzione a fermo, in cui il titolo di nuova emissione è direttamente sottoscritto dal cliente, oppure il caso del servizio di ricezione e trasmissione di ordini del cliente, quando – ad esempio – l’intermediario si limita a mettere a disposizione del cliente la propria piattaforma di trading on line.

La concreta modalità di esecuzione dell’ordine di investimento

non è in ogni caso interessata dall'eventuale prestazione da parte dell'intermediario del servizio di consulenza. La consulenza finanziaria, infatti, è normalmente prestata dall'intermediario in combinazione con gli altri servizi. In una prima ipotesi, la consulenza può accompagnare il servizio di negoziazione per conto proprio: in tal caso l'intermediario raccomanda al cliente di acquistare un titolo in contropartita diretta con lo stesso intermediario. Quando invece la consulenza viene prestata insieme al servizio di negoziazione per conto del cliente, l'intermediario raccomanda al cliente di acquistare un titolo che lo stesso intermediario acquisterà sul mercato secondario per conto del cliente. Infine, la consulenza può anche interessare il servizio di mera ricezione ed esecuzione degli ordini: qui l'intermediario raccomanda al cliente di acquistare un titolo direttamente da un altro soggetto o avvalendosi dei servizi di un altro intermediario¹³¹.

Dalle considerazioni appena svolte potrebbe allora inferirsi che la natura degli ordini di investimento possa in un qualche modo direttamente dipendere e variare in funzione del tipo di servizio di investimento concretamente prestato dall'intermediario¹³².

A tal riguardo, si nota come laddove l'intermediario si sia posto in contropartita diretta con il cliente (negoziazione per conto proprio; collocamento con presa a fermo; collocamento di titoli di propria emissione), l'ordine di investimento assuma pacificamente la veste di contratto tra intermediario e cliente. Per questa via, lo stesso ordine-contratto potrà allora essere risolto per inadempimento dell'intermediario, dichiarato nullo in violazione dell'eventuale forma *ad substantiam* dell'ordine pattuita nel contratto quadro ai sensi dell'art. 1352 cod. civ. (e ciò attesa la forma libera del singolo ordine di

¹³¹ Il tutto è rilevato da AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini di investimento*, in *Le Società*, 5/2018, p. 623.

¹³² Sul punto, AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini di investimento*, cit., p. 623.

investimento)¹³³, oppure annullato per vizio del consenso dell'investitore.

Il tutto appare tuttavia meno chiaro laddove l'intermediario acquisti lo strumento finanziario per conto del cliente in esecuzione del servizio di negoziazione – appunto – per conto del cliente e/o di gestione di portafoglio. In queste ipotesi, l'intermediario non è in contropartita diretta nei confronti dell'investitore, ma agisce quale mandatario (senza rappresentanza) dello stesso. Su di una tale premessa, è stato ritenuto che in questi casi debba farsi riferimento non tanto allo strumento della risoluzione – nullità – annullabilità del singolo ordine di investimento, quanto piuttosto a quello che dispone che l'atto del mandatario che eccede i limiti del mandato resta a carico del mandatario, se il mandante non lo ratifica (art. 1711, comma 1, cod. civ.); ciò perché, altrimenti, la restituzione del *quantum* investito dovrebbe essere posta a carico del soggetto, l'emittente lo strumento ovvero il suo venditore, percettore delle somme investite¹³⁴.

¹³³ Con riferimento alla caducazione del singolo ordine per mezzo dell'azione di nullità nell'ipotesi in cui non venga aggredito per vizio di forma il contratto quadro a monte, giova evidenziare che – attesa la forma libera del singolo ordine di investimento – tale circostanza potrebbe in concreto verificarsi sostanzialmente solo quando il contratto quadro abbia prescritto una forma convenzionale ai sensi dell'art. 1352 c.c. – necessariamente presunta *ad substantiam* – per la dazione degli ordini, non rispettata dall'intermediario.

Sul punto, in dottrina cfr. GIROLAMI, *Contratti di investimento non sottoscritti dall'intermediario: la parola alle Sezioni Unite*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, p. 554 ss., che proprio in ragione della struttura del rapporto di investimento ammette una selezione degli ordini da impugnare, ravvisando come il cliente possa caducare il singolo ordine-negozio dotato di autonomia (e solo questo, non aggredendo il contratto quadro), in ragione della sussistenza per questo di uno specifico ed autonomo profilo di nullità (cfr. già nt. 1).

¹³⁴ Tale soluzione è stata adottata da ultimo dall'ACF Consob nella decisione del 10 dicembre 2017, Rel. Guizzi. Cfr. sul punto GUIZZI, *Un anno di ACF tra risultati raggiunti e qualche incognita*, in *Corr. giur.*, 2018, 5, ove si legge “*se si segue questo itinerario interpretativo [l'imputazione dell'atto esorbitante all'intermediario ex art. 1711, comma 1, cod. civ.] la conclusione di imporre l'obbligo di restituzione delle somme investite all'intermediario, anche là dove le operazioni di investimento eseguite per conto del cliente si risolvano nell'acquisto di strumenti finanziari emessi da terzi, non è più così eccentrica - come finisce per essere invece, come detto se si*

In base alla disciplina del mandato e a quella sulla rappresentanza, si è anche ritenuto che nel caso in cui l'intermediario abbia dato esecuzione ad ordini di acquisto in nome e per conto del cliente, non potrebbero configurarsi effetti restitutori, e ciò perché l'acquisto si sarebbe prodotto immediatamente in capo al cliente.

Viceversa, nelle ipotesi di mandato senza rappresentanza (quando l'intermediario agisce acquistando gli strumenti finanziari sul mercato a nome proprio), alcuno afferma che l'acquisto dell'intermediario sarebbe transitato in capo all'intermediario mandatario e sarebbe quindi *rimbalzato* in capo al cliente. Per questa via, si è sostenuto che il transito in capo all'intermediario sarebbe sufficiente a determinare, in caso di nullità e/o annullabilità del contratto o dei singoli ordini di investimento oppure di risoluzione per inadempimento degli stessi, la restituzione degli strumenti finanziari in capo allo stesso intermediario¹³⁵.

Evidentemente, la tesi è fondata sulla teoria del trasferimento diretto (dal mandatario al mandante) del bene mobile acquistato, anziché sulla teoria del trasferimento automatico (dal terzo al mandante)¹³⁶.

risolvesse e invalidasse l'operazione in se stessa, nel qual caso la restituzione dovrebbe essere a carico del soggetto, l'emittente lo strumento ovvero il suo venditore, percettore delle somme investite - ma risulta coerente con il fatto che quell'investimento non può imputarsi giuridicamente al cliente, essendo stato compiuto dall'intermediario oltre i limiti del mandato ricevuto, con il conseguente obbligo, da un lato, per l'intermediario-mandatario di rimborsare al cliente-mandante le somme di quest'ultimo indebitamente impiegate nell'investimento, ma anche, dall'altro lato, con il conseguente obbligo per il cliente di retrocedere all'intermediario i titoli ancora presenti nel proprio portafoglio"; concorde anche LUMINOSO, *Contratti di investimento*, cit., p. 1428.

¹³⁵ LUMINOSO, *Contratti di investimento*, cit., p. 1428.

¹³⁶ Tuttavia, la tesi è stata criticata da altra dottrina; in particolare, si è ritenuto che se l'intera disciplina dei mercati finanziari è incentrata sulla rigida separazione patrimoniale tra intermediario e cliente, allora la ricostruzione formale secondo cui gli strumenti finanziari acquistati presso terzi dall'intermediario passano, anche se per un istante ideale, nel patrimonio del soggetto abilitato, si pone in contrasto con il dogma della separazione patrimoniale e con l'intera disciplina della vigilanza prudenziale sul

Da ultimo, nelle ipotesi di servizio di ricezione e trasmissioni ordini, nonché in quella di collocamento senza assunzione a fermo, a ben vedere l'intermediario neppure acquista lo strumento finanziario per conto del cliente, limitandosi invero a ricevere e a trasferire a terzi l'ordine di investimento impartito dall'investitore. Ebbene, in tali ipotesi sarebbero difficilmente configurabili tanto il rimedio della risoluzione del contratto quanto quello che poggia sul meccanismo della mancata ratifica dell'atto esorbitante rispetto al mandato (argomento ex art. 1711 cod. civ.).

Ed infatti, nelle ipotesi *de qua* l'intermediario non può ragionevolmente essere tenuto a restituire la somma investita, che non è stata in alcun modo pagata all'intermediario, né a titolo di prezzo, né a titolo di provvista per l'esecuzione del mandato che gli è stato conferito per l'acquisto del titolo¹³⁷.

Sotto questo profilo, e sempre da un angolo visuale eminentemente strutturale, va evidenziato che anche il servizio di consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1 Tuf, comma 5, lett. f, risente degli stessi inconvenienti appena citati, sì che – come è stato osservato – in questa ipotesi l'investitore non potrebbe utilmente invocare la tutela restitutoria derivante da una domanda di nullità – annullamento o risoluzione del contratto di investimento stipulato con

patrimonio degli intermediari, cfr. GIUDICI, *Contratti per servizi di investimento*, cit., p. 1128. Così, allorché l'intermediario esegue un ordine del cliente, è il cliente che diventa immediato proprietario degli strumenti finanziari; nei rapporti con il venditore è il soggetto abilitato ad essere responsabile, secondo le regole sul mandato, ma nei rapporti interni, il soggetto abilitato non è il venditore di alcunché, è un puro intermediario. Ne discende allora che, proprio in ragione della specialità della disciplina di settore, l'acquisto del mandatario-intermediario non transita per il suo patrimonio ma produce effetto immediato sul patrimonio del mandante-investitore, per cui anche il mandatario che ha negoziato in nome proprio è tenuto al risarcimento del danno ma non a vedersi restituiti degli strumenti finanziari che questi ha semplicemente intermediato (a meno che quegli strumenti finanziari provenissero dal suo portafoglio, come nel caso della negoziazione per conto proprio), Cfr. sempre GIUDICI, *Contratti per servizi di investimento*, cit., p. 1128.

¹³⁷ Lo rileva correttamente AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini di investimento*, in *Le Società*, 5/2018, cit., p. 624.

l'intermediario, né potrebbe in ogni caso utilizzare l'argomento ex art. 1711 cod. civ. per ottenere tutela restitutoria¹³⁸. In particolare, il consulente che fornisse raccomandazioni di investimento non adeguate a fronte di un compenso (c.d. consulenza “*fee only*”), certamente dovrebbe restituire il compenso ricevuto a fronte della risoluzione del contratto e rimarrebbe esposto all'azione di risarcimento del danno; ma altrettanto certamente non sarebbe tenuto a prendersi in carico gli strumenti finanziari suggeriti, che non sono mai stati in suo possesso e per i quali non ha mai avuto un mandato ad acquistare¹³⁹.

In buona sostanza, quindi, e in conclusione, non può che rilevarsi che la scelta del rimedio restitutorio più appropriato possa in concreto variare rispetto al singolo servizio di investimento di volta in volta prestato dall'intermediario. Per questa via, allora, sembra pacifico accordare una tutela restitutoria fondata sulla caducazione del contratto (per risoluzione/nullità/annullamento) sicuramente nei casi in cui l'intermediario si pone in contropartita diretta con il cliente. Viceversa, nelle ipotesi ove l'intermediario acquista nel mercato lo strumento finanziario per conto del cliente, potrebbe ragionevolmente predicarsi la domanda di restituzione del capitale investito previo accertamento dell'esorbitanza dell'operazione di investimento eseguita rispetto ai limiti del mandato conferito all'intermediario.

Ad ogni buon conto, ed indipendentemente dalla soluzione giuridica prescelta dall'investitore, non vi sono dubbi circa il potere/dovere del giudice di riqualificare la domanda¹⁴⁰.

Sì che, a tal riguardo, non sarebbe corretto respingere la domanda dell'investitore sulla base della sola considerazione che, nella specie, sarebbe stato più adeguato chiedere la risoluzione del singolo

¹³⁸ Cfr. GIUDICI, *Contratti per servizi di investimento*, cit., p. 1127.

¹³⁹ GIUDICI, *Contratti per servizio di investimento*, cit., p. 1217

¹⁴⁰ V. sul punto *ex multis* Cass. 28 febbraio 2018, n. 4676; Cass. 27 gennaio 2009, n. 1929, ambedue in *Dejure.it*.

ordine di investimento, piuttosto che l'accertamento dell'esorbitanza rispetto ai limiti del mandato dell'operazione eseguita dall'intermediario¹⁴¹. Invero, in entrambe queste ipotesi, il cliente richiede lo stesso tipo di tutela, e cioè la restituzione del *quantum* investito.

Tale menzionato potere/dovere di riqualificare la domanda dovrebbe poi valere anche per l'ACF¹⁴².

¹⁴¹ AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini di investimento*, cit., p. 624.

¹⁴² Cfr. ACF Consob, decisione 22 marzo 2018, n. 345 (Rel. Guizzi).

Parte seconda

Sommario: **1.** Il problema delle restituzioni “*contrattuali*”. Cenni; **2.** Le restituzioni a seguito della caducazione del contratto di investimento; **3.** *Segue*. In particolare, sullo statuto normativo della nullità di protezione. Critica; **4.** *Segue*. L'eccezione di difetto di buona fede e il riequilibrio del rapporto intermediario-cliente; **5.** La restituzione di interessi e frutti.

1. IL PROBLEMA DELLE RESTITUZIONI “CONTRATTUALI”. CENNI

In apertura di questa parte dedicata alle restituzioni a seguito della caducazione del contratto di investimento è doveroso un cenno alle problematiche, in punto di restituzioni, che tutt'ora agitano gli interpreti allorché venga meno il titolo negoziale che regola il rapporto tra le parti. Nell'ipotesi in esame le prestazioni sono *non dovute* in virtù dell'inefficacia originaria o sopravvenuta di un negozio sottostante. Nella situazione ove le restituzioni siano effetto della radicale inefficacia o del dissolvimento del contratto si determina un intreccio di rimedi, contrattuali e non: i primi sono deputati a provocare lo scioglimento o l'annullamento del negozio, oppure ad accertarne l'inefficacia, i secondi invece mirano al recupero dell'attribuzione patrimoniale eseguita, ma non, o non più, dovuta. È dibattuta la compatibilità di questi *tipi* di restituzione con la disciplina della ripetizione dell'indebito, soprattutto nelle ipotesi in cui il difetto di giustificazione causale sopravviene al pagamento, originariamente

dovuto (*condictio ob causam finitam*)¹⁴³.

L'opinione tradizionale ritiene che la disciplina della ripetizione d'indebito sia applicabile alle restituzioni scaturenti dalla definitiva inefficacia del contratto, sia originaria (nullità), che successiva alla sua impugnazione (annullamento, rescissione, risoluzione). Questa scelta poggerrebbe sul presupposto secondo cui fondamento comune dell'azione di ripetizione consisterebbe nella carenza, originaria o sopravvenuta, di una causa giustificativa per l'avvenuto spostamento patrimoniale. L'azione di ripetizione sarebbe, dunque, deputata a recuperare le prestazioni effettuate in esecuzione di un contratto nullo, annullato o disciolto per la risoluzione o per un'altra causa sopravvenuta di efficacia¹⁴⁴.

A questa tesi se ne contrappone radicalmente un'altra che invece esclude l'applicazione delle norme sull'indebito in tutta quell'area dove le restituzioni derivano da contratti inefficaci¹⁴⁵.

La tesi tradizionale segue l'impostazione unitaria, che eleva la disciplina della ripetizione dell'indebito a unico riferimento per le

¹⁴³ BARGELLI, *Ripetizione d'indebito*, a cura di BARGELLI, in *Nuova giurispr. di dir. civ. e comm.*, fondata da BIGIARI e diretta da ALPA, BONILINI, BRECCIA, CAGNASSO, CARINCI, CONFORTINI, COTTINO, JANNARELLI, SESTA, Milano, 2014, p. 21.

¹⁴⁴ PASQUINELLI, *La restituzione dei frutti*, in *Ripetizione d'indebito* (BARGELLI), cit., p. 430.

¹⁴⁵ V. in tal senso per la nullità BARCELLONA, *Note critiche in tema di rapporti fra negozio e giusta causa dell'attribuzione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1965, pp. 37 ss. Questa corrente è sostanzialmente incentrata sull'argomento per il quale le disposizioni sull'indebito richiederebbero necessariamente l'inesistenza di un rapporto precedente instaurato fra le parti. Si cerca così di congiungere le restituzioni da contratto inefficace al retroterra contrattuale che ne costituisce l'antecedente logico (l'operazione negoziale posta in essere dalle parti, il rimedio contrattuale che ne ha causato l'inefficacia). L'obiettivo è quello di sancire l'autonomia delle restituzioni in esame dagli altri tipi che informano la disciplina degli artt. 2033 c.c. ss. Sembrano però difficilmente conciliabili con questa tesi, taluni dati positivi che testualmente richiamano gli artt. 2033 c.c. ss. nell'ambito dei rimedi contrattuali (artt. 1422, 1463 c.c.), ovvero, nel cuore della ripetizione dell'indebito, presuppongono tipicamente un pregresso accordo fra *solvens* e *accipiens* (art. 2035 c.c.). V. per questi rilievi BARGELLI, *Ripetizione d'indebito*, cit., p. 22.

restituzioni derivanti dall'esecuzione di un contratto inefficace¹⁴⁶. La ricostruzione in esame è generalmente seguita per la nullità¹⁴⁷, anche in virtù del richiamo testuale dell'art. 1422 cod. civ., nonché per la rescissione e l'annullamento del contratto¹⁴⁸. Anche in tema di risoluzione per impossibilità sopravvenuta soccorre il dato testuale (art. 1463 cod. civ.) per il rinvio alla normativa dell'indebito oggettivo¹⁴⁹. Il *punctum pruriens* invece, consiste nell'applicazione della disciplina della ripetizione d'indebito alle fattispecie di risoluzione del contratto per inadempimento (il cui regime si estende, ex art. 1467, comma 1, cod. civ., anche alla risoluzione per eccessiva onerosità).

Un'interpretazione minoritaria ritiene generalmente non applicabile la disciplina degli artt. 2033 cod. civ. ss. nel caso suindicato¹⁵⁰. Le parti, in virtù del principio di retroattività della

¹⁴⁶ V. Cass. 28 maggio 2013, n. 13207, in *Mass.*, 2013, pp. 421 ss.; Cass. 7 febbraio 2011, n. 2956, in *Guida dir.*, 2011, pp. 18 ss.; Cass. 15 aprile 2010, n. 9052, in *Giust. civ. mass.*, 2010, pp. 549 ss.; Cass. 1 agosto 2009, n. 10498, in *Mass.*, 2008; Cass. 1 agosto 2001, n. 10498, in *Mass.*; Cass. 26 maggio 1971, n. 1554, in *Foro it.*, 1971, pp. 47 ss, dove si legge: "... *si ha indebito oggettivo o perché manca una causa originaria giustificativa del pagamento (condictio sine causa) o perché la causa del rapporto, originariamente esistente, è poi venuta meno in virtù di eventi successivi che hanno posto nel nulla il rapporto medesimo (condictio ob causam finitam)*". Per la verità, a fronte di una monolitica presa di posizione nelle massime, nel concreto non si registrano decisioni che siano sempre in linea con tali affermazioni di principio. In particolar modo per quanto riguarda il campo della risoluzione per inadempimento, frequentemente viene disapplicata la disciplina della condictio indebiti: il momento di decorrenza dal quale far decorrere gli interessi sulle somme da restituire è dunque individuato con la regola dell'art. 1458 c.c., così come, a fronte di una sopravvenuta impossibilità di restituire la res consegnata, si applica il principio del *pretium succedit in locum rei*, non considerando la disciplina del 2037 c.c. (in specie c.3), v. in questo senso Cass. 20 ottobre 1997, n. 6891, in *Giust. civ. mass.*, 1997, pp. 1963 ss.; Cass. 15 maggio 1996, n. 4498, in *Giust. civ. mass.*, 1996, pp. 727 ss.

¹⁴⁷ Cass. 25 ottobre 2005, n. 20651, in *Mass.*; v. in senso contrario BARCELLONA, *Note critiche in tema di rapporti fra negozio e giusta causa dell'attribuzione*, cit., p. 11.

¹⁴⁸ Per l'annullamento l'argomento si ricava dalla disposizione dell'art. 1443 c.c.

¹⁴⁹ V. anche Cass. 19 agosto 1992, n. 9658, in *Mass.*

¹⁵⁰ BELFIORE, *Risoluzione per inadempimento e obbligazioni restitutorie*, in *Scritti in onore di G. AULETTA*, II, Milano, 1988, p. 258.; D'ADDA, *Gli obblighi conseguenti alla pronuncia di risoluzione del contratto per inadempimento tra restituzioni e*

risoluzione disposto dell'art. 1458, comma 1, cod. civ., sarebbero obbligate a rispondere dei frutti e degli interessi dal giorno del pagamento, fatto comunque salvo il diritto al risarcimento per la parte fedele.

È viceversa prevalente l'opinione che ancora le restituzioni derivanti da risoluzione del contratto per inadempimento alla normativa sull'indebito, con alcuni accorgimenti che mirano a riformare la nozione dello stato soggettivo rilevante dell'*accipiens*. Il contraente inadempiente sarebbe per definizione in mala fede, al contrario quello adempiente verterebbe sempre in buona fede¹⁵¹. Così, per quanto riguarda i frutti e gli interessi e in applicazione dell'art. 2033 cod. civ., il soggetto inadempiente è tenuto a corrispondere questi dal giorno in cui la prestazione è stata adempiuta presso di lui, il soggetto che adempie invece è obbligato alla restituzione di questi dal giorno della domanda¹⁵². Si afferma anche, argomentando dalla disposizione dell'art. 1499 cod. civ. in tema di interessi compensativi sul prezzo, che la parte fedele non possa pretendere frutti ed interessi da controparte fino a quando non abbia restituito la prestazione ricevuta, altrimenti si verificherebbe una situazione in cui questa verrebbe a godere, *medio*

risarcimento, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, p. 543.; LUMINOSO, *Obbligazioni restitutorie e risarcimento del danno nella risoluzione*, in *Giur. comm.*, 1990, I, p. 24.

¹⁵¹ BRECCIA, *Il pagamento dell'indebito*, in *Tratt. Dir. priv. RESCIGNO*, 9, *Obbligazioni e contratti*, t. I, 2° ediz., Torino, 1999, pp. 911 ss. La soluzione in esame adatta sostanzialmente le nozioni di buona e mala fede alle situazioni soggettive rilevanti nell'ambito dei vari rimedi contrattuali ponendo l'*accipiens* in mala fede alla stregua del contraente inadempiente (che abbia ricevuto la controprestazione). Questa proposta è stata in parte assorbita dalla giurisprudenza, v. Cass. 20 ottobre 1997, n. 6891, cit.; A questa ricostruzione si è però obiettato che un siffatto ragionamento indurrebbe a trasformare gli stati soggettivi della buona e della mala fede in concetti altri dalla loro natura, ad essi non assimilabili, con conseguente rischio di sovrapporre restituzioni e risarcimento del danno. V. per queste considerazioni BARGELLI, *Ripetizione d'indebito*, cit., p. 24, che rimanda a CASTRONOVO, *La risoluzione del contratto dalla prospettiva del diritto italiano*, in *Europa e diritto privato*, 1999, pp. 807 ss.; LUMINOSO, *Obbligazioni restitutorie e risarcimento del danno nella risoluzione per inadempimento*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 1990, I, pp. 19 ss.

¹⁵² Cass. 15 gennaio 2007, n. 738, in *Mass.*

tempore, del valore d'uso di entrambe le prestazioni¹⁵³.

Vi è anche chi ha notato come ambedue le opinioni sopra riportate conducano a fini sostanzialmente analoghi in punto di economicità dell'affare. Sostanzialmente sarebbe consentito, in ogni caso, alla parte fedele (non inadempiente) di incamerare definitivamente l'eventuale incremento patrimoniale stabilito nella *lex contractus* (consistente nella differenza negativa tra il valore della propria prestazione e quello della controprestazione)¹⁵⁴. Per la prima tesi questo meccanismo avverrebbe in forma specifica, escludendo l'obbligo di restituire il valore d'uso della prestazione ricevuta, per la seconda per equivalente, ricomprendendo nel danno contrattuale risarcibile l'eventuale differenza negativa tra quanto restituito dalla parte inadempiente e quanto restituito da quella fedele. Così argomentando si concluderebbe per un'elezione della prima tesi essendo che essa consente di pervenire al medesimo risultato economico finale con il minor impiego di mezzi giuridici¹⁵⁵.

Sia la prima che la seconda tesi, per vero, criticano l'incompatibilità delle disposizioni che articolano la responsabilità restitutoria dell'*accipiens* in base alla sua buona o mala fede con l'inefficacia sopravvenuta del negozio: queste non paiono conciliabili con gli stati soggettivi presenti all'atto della stipulazione del contratto poi risolto o eccessivamente oneroso. Come è possibile infatti ritenere che i contraenti non siano oggettivamente in buona fede quando concludono il contratto? Non sono materialmente in grado di raffigurarsi che le prestazioni percepite siano indebite, perché confidano nella validità del titolo che verrà solo successivamente

¹⁵³ LIBERTINI, *Interessi*, in *Enc. dir.*, XXII, Milano, 1972, p. 115.

¹⁵⁴ SIRENA, *La ripetizione dell'indebito*, in *Diritto Civile*, a cura di LIPARI e RESCIGNO, vol. III, t. 1, *Obbligazioni, il rapporto obbligatorio*, coordinato da ZOPPINI, Milano, 2009, pp. 489 ss.

¹⁵⁵ SIRENA, *op. cit.*, p. 505.

caducato, in ragione di un grave inadempimento di alcuno o di un'eccessiva onerosità sopravvenuta. In questi casi, il pagamento trova la sua iniziale giustificazione in un titolo valido ed efficace, che in virtù di (un originario o) sopravvenuto difetto del sinallagma contrattuale perde efficacia, ma che fornisce fino a tale momento una *causa solvendi* all'avvenuto spostamento patrimoniale e rende di non facile praticabilità un'indagine in ordine alla consapevolezza dei contraenti sull'inesistenza delle obbligazioni adempiute¹⁵⁶. Sempre incentrata sulla problematica riferibilità della distinzione buona-mala fede alla situazione instaurata a seguito di risoluzione vi è chi propende per l'inapplicabilità delle regole sull'indebito, riguardanti gli stati soggettivi, alle restituzioni che derivano da quel rimedio, proponendo in via alternativa a queste la regola dell'art. 2038 cod. civ., segnatamente nella parte dove in questa si fa riferimento alla conoscenza ovvero all'ignoranza dell'obbligo di restituire¹⁵⁷. Per questa via, la buona fede delle parti (che le vincola entro il limite dell'arricchimento) è da ritenersi tale fino al momento in cui queste non giungano a conoscenza dell'obbligo di restituzione, viceversa sono da considerarsi in mala fede quando siano a conoscenza di quest'obbligo¹⁵⁸.

¹⁵⁶ PASQUINELLI, *La restituzione dei frutti*, cit., p. 431.

¹⁵⁷ CASTRONOVO, *La risoluzione del contratto dalla prospettiva del diritto italiano*, cit., pp. 808 ss.

¹⁵⁸ Questo momento potrebbe in astratto coincidere con varie situazioni: l'inadempimento, l'impossibilità dell'adempimento, la denuncia dei vizi inviata da controparte al contraente infedele; la proposizione della domanda di risoluzione o altri fatti ad essa equiparati per il contraente fedele. A questa ricostruzione si è ribattuto che sembrerebbe piuttosto dubbio il fatto che l'art. 2038 c.c. enuclei un criterio effettivamente alternativo al giudizio di buona o mala fede richiamato in altri luoghi della disciplina dell'indebito, e che non sia piuttosto solamente una specificazione e una proiezione in un tempo successivo a quello del ricevimento della prestazione. Pare inoltre non dimostrato che l'ignoranza o la conoscenza dell'obbligo di restituzione vada equiparata alla conoscenza o all'ignoranza di una potenziale causa di risoluzione del contratto. Nel caso infatti in cui il ricevimento della denuncia dei vizi o l'inadempimento rendono consapevole l'*accipiens* della possibilità, per la controparte, di attivare una delle possibili tutele previste (rispettivamente, la *quanti*

Perplessità si rinvencono però, per il vero, anche nelle ipotesi di invalidità del titolo negoziale, ove venga dichiarata la nullità o pronunciato l'annullamento del contratto. Anche qui non sarebbe certo agevole compiere un'effettiva verifica sullo stato soggettivo del contraente. In queste ipotesi, la buona o la mala fede dovrebbero avere a oggetto la conoscenza ovvero l'ignoranza della causa di nullità (solo in seguito dichiarata dall'autorità giudiziaria) o di una causa di annullabilità (la cui operatività è successiva ed eventuale, essendo il titolo efficace)¹⁵⁹.

Da ultimo, e in conclusione, si è evidenziato come oltre all'inconciliabilità logica tra stati soggettivi rilevanti nella disposizione dell'indebito e quelli presenti nelle ipotesi di caducazione contrattuale, vi siano altri punti che necessitano di un modellamento *ad hoc* per il caso di restituzioni derivanti da contratto inefficace e che non potrebbero essere disciplinati dalla normativa dell'indebito: si parla dei casi di deterioramento, perimento e alienazione del bene. Seguendo queste considerazioni si è proposto di disapplicare, oltre all'art. 2033 seconda parte, anche gli artt. 2037 e 2038¹⁶⁰ cod. civ. alle restituzioni

minoris o la redibitoria; l'azione di adempimento o di risoluzione), tuttavia non obbligano (attualmente) questo alla restituzione. Cfr. BARGELLI, *Ripetizione d'indebito*, cit., p. 25.

¹⁵⁹ PASQUINELLI, *La restituzione dei frutti*, cit., p. 431.

¹⁶⁰ V., sul tema, MAIOLO, *Il pagamento. Indebito e tipi di prestazione*, in BARGELLI, *Ripetizione d'indebito*, cit., p. 89: "Problemi di coordinamento con la disciplina delle restituzioni contrattuali si riscontrano anche in merito alla regola dell'art. 2038 c.c., ove si fa riferimento agli stati soggettivi per le ipotesi di alienazione a terzi da parte dell'accipiens del bene oggetto di restituzione. ... il subacquisto del terzo risponde al principio della causalità dei trasferimenti, e pertanto subisce gli effetti delle pronunce di nullità, annullabilità, rescissione e risoluzione del negozio dell'accipiens, dante causa del terzo. Tali regole, coordinate con quelle relative alla trascrizione delle corrispondenti azioni, definiscono i casi in cui i subacquisti dei terzi vengono coinvolti dalle vicende che riguardano il negozio del dante causa e i casi in cui ne rimangono immuni. Non dovrebbe porsi alcun problema di coordinamento con l'art. 2038 c.c. tutte quelle volte in cui, per esempio, essendo nullo il negozio tra solvens e accipiens, venga travolto anche il subacquisto del terzo. In casi siffatti, l'accipiens potrebbe a sua volta esperire un'azione di ripetizione nei confronti del terzo, in base all'art. 2033 c.c. che opererebbe di conseguenza anche rispetto al primo solvens. Se

contrattuali¹⁶¹, nonché, con riferimento al disposto sul perimento del bene (art. 2037, comma 3, cod. civ.), si è ipotizzato un accostamento alla teoria germanica della *Saldotheorie* per riequilibrare la fase restitutoria.

A dispetto, quindi, di quanto scolpito nelle massime e nelle affermazioni di principio, in virtù delle problematiche di coordinamento sopra riportate, l'applicazione della disciplina dell'indebito (specialmente la seconda parte dell'art. 2033 cod. civ. sugli stati soggettivi rilevanti) alle prestazioni eseguite in attuazione di contratti inefficaci è tutt'altro che pacifica nelle applicazioni concrete e nelle considerazioni della dottrina.

*

2. LE RESTITUZIONI A SEGUITO DELLA CADUCAZIONE DEL CONTRATTO DI INVESTIMENTO

Alla fase di demolizione del contratto di investimento segue quella relativa ai rimedi restitutori, disciplinata (pur tenendo in considerazione quanto premesso *supra*, ma soprattutto di quanto si dirà

ne deve dedurre allora che l'art. 2038 c.c. potrebbe trovare applicazione solo rispetto ai casi in cui l'acquisto del terzo non possa essere rimosso, perché per esempio non gli è opponibile la caducazione del contratto del suo dante causa. Il problema di compatibilità con le regole contrattuali, quindi, dovrebbe ritenersi limitato al solo caso della caducazione inopponibile al terzo al quale l'accipiens abbia alienato il bene a titolo gratuito. Peraltro, l'applicazione dell'art. 2038 c.c. anche in tali ipotesi, a ben vedere, non determina un pregiudizio dell'acquisto del terzo, che rimane comunque salvo, ma tutt'al più la corresponsione di una prestazione nei limiti dell'arricchimento.”.

¹⁶¹ BARGELLI, *Ripetizione d'indebito*, cit., p. 26: “La linea di pensiero più coerente con la visione modulare dell'istituto del pagamento dell'indebito, qui seguita, propende per la disapplicazione degli artt. 2033 seconda parte, 2037 e 2038 alle restituzioni “contrattuali”. Tale risultato si fonda sull'idea ... che il pagamento dell'indebito non sia una fattispecie monolitica e indifferenziata, ma includa figure radicalmente diverse di mancanza di fondamento giustificativo della prestazione; che, tuttavia, le disposizioni sopra citate siano plasmate sulla falsariga di una di tali possibili figure: quella del pagamento dell'indebito frutto di un'iniziativa unilaterale del solvens e tipicamente determinato da un suo errore. In questa prospettiva, l'esecuzione di una prestazione che si richiama a un titolo contrattuale – ab origine inefficace o reso inefficace ex tunc dall'esercizio di un rimedio – individua un sottogruppo (vasto e ulteriormente variegato al suo interno) dotato di una sua autonomia rispetto all'ipotesi da ultimo menzionata”.

infra relativamente al rimedio di nullità) dai principi relativi alla ripetizione dell'indebito oggettivo di cui all'art. 2033 cod. civ. In questi casi, sussiste anzitutto l'ineliminabile ed incontestata esigenza che il prestatore dei servizi di investimento rimborsi il capitale investito dal cliente. Ed invero, dallo spoglio dei casi in cui è chiesta la nullità, l'annullamento o la risoluzione del contratto di investimento, emerge una struttura del giudizio che comprende inevitabilmente questo elemento restitutorio.

Meno costante è, invece, la presenza della domanda con cui l'intermediario chiede la restituzione dei titoli acquistati in base al contratto nullo, annullato o risolto.

Sotto questo profilo, occorre avere particolare riguardo alla natura dei beni oggetto dei contratti in esame. Gli strumenti finanziari, in generale, hanno infatti un valore reale che fluttua e che difficilmente coincide con l'iniziale valore nominale¹⁶²; da qui la difficoltà di definire la prestazione che il risparmiatore deve restituire. In occasione dei grandi crack finanziari, la giurisprudenza ha sempre ammesso, a fronte della restituzione da parte degli intermediari delle somme investite dai clienti, la restituzione delle obbligazioni ricevute da questi, qualora ne fosse stata fatta domanda. E ciò a prescindere dal fatto che lo strumento finanziario avesse nel frattempo subito una diminuzione di valore estremamente significativa¹⁶³. Parimenti, nei casi di investimenti meno rovinosi, si è generalmente propeso per una restituzione dei titoli e delle cedole¹⁶⁴ incassate dal titolo obbligazionario, o più in generale, degli utili maturati dallo strumento finanziario.

¹⁶² GUERRINI, *Le restituzioni contrattuali*, Torino, 2012, p. 174.

¹⁶³ Tale variazione, infatti, era strettamente collegata con il comportamento dell'intermediario che aveva portato all'inefficacia del contratto. V. sul punto GUERRINI, *op. cit.*, p. 175.

¹⁶⁴ Praticamente sempre “*dal giorno della domanda*” ex art. 2033 c.c. non essendo in concreto quasi mai dimostrabile la mala fede del cliente, che farebbe decorrere il *dies a quo* dal giorno del pagamento.

Lo strumento finanziario è dunque sempre oggetto di restituzione all'intermediario, se questi lo richiede. Il punto è che l'intermediario riceverà in restituzione lo strumento finanziario conferito, ma con il valore che questo possiede all'atto della restituzione, e non invece facendo riferimento al suo valore iniziale, quando fu dato al risparmiatore. Non c'è, dunque, alcun obbligo per il risparmiatore di versare la differenza a raggiungimento del valore iniziale del bene ricevuto¹⁶⁵.

*

3. SEGUE. IN PARTICOLARE, SULLO STATUTO NORMATIVO DELLA NULLITÀ DI PROTEZIONE. CRITICA

A proposito di quanto appena evidenziato, va tuttavia anche rilevato che parte della giurisprudenza, atteso il carattere relativo delle nullità testuali previste all'art. 23 T.u.f., ha ritenuto che altrettanto relativo sarebbe il conseguente rimedio restitutorio, nel senso che solamente il risparmiatore, ma non l'intermediario, sarebbe legittimato ad attivarlo. In questo modo, l'intermediario citato in giudizio per rispondere della nullità di un contratto di investimento, non potrebbe proporre una domanda riconvenzionale atta ad ottenere, in caso di soccombenza, la restituzione degli strumenti finanziari acquistati (e delle somme riscosse a titolo di cedole) in virtù del contratto nullo. Relatività che dunque impedirebbe all'intermediario di chiedere sia la restituzione degli strumenti finanziari, o del loro valore, sia il relativo reddito prodotto *medio tempore*¹⁶⁶.

Un tanto è stato definitivamente sancito dalla nota sentenza

¹⁶⁵ In senso parzialmente contrario cfr. GALLO, *Arricchimento senza causa e quasi contratti (i rimedi restitutori)*, seconda ediz., Milano, 2008, pp. 249 ss.

¹⁶⁶ Nella giurisprudenza di merito, v. ad esempio Trib. Torino, 12 febbraio 2007; Trib. Firenze, 9 maggio 2011; Trib. Brescia, 29 aprile 2010, tutte reperibili in *IlCaso.it*.

della Cassazione a Sezioni Unite del 4 novembre 2019, n. 28314¹⁶⁷, la quale, con uno sforzo ermeneutico di non poco rilievo, ha cercato – al fine di giustificare la propria scelta interpretativa – di costruire una sorta di statuto normativo della nullità di protezione di cui all'art. 23 T.u.f.

A tal riguardo, e al precipuo fine di enucleare uno statuto normativo “*generale*” delle nullità di protezione, la Corte ha ritenuto che, oltre alla norma cardine prevista dall'art. 23 T.u.f., appunto applicabile alla contrattazione di strumenti finanziari con i prestatori di servizi di investimento, debba essere dato rilievo anche alla omologa disposizione vigente per i contratti bancari, e cioè l'art. 117 d.lgs. 385/1993 (“T.u.b.”), nonché alla particolare norma di cui all'art. 127, comma 2, T.u.b., che – conformandosi al regime giuridico del Codice del consumo¹⁶⁸ (ed in particolare all'art. 36, comma 3¹⁶⁹) – espressamente prevede come “*Le nullità previste dal presente titolo operano soltanto a vantaggio del cliente e possono essere rilevate d'ufficio dal giudice*”. Dal confronto di tali norme, la Corte rileva anzitutto che, pur in presenza di diversità testuali, il tratto unificante del regime giuridico delle nullità di protezione sia ravvisabile nella legittimazione esclusiva del cliente ad agire in giudizio; da tale legittimazione relativa discenderebbe anche la rilevabilità *ex officio* della nullità, ancorché non legislativamente prevista dalla disciplina delle singole ipotesi di nullità (come accade, del resto, proprio nell'art. 23 T.u.f.)¹⁷⁰.

¹⁶⁷ Cass., sez. un., 4 novembre 2019, n. 28314, cit.; conf. Cass., 3 giugno 2020, n. 10505; Cass., 17 maggio 2021, n. 13259, in *Dejure.it*.

¹⁶⁸ In seguito alla modifica introdotta dall'art. 4, comma 3, d.lgs. 141/2010.

¹⁶⁹ Tale articolo prevede: “*La nullità opera soltanto a vantaggio del consumatore e può essere rilevata d'ufficio dal giudice*”.

¹⁷⁰ Il riferimento è alla nota pronuncia di Cass., sez. un., 12 dicembre 2014, n. 26242. Come è noto, tale pronuncia ha affermato che la rilevabilità officiosa delle nullità negoziali “*deve estendersi anche a quelle cosiddette di protezione, da configurarsi, alla stregua delle indicazioni provenienti dalla Corte di giustizia, come una*

Muovendo, allora, dall'affinità funzionale tra il requisito di forma *ad substantiam* di cui all'art. 23 T.u.f. e quello previsto dall'art. 117 T.u.b., (ipotesi di nullità che la Corte ritiene assimilabili all'art. 36 codice del consumo, ritenuto paradigma della nullità di protezione), la Cassazione reputa ammissibile estendere al settore dell'intermediazione finanziaria la regola dell'operatività a vantaggio della nullità prevista nell'ambito bancario dal menzionato art. 127, comma 2, T.u.b.¹⁷¹. Tale interpretazione consente di superare le strettoie della formulazione legislativa del terzo comma dell'art. 23 T.u.f. che, infatti, inducono a privilegiare un'interpretazione piuttosto restrittiva suggerendo l'idea che si sia voluto operare esclusivamente sul piano della legittimazione ad agire e lasciando invece intatti gli effetti che dal vizio accertato discendono¹⁷². Viceversa, dal disposto dell'art. 127, comma 2, T.u.b., l'accento pare spostarsi, dal piano della individuazione del soggetto legittimato ad agire in giudizio, a quello del modo in cui la nullità opera (a vantaggio di una sola parte), ossia delle conseguenze che se ne debbono trarre¹⁷³. Risulta allora che la formulazione di cui all'art. 127, comma 2, T.u.b., consentirebbe di giustificare maggiormente l'interpretazione, secondo cui la parte protetta non solo avrebbe

“species” del più ampio “genus” rappresentato dalle prime, tutelando le stesse interessi e valori fondamentali – quali il corretto funzionamento del mercato (art. 41 Cost.) e l’uguaglianza almeno formale tra i contraenti forti e deboli (art. 3 Cost) – che trascendono quelli del singolo”, Cfr. Cass., sez. un., 12 dicembre 2014, n. 26242, in Nuova giur. civ. comm., 2015, I, p. 299 ss., con commento di RIZZO.

¹⁷¹ Si è allora parlato di un secondo pilastro del regime della nullità di protezione che la decisione in commento avrebbe enucleato, avviato dalla Suprema Corte con la sentenza 12 dicembre 2014, n. 26242, cit., sul rilievo officioso del vizio invalidante, e sulla definitiva esclusione del carattere di eccezionalità che era affibbiato alla nullità di protezione rispetto a quella generale. La Suprema Corte ha così dilatato l'ambito di incidenza della regola dell'operatività a vantaggio: *“oltre il terreno, già sedimentato, delle modalità di rilevazione officiosa del vizio, per muoversi su quello, controverso, degli effetti caducatori e restitutori della nullità”*, cfr. A. DALMARTELLO, *La nullità di protezione ex art. 23 Tuf tra uso selettivo e buona fede del cliente*, cit., p. 33.

¹⁷² Cfr. PAGLIANTINI, *La nullità di protezione come una nullità selettiva?*, in *Foro it.*, 2019, I, c. 98

¹⁷³ Cfr. RORDORF, *Buona fede e nullità selettiva nei contratti d'investimento finanziario*, in *www.questionegiustizia.it*, p. 6.

l'esclusivo potere di attivazione in giudizio del rimedio invalidante, ma sarebbe l'unica a giovare degli effetti dell'accertata nullità, divenendo così anche l'unica legittimata ad agire per la ripetizione delle prestazioni rese a valle del contratto quadro dichiarato nullo¹⁷⁴.

Per questa via le Sezioni Unite hanno così optato per un'"operatività piena, processuale e sostanziale, del regime giuridico delle nullità di protezione esclusivamente a vantaggio del cliente"¹⁷⁵, sempre comunque al netto del correttivo della buona fede, come si vedrà *infra*, e ciò proprio all'esito del confronto tra l'art. 23 T.u.f. e le richiamate norme del T.u.b. e del codice del consumo, ritenendo che un diverso trattamento della nullità di protezione per i contratti del settore finanziario, di quello bancario e di quello consumeristico, "non sarebbe giustificato e si presterebbe a sospetti d'illegittimità costituzionale per

¹⁷⁴ Cfr. Sul punto Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit., punto 17.1.2 motivazione. Invero, la regola dell'operatività a vantaggio parrebbe unicamente giustificare una limitazione in capo all'intermediario del potere di agire in via riconvenzionale al fine di chiedere la ripetizione degli ordini non impugnati dal cliente, ma comunque travolti dalla nullità, lo nota PAGLIANTINI, *La nullità di protezione come una nullità selettiva?*, cit., p. 988. In virtù dell'operatività a vantaggio del rimedio, il cliente avrebbe così la facoltà di scegliere le operazioni da demolire (tramite un c.d. *Cherry picking*), rimanendo tuttavia soggetto agli effetti caducatori e conseguentemente restitutori dell'ablazione del contratto, cfr. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità 'selettive'. A proposito dell'ordinanza di rimessione alle sezioni unite n. 12390/2017*, cit., p. 842 ss. Da tale impostazione discende allora che le restituzioni da nullità dichiarata (art. 1422 c.c.) non subiscano alcuna deviazione dallo statuto della nullità protettiva: l'intermediario deve restituire il denaro ricevuto dall'investitore – oltre ai frutti – e questi dovrà a sua volta ritrasferire i titoli acquistati con le cedole e i rendimenti eventualmente incassati. Tale lettura è invero sconfessata, o superata, dalla Corte, la quale afferma espressamente che: "l'intermediario non può avvalersi della dichiarazione di nullità in relazione alle conseguenze, in particolare restitutorie, che ne possono scaturire a suo vantaggio ...", e che "l'indebito, così come previsto nell'art. 1422 cod. civ., può operare solo ove la legge non limiti con norma inderogabile la facoltà di far valere la nullità ed i suoi effetti in capo a uno dei contraenti ...", cfr. Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit., punto 17.1.2 motivazione.

¹⁷⁵ Sotto questo profilo, la Corte aderisce *in toto* alla ricostruzione operata da Cass., 27 aprile 2016, n. 8395, cit., p. 1098 ss., che aveva ammesso la selezione da parte del cliente degli ordini da caducare e al contempo negato qualsiasi pretesa restitutoria in capo all'intermediario. Sul punto non è secondario notare come il relatore della sentenza in commento sia lo stesso di Cass., 27 aprile 2016, n. 8395, cit.

la sua irragionevolezza”¹⁷⁶.

La Corte costruisce così lo statuto normativo comune alle varie ipotesi di nullità protettive e lo differenzia nettamente da quello proprio delle nullità codicistiche, assumendo rilievo, a tal riguardo, la disapplicazione *tout court* della bilateralità e reciprocità della disciplina dell’indebito oggettivo una volta che sia stata dichiarata la nullità di protezione (la ripetizione è infatti sottratta all’intermediario)¹⁷⁷. Ammettendo la selezione degli ordini da demolire e impedendo qualsiasi ripetizione all’intermediario (che non può giovare di alcun effetto di propagazione della nullità del contratto quadro), la Corte enuclea un regime giuridico della nullità di protezione che, oltre a comprendere la legittimazione esclusiva in capo al cliente, ha come tratto caratterizzante l’operatività unidirezionale – e ad esclusivo vantaggio del cliente – degli effetti discendenti dalla dichiarata nullità¹⁷⁸.

È indubbio che il regime della nullità di protezione così ricostruito si ponga agli antipodi rispetto a quello della nullità codicistica, come risulta delineato dagli artt. 1418 e 1422 cod. civ. La soluzione offerta dalla Suprema Corte, invero, non appare condivisibile e, immancabilmente, ha attratto severe osservazioni da parte della dottrina, che si ritiene di condividere¹⁷⁹.

¹⁷⁶ Sul punto, cfr. RORDORF, *Buona fede e nullità selettiva nei contratti d’investimento finanziario*, cit., p. 6.

¹⁷⁷ In particolare, cfr. Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit., punto 23 della motivazione: “... l’intermediario, alla luce del peculiare regime giuridico delle nullità di protezione, non può avvalersi degli effetti diretti di tale nullità e non può conseguentemente agire in via riconvenzionale od in via autonoma ex artt. 1422 e 2033 cod. civ.”.

¹⁷⁸ Cfr. ancora Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, cit., punto 23 della motivazione: “Anche in relazione all’art. 23, comma 3, d.lgs. n. 58 del 1998, il regime giuridico delle nullità di protezione opera sul piano della legittimazione processuale e degli effetti sostanziali esclusivamente a favore dell’investitore, in deroga agli artt. 1421 e 1422 cod. civ.”.

¹⁷⁹ Alcuni tra i più assorbenti argomenti contrari alla linea seguita dalla Corte con la sentenza a Sezioni Unite del 2019 richiamata nel testo – che, per quanto concerne

L'assetto enucleato dalla Corte appare, infatti, difficilmente compatibile con la disciplina degli effetti dell'azione di nullità. A tal riguardo, non si è mancato di rilevare come il giudicato sulla questione di nullità¹⁸⁰, facendo venir meno ab origine ed *ex tunc* il titolo in base al quale le parti del contratto, e non solo quella legittimata all'azione, possono vantare diritti su di esso, legittimi necessariamente entrambe le parti all'esperienza delle azioni restitutorie relative a quei diritti dei quali avevano disposto con il contratto nullo e ciò in conformità alla disciplina sull'indebito oggettivo, ma ancor prima agli effetti della nullità del contratto quadro, necessariamente a cascata sui singoli ordini a valle dello stesso¹⁸¹.

l'operatività degli effetti dell'azione di nullità di cui all'art. 23 T.u.f. ha sostanzialmente aderito al precedente di Cass., 27 aprile 2016, n. 8935, cit. – erano stati già da tempo sollevati dalla dottrina e dalla giurisprudenza. Si è, infatti, osservato come la natura relativa della nullità attenga alla legittimazione a farla valere, e non agli effetti che ne scaturiscono: unilaterale è cioè la possibilità di dedurre in giudizio la nullità, mentre le conseguenze che discendono dalla declaratoria di nullità sono quelle ordinarie, bilaterali e reciproche, cfr. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., pag. 318.

Con specifico riferimento alla decisione delle Sezioni Unite del 2019, cfr. A. DALMARTELLO, *La nullità di protezione ex art. 23 Tuf tra uso selettivo e buona fede del cliente*, cit., p. 32 ss.; GIROLAMI, *L'uso selettivo della nullità di protezione: un falso problema?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, I, p. 154 ss.; RORDORF, *Buona fede e nullità selettiva nei contratti d'investimento finanziario*, cit., p. 1 ss.; PAGLIANTINI, *L'irripetibilità virtuale della nullità di protezione nella cornice di un'eccezione ex fide bona*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II, p. 169 ss.; MONTICELLI, *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II, p. 163 ss.; SCOGNAMIGLIO, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo della nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II, p. 176 ss.; TONINI, *Nullità selettiva del contratto di investimento e principio di buona fede*, in *Annuario del Contratto*, 2019, p. 304 ss. In senso contrario MAFFEIS, *Le disavventure di un contraente tollerato: l'investitore e le restrizioni alla selezione degli investimenti che impugna*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II, p. 160 ss.

¹⁸⁰ Poiché la Corte afferma che la declaratoria di nullità del contratto quadro non può che avere valore di giudicato, cfr. anche punto 23 della motivazione: “L'azione rivolta a far valere la nullità di alcuni ordini di acquisto richiede l'accertamento dell'invalidità del contratto quadro. Tale accertamento ha valore di giudicato ...”.

¹⁸¹ Pur comunque con il temperamento di cui all'art. 1422 c.c. relativo all'usucapione e all'intervenuta prescrizione dell'azione di ripetizione ex art. 2033 c.c., cfr. sul punto MONTICELLI, il quale ritiene che la conclusione delle Sezioni Unite per cui: “l'intermediario, alla luce del peculiare regime giuridico delle nullità di protezione, non può avvalersi degli effetti di tale nullità e non può conseguentemente agire in via

Va poi aggiunto che l'effetto tipico della dichiarata nullità del contratto non possa nemmeno essere influenzato dalla legittimazione relativa del rimedio invalidante né dalla sua *ratio* protettiva che, per come tipizzata e sebbene sia posta ad esclusivo interesse e azionabilità del cliente, non consente comunque a questo di selezionare le operazioni da caducare a valle dell'accordo quadro¹⁸². Ad essere relativa, si nota, è esclusivamente la legittimazione a far valere tale nullità e non anche gli effetti che da questa sono prodotti, i quali non sono suscettibili di alcuna deviazione da parte dell'investitore che la fa valere¹⁸³.

Appare così veramente opinabile pretendere di ricavare dalla legittimazione ad attivare il rimedio (art. 23, comma 3, T.u.f.) conseguenze in ordine agli effetti della nullità del contratto quadro e al regime delle azioni di indebito oggettivo che ne derivano. A tal riguardo, seppur sia stato notato come il carattere neutrale della disciplina dell'indebito si ponga in contrasto con un'interpretazione

riconvenzionale od in via autonoma ex artt. 1422 e 2033 cod. civ.”, appare viziata da un salto logico ed è una vera e propria forzatura del sistema: “*giacché essa apoditticamente nega quella che è una conseguenza consustanziale, perché espressamente prevista dall’ordinamento e rispondente a stringenti principi logico giuridici, alla declaratoria di nullità*”, cfr. MONTICELLI, *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, cit., p. 163 ss.

¹⁸² Cfr. GIUDICI, *Contratti per consulenza*, cit. p. 1121 ss.

¹⁸³ Cfr. PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, cit., p. 36; FERRO-LUZZI, *In tema di invalidità del contratto per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, II, p. 465 ss., spec. p. 477, il quale efficacemente osserva: “*...all’investitore non è stato conferito alcun potere circa gli effetti che l’eventuale declaratoria di nullità ha sui rapporti sorti “a valle” del negozio dichiarato nullo. La “relatività” della ridetta disciplina attiene al “se” e non già agli “effetti”, non sussistendo alcun principio in base al quale il soggetto a cui è attribuito in via unica il potere di esercitare l’azione di nullità può anche – in una sorta di ortopedia giuridica – limitarne poi gli effetti*”. Da ultimo anche MONTICELLI, il quale rileva come la legittimazione relativa del cliente non può anche comportare che questi, una volta che decida liberamente di esercitare il potere conferitogli, diventi anche arbitro degli effetti che da tale esercizio naturalmente conseguono; trattandosi infatti di effetti che necessariamente conseguono dall’accertata nullità del contratto, cfr. MONTICELLI, *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, cit., p. 163 ss.

funzionale delle nullità di protezione¹⁸⁴, soggiunge la considerazione per cui il superamento di tale neutralità non possa essere demandato all'opera dell'interprete, richiedendo invece uno specifico intervento normativo, che conformi la regolamentazione delle restituzioni al miglior interesse del cliente che agisca in giudizio facendo valere la nullità di protezione¹⁸⁵. La necessità di un chiaro e univoco segnale da parte del legislatore è poi tanto più opportuna qualora si abbia a che fare con una figura di nullità – quella protettiva – che, per come intesa dalla Corte di cassazione nella sentenza a Sezioni Unite del 2019 più volte richiamata, si discosta enormemente dalla concezione originaria della nullità codicistica. Per tali ragioni, si ritiene che anche l'interpretazione estensiva dell'art. 127, comma 2, T.u.b., adombrata dalla Corte – e, conseguentemente, dell'art. 36, comma 3, Codice del consumo – non possa essere condivisa.

Da questo punto di vista è allora possibile scorgere tutti i limiti intrinseci del tentativo di creazione giurisprudenziale di uno statuto comune della nullità di protezione. In particolare, non sembra potersi legittimare una dilatazione dell'intervento pretorio (seppur nella sua composizione più eminente) sino alla latitudine della riscrittura *tout court* della disciplina degli effetti dell'azione di nullità che, come è stato efficacemente notato, *“per quanto non espressamente regolato dalla legislazione di settore nella prospettiva della protezione del*

¹⁸⁴ PAGLIANTINI, *L'irripetibilità virtuale della nullità di protezione*, cit., p. 169 ss.

¹⁸⁵ Lo rileva SCOGNAMIGLIO, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo della nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, cit., p. 176 ss. Critica anche GIROLAMI, la quale ritiene come la ratio protettiva della previsione di nullità ex art. 23 T.u.f. si esaurisca con la scelta della parte legittimata di agire o rinunciare all'azione. Il cliente può così decidere di non caducare il contratto se nel complesso il servizio di investimento lo soddisfa, come pure può decidere di farne dichiarare la nullità se questo risponda meglio al proprio interesse: *“Quello che, invece, la legge non sembra prevedere è che la protezione dell'investitore si debba spingere sino ad un utilizzo arbitrario dello strumento invalidante a lui accordato, interferendo con le regole generali che disciplinano le conseguenze della nullità contrattuale”*, cfr. GIROLAMI, *L'uso selettivo della nullità di protezione: un falso problema?*, cit., p. 154 ss., spec. p. 157.

consumatore, o del cliente, resta affidata all'impianto generale del codice civile"¹⁸⁶.

*

4. SEGUE. L'ECCEZIONE DI DIFETTO DI BUONA FEDE E IL RIEQUILIBRIO DEL RAPPORTO INTERMEDIARIO-CLIENTE

Se il carattere protettivo della nullità di cui all'art. 23 T.u.f. (secondo l'ultimo arresto delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione richiamato) è idoneo a conformare anche gli effetti del rimedio invalidante ad esclusivo vantaggio del cliente, tuttavia, sono le stesse Sezioni Unite nella medesima decisione del 4 novembre 2019 n. 28314, ad avvertire il rischio che una tale ipertutela della parte formalmente più debole del rapporto possa in concreto debordare in vantaggi economicamente non giustificabili¹⁸⁷ o in comportamenti opportunistici¹⁸⁸.

E così, la Suprema Corte ha inteso porre equilibrio nel rapporto investitore-intermediario richiamando il principio di buona fede, strumento individuato per circoscrivere il limite entro il quale è possibile dare credito all'azione di nullità del contratto quadro tesa a

¹⁸⁶ Cfr. SCOGNAMIGLIO, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo della nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, cit., p. 176 ss., spec. p. 179.

¹⁸⁷ Cfr. RORDORF, *Buona fede e nullità selettiva nei contratti d'investimento finanziario*, cit., p. 7, il quale osserva: "Se l'esecuzione del medesimo contratto ha generato in alcune fasi dei guadagni ed in altre delle perdite, e se l'accertamento della nullità consente al contraente protetto di elidere le perdite, è difficile trovare una plausibile giustificazione al fatto che egli possa contemporaneamente trattenere i guadagni, perché conseguirebbe così un'utilità che non avrebbe ottenuto (quanto meno non in quella misura) se, reso edotto del vizio inficiante il contratto, egli si fosse astenuto dallo stipularlo o se gli fosse stata data la possibilità di stipularlo a condizioni diverse".

¹⁸⁸ Sul concetto di opportunismo, cfr. però le considerazioni di MAFFEIS, il quale ritiene che non possa qualificarsi opportunistica l'investitore che pretenda di fare un uso selettivo del rimedio di nullità accordatogli al fine di perseguire il proprio esclusivo vantaggio di caducare le operazioni economicamente rovinose, cfr. MAFFEIS, *Nullità selettive: la "particolare importanza" di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi e il processo civile come contesa fra opportunisti*, in *Corr. giur.*, 2019, p. 178 ss.

selezionare gli ordini non remunerativi¹⁸⁹; con la importante precisazione, però, che tale uso selettivo non è di per sé contrario alla buona fede (oggettiva), ma potrebbe rivelarsi tale solo in seguito all'esame concreto delle operazioni di investimento eseguite in corso di rapporto e del loro rendimento¹⁹⁰.

Il riferimento al principio di buona fede è giustificato dalla Corte in virtù della sua operatività trasversale, *“non limitata soltanto alla definizione del sistema di protezione del cliente”*, bensì comprensiva anche di un sindacato sul rimedio di nullità laddove si determini un *“ingiustificato pregiudizio”* per la parte forte del contratto. A tal riguardo, la Corte ritiene che i principi costituzionali di solidarietà ed eguaglianza (artt. 2, 3, 41 e 47 Cost.) posti a fondamento del regime giuridico delle nullità di protezione, debbano necessariamente operare anche in funzione di *“riequilibrio effettivo endocontrattuale quando l'azione di nullità, utilizzata come nella specie in forma selettiva, determini esclusivamente un sacrificio economico sproporzionato nell'altra parte. Limitatamente a tali ipotesi, l'intermediario potrà opporre all'investitore un'eccezione, qualificabile come di buona fede,*

¹⁸⁹ Cfr. Cass. Sez. un, 4 novembre 2019 n. 28314, cit., punto 22.2 motivazione: *“L'uso selettivo del rilievo della nullità del contratto quadro non contrasta, in via generale, con lo statuto normativo delle nullità di protezione ma la sua operatività deve essere modulata e confermata dal principio di buona fede secondo un parametro da assumersi in modo univoco e coerente”*.

¹⁹⁰ In particolare, cfr. Cass. Sez. un, 4 novembre 2019 n. 28314, cit., punto 22.2 della motivazione, dove si legge: *“Ove si ritenga che l'uso selettivo delle nullità di protezione sia da stigmatizzare ex se, come contrario alla buona fede, solo perché limitato ad alcuni ordini di acquisto, si determinerà un effetto sostanzialmente abrogativo del regime giuridico delle nullità di protezione, dal momento che si stabilisce un'equivalenza, senza alcuna verifica di effettività, tra uso selettivo della nullità e violazione del canone di buona fede”*; e punto 22.3 motivazione: *“Al fine di modulare correttamente il meccanismo di riequilibrio effettivo delle parti contrattuali di fronte all'uso selettivo della nullità di protezione, non può mancare un esame degli investimenti complessivamente eseguiti, ponendo in comparazione quelli oggetto dell'azione di nullità, derivata dal vizio di forma del contratto quadro, con quelli che ne sono esclusi, al fine di verificare se permanga un pregiudizio per l'investitore corrispondente al petitum azionato. In questa ultima ipotesi deve ritenersi che l'investitore abbia agito coerentemente con la funzione tipica delle nullità protettive, ovvero quella di operare a vantaggio di chi le fa valere”*.

idonea a paralizzare gli effetti restitutori dell'azione di nullità selettiva proposta soltanto in relazione ad alcuni ordini"¹⁹¹.

Tanto premesso, nel tentativo di fornire una soluzione al contempo netta e pragmatica, la Corte enuclea un preciso limite oltre il quale la buona fede deve ritenersi violata dal cliente, giustificando così l'eccezione paralizzante da parte dell'intermediario¹⁹². In particolare, *“L'eccezione sarà opponibile, nei limiti del petitum azionato, come conseguenza dell'azione di nullità, ove gli investimenti, relativi agli ordini non coinvolti dall'azione, abbiano prodotto vantaggi economici per l'investitore. Ove il petitum sia pari od inferiore ai vantaggi conseguiti, l'effetto impeditivo sarà integrale. L'effetto impeditivo sarà, invece, parziale, ove gli investimenti non colpiti dall'azione di nullità abbiano prodotto risultati positivi ma questi siano di entità inferiore al pregiudizio determinato nel petitum”*¹⁹³.

¹⁹¹ Secondo la condivisibile opinione di GIROLAMI il richiamo ai principi Costituzionali operato dalla Corte appare in realtà superfluo. In particolare, l'A. ritiene potesse bastare il riferimento all'art. 1375 c.c., e più in generale all'art. 1175 c.c. ove si prevede la buona fede oggettiva quale principio ordinante della disciplina delle obbligazioni di cui il contratto non è che una delle fonti, cfr. GIROLAMI, *L'uso selettivo della nullità di protezione: un falso problema?*, cit., p. 154 ss.

¹⁹² Eccezione che deve essere oggetto di specifica allegazione e che, secondo la Corte, operando su di un piano diverso da quello dell'estensione degli effetti della dichiarata nullità, non è configurabile come in senso stretto, non agendo sui fatti costitutivi dell'azione di nullità dalla quale scaturiscono gli effetti restitutori, ma sulle modalità di esercizio dei poteri endocontrattuali delle parti, cfr. punto 23 motivazione.

¹⁹³ Cfr. Cass. Sez. un, 4 novembre 2019 n. 28314, cit., punto 23 della motivazione, v. anche punto 22.3 motivazione: *“Pertanto, per accertare se l'uso selettivo della nullità di protezione sia stato oggettivamente finalizzato ad arrecare un pregiudizio all'intermediario, si deve verificare l'esito degli ordini non colpiti dall'azione di nullità e, ove sia stato vantaggioso per l'investitore, porlo in correlazione con il petitum azionato in conseguenza della proposta azione di nullità. Può accertarsi che gli ordini non colpiti dall'azione di nullità abbiano prodotto un rendimento economico superiore al pregiudizio confluente nel petitum. In tale ipotesi, può essere opposta, ed al solo effetto di paralizzare gli effetti della dichiarazione di nullità degli ordini selezionati, l'eccezione di buona fede, al fine di non determinare un ingiustificato sacrificio economico in capo all'intermediario stesso. Può, tuttavia, accertarsi che un danno per l'investitore, anche al netto dei rendimenti degli investimenti relativi agli ordini non colpiti dall'azione di nullità, si sia comunque determinato. Entro il limite del pregiudizio per l'investitore accertato in giudizio, l'azione di nullità non contrasta con il principio di buona fede. Oltre tale limite,*

In un'ottica nomofilattica, è sicuramente da apprezzare lo sforzo della Corte nel concepire una regola *matematica* che tenga conto tanto degli investimenti complessivamente eseguiti nel corso del rapporto dichiarato nullo, quanto del pregiudizio effettivamente subito dall'investitore¹⁹⁴. L'intento della Corte è chiaro: consegnare nelle mani del giudice un criterio semplice, rappresentato da un mero calcolo aritmetico, idoneo a stabilire caso per caso se la selezione operata dal cliente sia conforme o meno a buona fede. Sebbene, quindi, la motivazione della richiamata sentenza a Sezioni Unite sia molto sofisticata e non facilmente intellegibile, la conclusione cui perviene la Corte – almeno nelle intenzioni – si presenta come estremamente pratica, perché in fin dei conti pratico è anche tutto il problema della nullità selettiva.

Da questo punto di vista, può essere allora apprezzata la scelta della Corte di far riferimento a un criterio oggettivo di buona fede, un criterio *di calcolo*, liberando così il campo da valutazioni soggettive e da conseguenti problemi di ordine probatorio. Il riferimento è all'*exceptio doli generalis* che, come precedentemente esaminato *supra* (cfr. parte prima, par. 5, pag. 36 ss.), era stata prospettata quale possibile argine al contegno selettivo del cliente¹⁹⁵. Secondo la Corte,

opera, ove sia oggetto di allegazione, l'effetto paralizzante dell'eccezione di buona fede. Ne consegue che, se, come nel caso di specie, i rendimenti degli investimenti non colpiti dall'azione di nullità superino il petitum, l'effetto impeditivo è integrale, ove invece si determini un danno per l'investitore, anche all'esito della comparazione con gli altri investimenti non colpiti dalla nullità selettiva, l'effetto paralizzante dell'eccezione opererà nei limiti del vantaggio ingiustificato conseguito".

¹⁹⁴ Critico con l'impostazione della Corte, MAFFEIS, *Le disavventure di un contraente tollerato: l'investitore e le restrizioni alla selezione degli investimenti che impugna*, cit., p. 160 ss., che sottolinea come sarebbe paradossale: "considerare contro la buona fede l'esercizio c.d. selettivo dell'azione di nullità da parte dell'investitore e invece conforme alla buona fede l'eccezione dell'intermediario, il quale, per fare scattare la regola della sottrazione dei guadagni dalle perdite, deve allegare per parte sua di avere posto in essere investimenti senza la previa conclusione di un valido contratto di investimento, così lucrando l'equivalente dei guadagni dell'investitore sul presupposto di un suo gravissimo inadempimento".

¹⁹⁵ Cfr. nota 67.

infatti, l'eccezione di dolo sarebbe di non facile applicazione, in primo luogo poiché incentrata su caratteristiche soggettive dell'agire scorretto dell'investitore¹⁹⁶ e, in secondo luogo, perché escludente ogni rilevanza alla oggettiva determinazione di un ingiustificato e sproporzionato sacrificio di una sola parte contrattuale¹⁹⁷.

¹⁹⁶Dubbioso DALMARTELLO, il quale ritiene che il riferimento alla malizia dell'investitore non implichi necessariamente un'indagine psicologica dell'agente; in particolare, per il fruttuoso esperimento dell'eccezione di dolo basterebbe escludere che la scorrettezza del cliente non emerga in modo meccanico dal semplice fatto dell'impugnazione selettiva e degli esiti degli ordini, cfr. A. DALMARTELLO, *La nullità di protezione ex art. 23 Tuf tra uso selettivo e buona fede del cliente*, cit., p. 32 ss. L'eccezione di dolo è inoltre scartata dalla Corte perché postulerebbe che l'uso selettivo delle nullità di protezione determini sempre la violazione del canone di buona fede, cfr. Cass. Sez. un, 4 novembre 2019 n. 28314, cit., punto 19 motivazione. Tale premessa non può essere accolta perché per le Sezioni Unite una siffatta conseguenza svuoterebbe il senso protettivo della nullità di cui all'art. 23 T.u.f., cfr. sempre Cass. Sez. un, 4 novembre 2019 n. 28314, cit., punto 19 motivazione: "... *con tale impostazione, si trascura la strutturale vocazione delle nullità protettive ad un uso selettivo, ancorché non arbitrario, in quanto correlato alla operatività a vantaggio esclusivo di uno dei contraenti*".

¹⁹⁷Invero, non si nega che in alcuni casi la condotta del cliente possa apparire *ictu oculi* immeritevole di tutela, perché contraria al generale principio di buona fede ex artt. 1175 e 1375 c.c. (identifica il giudizio di buona fede come strumento più appropriato per impedire *in casi eccezionali* un uso opportunistico della nullità relativa, AFFERNI, *Rimessa alle Sezioni Unite la questione della nullità del contratto di investimento firmato dal solo cliente*, cit., p. 1243 ss.). In particolare, può capitare che il cliente, avendo effettuato per molti anni e con successo svariati investimenti mobiliari, d'un tratto decida di far valere il difetto di forma del contratto quadro stipulato anni addietro, al solo fine di eliminare singole operazioni svantaggiose, pretendendo di tenere invece intatte quelle remunerative (tale situazione, potrebbe agevolare un abusivo e non previsto *ius poenitendi* in capo al cliente, GIULIANI, *Nullità del contratto quadro di investimento per difetto di sottoscrizione dell'intermediario e abuso del diritto*, cit., p. 1110 ss.). In una tale condizione, verrebbe distorta irrimediabilmente la *ratio* della nullità di cui all'art. 23 T.u.f., che da strumento posto a tutela del cliente diventerebbe abusivo grimaldello – azionabile per giunta a sua esclusiva discrezione – per neutralizzare le operazioni infruttuose. Viepiù, la condotta dell'investitore che ha posto in essere una serie di investimenti per un numero prolungato di anni, tradirebbe il legittimo affidamento della banca, sia sul riconoscimento della piena validità ed efficacia del contratto quadro, sia sulla volontà di effettuare e mantenere gli investimenti, di cui poi ha invece contestato la nullità (tale argomento è eccepito dalle banche per invocare una sorta di convalida/sanatoria del contratto nullo, comunque al di fuori dello schema dell'art. 1423 c.c., cfr. nota 68).

Tali argomentazioni sono sicuramente suggestive, e pur tuttavia non risolvono alla radice il problema della nullità selettiva. L'eccezione di dolo generale, infatti, mal si presta ad assumere il ruolo di ontologico strumento in grado di paralizzare qualsiasi domanda di nullità selettiva. Anzitutto, manca una norma generale che preveda l'eccezione di dolo e ne delinei con nettezza i presupposti, di talché il suo utilizzo

Tuttavia, non possono tacersi le difficoltà che la soluzione della Corte pone tanto sul piano dogmatico, quanto – anche al di là delle buone intenzioni – su quello eminentemente pratico.

In primo luogo, se si ritiene apprezzabile il fine perseguito dalla Corte, e cioè il sostanziale riequilibrio del rapporto cliente-intermediario, appare invece problematico il richiamo alla buona fede oggettiva. Come noto, la buona fede oggettiva tutela l'affidamento della controparte contrattuale (art. 1375 cod. civ.) o del soggetto che si colloca all'altro estremo del rapporto obbligatorio (art. 1175 cod. civ.): essa è criterio governante la stipulazione, l'adempimento, l'interpretazione e la generale conduzione dei rapporti (contrattuali e/o obbligatori) tra le parti. Nel caso in esame, invece, il canone di buona fede appare riferito piuttosto al modo in cui una parte fa valere in giudizio un proprio diritto, leso da un fenomeno di patologia negoziale, e ai limiti entro cui l'azione esperita a tutela di tale diritto possa ritenersi corretta¹⁹⁸. Si è così dubitato se abbia veramente senso evocare l'applicazione del principio di buona fede in una vicenda che in realtà con il contratto non ha a che fare, dal momento che un rapporto contrattuale non vi è più, ed anzi non vi è mai stato, appunto perché esso non è stato validamente concluso¹⁹⁹.

dovrà essere per forza di cose rimesso al delicato apprezzamento del giudice, il quale, caso per caso, dovrà verificare che nella fattispecie concreta il cliente fosse in mala fede e abbia abusato del suo diritto. Parallelamente, non sembra facile nella pratica dimostrare il dolo o la mala fede dell'investitore. Per mala fede o dolo, si intende in questo settore la conoscenza da parte del cliente della invalidità del contratto quadro e, ciononostante, l'aver inteso danneggiare l'intermediario proseguendo in operazioni finanziarie (anche altamente rischiose). A tal riguardo, una recente decisione della Cassazione ha confermato tale difficoltà, escludendo la mala fede del cliente, in tal modo disattendendo così l'eccezione di dolo generale sollevata dall'intermediario, che era stata respinta anche dalla Corte d'Appello (Cass., ord., 16 marzo 2018, n. 6664, cit., p. 543 ss.).

¹⁹⁸ Cfr. RORDORF, *Buona fede e nullità selettiva nei contratti d'investimento finanziario*, cit., p. 7.

¹⁹⁹ Cfr. GUIZZI, *Le Sezioni Unite e le "nullità selettive" nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, in *dirittobancario.it*, 4 dicembre 2019.

Va anche osservato che se la buona fede oggettiva viene utilizzata dalla Corte per delimitare il perimetro delle pretese restitutorie del cliente, vagliando la meritevolezza dell'azione di nullità “*entro il limite del pregiudizio per l'investitore accertato in giudizio*”, e operando – oltre tale limite – l'effetto paralizzante (parziale o totale) dell'eccezione di buona fede, deve anche essere detto che una tale logica evoca nemmeno troppo velatamente l'istituto della *compensatio lucri cum damno*. Ed anche in questo caso il riferimento è problematico, poiché, come è noto, la *compensatio lucri* orbita nell'area dell'azione di risarcimento del danno, rimanendo invece ben distante da quella dell'azione di nullità²⁰⁰.

Infine, con valenza forse più assorbente rispetto alle fragilità appena descritte, sebbene la Corte abbia cercato di enucleare con nettezza una regola di giudizio per il giudice rimettente, non sembra che la soluzione proposta sia così incisiva all'atto dell'applicazione pratica²⁰¹. La Corte, infatti, non chiarisce sino in fondo in che modo vadano concretamente considerate le perdite e i guadagni da mettere a saldo, né individua il momento temporale in cui porre in essere l'operazione di comparazione tra guadagni complessivi e perdite lamentate dal cliente né, infine, pone un distinguo tra strumenti finanziari azionari e obbligazionari e poi tra quelli quotati nei mercati regolamentati (e quindi liquidi) e quegli altri c.d. *Over the counter* (quindi non quotati nei mercati regolamentati e

²⁰⁰ Come nota infatti MONTICELLI, il quale osserva che l'istituto della *compensatio lucri cum damno* sia: “*tipico dell'azione risarcitoria, riposando, ai fini dell'accoglimento della richiesta di risarcimento danni, sulla c.d. teoria differenziale, in ragione della quale occorre valutare la situazione patrimoniale prima e dopo l'evento; pertanto, la quantificazione del danno, ai fini dell'accoglimento o meno della domanda, dovrebbe tener conto degli eventuali vantaggi che il danneggiato può aver ottenuto come conseguenza dell'evento lesivo, conseguente ad un illecito aquiliano o, anche, ad un inadempimento contrattuale*”. Secondo l'A. nella fattispecie sottoposta alla Corte è innegabile che: “*non sussiste né l'uno né l'altro*”, disvelando così tutti i limiti del richiamo – seppur indiretto – operato dal Collegio all'istituto della *compensatio*. Cfr. MONTICELLI, *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, cit., p. 163 ss., spec. p. 167.

²⁰¹ Almeno da una prima lettura e con la speranza di venire contraddetti.

più soggetti ad essere illiquidi)²⁰². Ulteriore difficoltà si ravvede poi nella definizione dei risultati (se positivi o negativi per l'investitore e, soprattutto, *quanto* positivi o negativi) di quegli investimenti, specialmente ove si tratti di investimenti in prodotti soggetti a frequente oscillazione, che – alla data della citazione in giudizio – siano ancora in essere.

Infine, si pensi all'ipotesi – assai frequente – in cui il rapporto di investimento tra intermediario e cliente si sia protratto per diversi anni: è evidente che, in tale circostanza, si renderà quasi certamente complessa la ricostruzione dei rendimenti degli investimenti non contestati, che risulterà tanto più articolata quanto più elevata sarà stata la movimentazione del portafoglio del cliente.

*

Valgano ora alcune notazioni di chiusura in merito a quanto sino ad ora delineato circa le conseguenze restitutorie della dichiarata nullità del contratto quadro.

²⁰²Molto critico sulla tenuta operativa del criterio enucleato dalla Corte è GUIZZI, *Le Sezioni Unite e le "nullità selettive" nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, cit., p. 2, il quale, con riferimento alla differenza di trattamento che potrebbe prospettarsi in relazione agli strumenti acquistati sui mercati regolamentati e quelli invece *Over the counter*, osserva: "Il problema si può porre già per gli strumenti che pure siano quotati su mercati regolamentati, e per i quali esiste almeno un termine oggettivo di valutazione: in questo caso il valore da detrarre si determina sulla base del prezzo di mercato alla data della domanda o alla data dell'eccezione? E quid iuris se poi alla data della sentenza si sia avuto un aumento o una perdita di valore, sempre in termini di prezzo di quotazione, rispetto all'investimento in questione? Ma il problema è ancora più accentuato ove si tratti di strumenti finanziari che non siano quotati su mercati regolamentati, e che si presentino addirittura come illiquidi, e pur tuttavia l'emittente è ancora in bonis, non versando in alcuna situazione di crisi o di insolvenza. In questi casi, se lo strumento è di tipo azionario, quale sarà il valore da detrarre: il valore del capitale investito o piuttosto il valore risultante sulla base del patrimonio netto contabile? e poi a quale data? Se lo strumento è, invece, obbligazionario: sarà consentito tenere conto del valore nominale, ipotizzandolo come quello che sarà rimborsato alla scadenza, oppure tale valore dovrà essere in qualche modo attualizzato, anche al fine di scontare l'incertezza su quale sarà in futuro l'andamento dell'attività dell'emittente? Così ancora, ove l'obbligazione venga a scadenza nel futuro, si potrà tenere o no conto delle cedole che sono destinate ancora a maturare?".

Sul punto occorre anzitutto precisare che, differentemente da quanto pare aver inteso Cass., sez. un., n. 28314/2019, non per forza il necessario effetto a cascata della nullità del contratto quadro sui singoli ordini di investimento a valle è da ritenersi sfavorevole per il cliente. Si ritiene invece che tale inderogabile conseguenza della caducazione dell'accordo programmatico tra intermediario e cliente salvaguardi la ratio protettiva di cui all'art. 23 T.u.f. Invero, è opportuno distinguere tra la dichiarazione di nullità del contratto quadro e l'autonoma azione di ripetizione dell'indebito oggettivo, attivabile all'esito della dichiarata nullità. La nullità del contratto quadro, che se cade travolge con sé gli atti esecutivi privi di causa, non obbliga però l'investitore a spiegare domanda di restituzione ex art. 2033 cod. civ. su tutti gli ordini-investimenti conclusi a valle del contratto quadro viziato. Dopo tutto, la nullità in parola è posta a protezione del cliente, e così non si vede perché questo non possa esperire a buon diritto azione di ripetizione del capitale investito e degli interessi su questo maturati solamente su quegli ordini dai quali si senta maggiormente pregiudicato. Da questo punto di vista, allora, più che parlare di nullità selettiva, si dovrebbe invece discorrere di una attitudine selettiva della restituzione, o di una *ripetizione selettiva*.

D'altro canto, a fronte di un rilievo mirato (e, quindi, selettivo) delle azioni di ripetizione da parte dell'investitore, nulla vieta all'intermediario di far valere mediante un'eccezione riconvenzionale la compensazione tra il *petitum* azionato dall'investitore e le utilità maturate da tutti gli altri investimenti non impugnati, ma ugualmente travolti dalla nullità del contratto quadro²⁰³.

²⁰³ Per questa via, l'intermediario potrebbe allora utilmente eccepire in via riconvenzionale la compensazione legale ex art 1243 c.c. del credito del cliente derivante dalla restituzione del capitale e degli interessi legali versati con l'acquisto degli ordini impugnati, con il suo controcredito derivante dalla restituzione delle cedole e dalle utilità che sono state complessivamente incassate dall'attore e che, a

Si ritiene così di dover predicare la necessaria applicazione delle regole dell'indebito oggettivo all'esito della dichiarata invalidità negoziale del contratto quadro, pur con il correttivo di consentire all'intermediario la sola eccezione di compensazione ed evitando che lo stesso possa spiegare autonoma domanda riconvenzionale per la restituzione dell'eventuale sua maggiore contro-pretesa creditoria.

La conclusione cerca di prendere in considerazione quell'aspetto funzionalistico e protettivo della norma – più volte esplicitamente richiamato da Cass., sez. un., n. 898/2018 nonché da Cass., sez. un., n. 28314/2019 – che, consentendo viceversa una domanda restitutoria vera e propria da parte dell'intermediario, finirebbe con l'essere irrimediabilmente frustrato nei casi in cui l'investitore dovesse subire una condanna di pagamento all'esito dell'intrapreso giudizio di nullità.

Tale soluzione, oltre che a porsi in una linea che si ritiene più aderente con l'impianto codicistico, consente così anche di preservare l'interesse del cliente a non venire condannato alla differenza tra quanto lamentato e quanto complessivamente lucrato dal servizio di investimento prestato dall'intermediario. Com'è noto, infatti, il soggetto convenuto con una domanda di pagamento può eccepire in compensazione il proprio maggior credito, fermo restando che, in concreto, l'eccezione potrà valere a paralizzare la pretesa altrui solo sino alla reciproca concorrenza (cfr. art. 1241 cod. civ.: *“i due debiti si estinguono per le quantità corrispondenti”*).

*

5. LA RESTITUZIONE DI INTERESSI E FRUTTI

I rimedi demolitori del contratto di investimento determinano, al netto delle peculiarità analizzate per l'azione di nullità, il sorgere di –

fronte della dichiarata nullità, sono parimenti attribuzioni prive di causa; esattamente quanto accaduto nelle due pronunce Cass., ord., 16 marzo 2018, n. 6664, cit., p. 543 ss.; Cass., ord., 24 aprile 2018, n. 10116, cit.

reciproci – obblighi restitutori, ciascuno dei quali va fatto valere mediante un'apposita domanda giudiziale. Pertanto, se l'intermediario non propone la domanda di restituzione dei titoli, il giudice non può provvedere sul punto²⁰⁴. Va anche aggiunto che la domanda dell'intermediario dovrebbe, se del caso, estendersi alla restituzione di titoli ottenuti dal cliente mediante l'adesione ad una offerta pubblica di scambio²⁰⁵.

Ciò premesso, nell'alveo dei rimedi restitutori opera poi la regola secondo la quale il soggetto che ha eseguito il pagamento rivelatosi non dovuto ha diritto a frutti ed interessi: che sono dovuti dal giorno del pagamento se chi lo ha ricevuto era in mala fede, oppure dal giorno della domanda giudiziale se l'*accipiens* era invece in buona fede (art. 2033 cod. civ.).

In applicazione di questa regola, l'intermediario sarà quindi tenuto a versare interessi sul capitale da restituire al cliente, e il cliente sarà tenuto a restituire il reddito eventualmente prodotto *medio tempore* dagli strumenti finanziari sotto forma di cedole, dividendi o altro²⁰⁶.

Il contenuto dell'obbligazione restitutoria va quindi parametrato allo stato soggettivo di buona o mala fede dell'*accipiens*, poiché interessi e frutti sono dovuti con decorrenza dal giorno del pagamento

²⁰⁴ Trib. Bologna, 2 marzo 2009; Trib. Palermo, 25 febbraio 2009, *il Caso.it*.

²⁰⁵ Trib. Milano, 28 settembre 2009; Trib. Forlì, 7 aprile 2009, *il Caso.it*.

²⁰⁶ Deve allora specificarsi che il reddito prodotto dallo strumento finanziario intermediato debba essere trattato alla stregua dei frutti civili maturati dal bene (lo strumento finanziario appunto) dato dal risparmiatore in esecuzione del contratto di investimento con l'intermediario. Non è quindi da ritenere fondata la frequente richiesta avanzata nei giudizi di merito da parte dei prestatori di servizi di una restituzione *tout court* – nel senso che si chiedono tutti gli utili prodotti dallo strumento finanziario dall'inizio del rapporto, ignorando la disciplina degli artt. 2033 e 1148 c.c. – degli eventuali utili maturati in capo al cliente, mediante l'argomento che questi non siano frutti civili, escludendosi dunque l'applicazione degli artt. 2033 (e 1148 c.c.). Secondo questa pretesa, mentre i frutti civili sono deputati a remunerare il creditore per la temporanea indisponibilità del denaro dato a prestito, le cedole invece remunerano l'investitore per il rischio dell'investimento (tali considerazioni sono contenute in App. Bologna, 12 maggio 2016, n. 803, Est. Guernelli, in *il Caso.it*, p. 2 della motivazione, che comunque respinge la tesi dell'intermediario).

solo nel caso di sua malafede, altrimenti dal giorno della domanda.

Nella materia delle restituzioni (*rectius* dell'indebito oggettivo) la buona fede è ignoranza, è buona fede soggettiva²⁰⁷. Se l'*accipiens* non sa che il pagamento che ha ricevuto non era dovuto, è in buona fede. Il corollario di questa affermazione è che chiunque voglia far imputare a controparte la malafede, deve provarla. Vi è quindi una buona fede soggettiva e presunta, e ciò vale sia per il risparmiatore che per il prestatore di servizi²⁰⁸.

Se per il cliente questa condizione sembra naturale e pacifica, più problematica può essere la presunzione di buona fede in capo all'intermediario. È opportuno dunque porsi inizialmente dal lato del prestatore di servizi, analizzando che influenza ha la presunzione di buona fede di cui giova, per poi compiere la stessa operazione nei confronti del risparmiatore.

Sotto questo profilo, va segnalato che nella prassi si registra per il vero come molte volte l'investitore nemmeno tenti di superare la presunzione *ex lege*, con la conseguenza che si avrà una condanna alla restituzione di interessi maturati “*dal giorno della domanda*”, respingendosi se proposta la domanda con oggetto la restituzione degli interessi dalla data dell'investimento del capitale.

La circostanza risulta alquanto sorprendente, atteso che la presunzione de quo ha natura *iuris tantum*, soggetta ad essere superata dall'investitore *solvens* che riesca a dimostrare la consapevolezza, da parte dell'intermediario, del fatto che il pagamento ricevuto non era dovuto, oppure, alternativamente, che vi era una sua colpa grave

²⁰⁷ GALLO, *Arricchimento senza causa e quasi contratti (i rimedi restitutori)*, cit., p. 150.

²⁰⁸ MAGGIOLO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nelle prestazioni dei servizi di investimento*, cit., p. 504.

nell'esserne inconsapevole (art. 1147, comma 2, cod. civ.)²⁰⁹.

La prova contraria richiesta al risparmiatore *solvens*, dunque, per ottenere gli interessi maturati sul capitale dal giorno dell'investimento (i.e. del pagamento), ha per oggetto la possibilità che l'investitore dimostri questa consapevolezza in capo all'intermediario. Questa prova, è bene precisare, è in concreto senz'altro possibile nelle ipotesi di nullità del contratto, anche se può non essere immediata. Potrebbe essere invece più complicato, come già evidenziato (v. *supra*), il caso di un pagamento eseguito in adempimento di un contratto poi annullato o, soprattutto, risolto per inadempimento. Qui, il contratto è efficace nel momento dell'esecuzione, ed il pagamento è quindi certamente un atto dovuto; di fatto, non ci può allora essere consapevolezza del contrario. Non si tratta, dunque, di capire se nella materia della ripetizione di indebito si applichi il principio per cui *mala fides superveniens non nocet* (art. 1147, comma 3, cod. civ.), che si tende comunque ad escludere, quanto piuttosto di una incompatibilità anzitutto logica tra pagamento eseguito in base a un contratto efficace nel momento in cui viene adempiuto e consapevolezza del carattere indebito di quello stesso pagamento.

Non sarebbe però possibile superare questa prova con delle presunzioni, perché l'argomento presuntivo non è la prova contraria richiesta dalla legge, come sembra invece avere inteso alcuna giurisprudenza²¹⁰, facendo riferimento al fatto che il prestatore di servizi “*non poteva non conoscere la previsione normativa relativa alla necessità della stipulazione scritta del contratto di negoziazione per la validità di tutti i successivi ordini posti in essere in esecuzione del*

²⁰⁹ In questo senso, Trib. Bologna 15 aprile 2009; Trib. Bologna 2 marzo 2009 in *II Caso.it.*, dove si fa presente che la mala fede non può farsi discendere tout court dalla mera assenza della forma scritta del contratto quadro. Cfr. MAGGIOLÒ, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nelle prestazioni dei servizi di investimento*, cit., nt. 34, p. 506.

²¹⁰ Trib. Mantova 11 dicembre 2008, in *II Caso.it.*

medesimo”²¹¹.

Avendo affermato che si tratta di buona fede soggettiva, l’investitore non potrebbe superare la presunzione allegando il mero fatto che l’invalidità del contratto derivi da un comportamento illecito o illegittimo dell’intermediario, colorandosi la buona fede qui in termini oggettivi e non più soggettivi, poiché si darebbe prova solamente di una slealtà del prestatore di servizi²¹².

Va preso in considerazione ora lo stato soggettivo dell’investitore destinatario di una richiesta di restituzione degli strumenti finanziari e dei corrispettivi frutti maturati. Lo stato soggettivo di buona fede presunto del cliente pare del tutto plausibile e in concreto esistente. Ed invero, pare abbastanza improbabile una situazione ove vi sia stata da parte dell’investitore una consapevolezza dell’invalidità e/o inefficacia dell’acquisto, e quindi del carattere indebito del trasferimento degli strumenti finanziari; né, comunque, l’intermediario sarebbe in grado di superare nei fatti la presunzione di cui all’art. 1147, comma 3, cod. civ. Stante la condizione di buona fede dell’investitore, allora, ai sensi dell’art. 2033 cod. civ. seconda parte e dell’art. 1148 cod. civ., sta che le cedole, i compensi, i dividendi scaturenti dai prodotti finanziari siano generalmente dovuti in restituzione all’intermediario a partire da quando verrà presentata la domanda di restituzione dei titoli²¹³. La situazione che quindi viene

²¹¹ Ibid.

²¹² In questi termini, invece, sembra essere stata intesa da varia giurisprudenza, v. per es. Trib. Vigevano 8 maggio 2009, Trib. Modena 15 giugno 2009, in *IlCaso.it*; Trib. Bologna 2 marzo 2009, in *IlCaso.it*.

²¹³ V. in questo senso Trib. Bologna 12 maggio 2016 n. 803, Est. Guernelli, in *IlCaso.it*, pag. 3 motivaz.: “*Parimenti non può disporsi la restituzione delle cedole, che sono null’altro che interessi (frutti civili) a corrispettivo dell’obbligazione acquistata, il cui capitale andrà restituito alla scadenza, quindi assimilabile a un prestito: il rischio dell’investitore è in questo senso del tutto assimilabile a quello del finanziatore, a nulla rilevando che le obbligazioni in più possano essere comprate e vendute ed abbiano un prezzo di mercato. In concreto non risulta che l’appellata (l’investitore ndr) le abbia percepite in mala fede, sicché le potrà trattenere sino al*

generalmente a crearsi, in virtù di quanto detto finora è quindi la seguente: la restituzione delle cedole e dei dividendi maturati prima della domanda del prestatore di servizi non è dovuta, e dato che la domanda viene introdotta dopo che l'investimento si rivela rovinoso, nella stragrande maggioranza dei casi non ci saranno frutti maturati dopo la domanda giudiziale che il cliente possa dover restituire.

Quanto appena descritto corrisponde alla situazione tipica, nella quale si hanno gli stati soggettivi più probabili delle parti, ovverosia entrambi di buona fede²¹⁴. Ma non è viceversa da escludere la altrettanto possibile situazione che veda la mala fede del prestatore di servizi contrapposta alla buona fede del cliente; qui cambierebbero le pretese restitutorie in gioco. Secondo le regole dell'art. 2033 cod. civ., può darsi il caso che l'intermediario sia obbligato a restituire gli interessi sin dal momento del pagamento dell'indebito, in virtù della sua mala fede in ipotesi dimostrata dal cliente; viceversa, l'investitore sarebbe esente dal restituire le cedole maturate dagli strumenti finanziari prima della domanda giudiziale, e tenuto quindi alla restituzione del *quantum* solo a far data dalla domanda giudiziale, stante la sua buona fede o comunque come conseguenza del tentativo non riuscito di superare la presunzione da parte dell'intermediario.

La possibilità di una siffatta evenienza è data dal fatto che il

momento della domanda ex artt. 1148 e 2033 c.c. applicabili. Anche qui conforme è la giurisprudenza di questa Corte già citata: "le cd cedole rappresentano i frutti maturati nel corso del rapporto per cui ... l'obbligo della restituzione dei frutti e degli interessi decorre dal giorno del loro pagamento solo nel caso di accipiens in mala fede, altrimenti frutti ed interessi sono dovuti dal giorno della domanda" (sent. 554/2013 cit., p.8)". Nello stesso senso anche Trib. Milano, 11 luglio 2013, n. 6324, Est. Brat, in IlCaso.it dove si legge a pag. 5 della motivazione: "Gli attori non debbono procedere, invece, alla restituzione del controvalore riferibile alle cedole percepite in relazione sia alle obbligazioni Parmalat, sia alle obbligazioni argentine, avendo ricevuto le cedole in buona fede ai sensi dell'art. 2033 c.c. e considerata la presunzione di buona fede ex art. 1147 c.c., non superata da elementi di segno contrario".

²¹⁴ MAGGIOLO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nelle prestazioni dei servizi di investimento*, cit., p. 507.

legislatore per il vero non ha ideato la disciplina dell'indebito come appendice del contratto a prestazioni corrispettive, ma piuttosto come fonte autonoma delle obbligazioni²¹⁵. Nel contempo, però, attenta dottrina ha anche rilevato che laddove si considerino gli obblighi restitutori derivanti da nullità, annullamento o risoluzione di un contratto a prestazioni corrispettive, può sembrare quanto meno strano o, addirittura, può sembrare ingiusto che una parte trattenga il reddito prodotto prima della domanda restitutoria dall'oggetto della prestazione ricevuta, mentre l'altra parte debba restituirlo²¹⁶.

Secondo tale dottrina, non vi sarebbe dubbio che nell'assetto appena descritto il risparmiatore otterrebbe due volte la remunerazione del capitale che gli deve essere restituito. In particolare, la remunerazione deriverebbe anzitutto dalla prestazione in restituzione degli interessi maturati sul capitale dal momento dell'investimento (dimostrandosi la mala fede dell'intermediario). A questa posta se ne aggiungerebbe un'altra allorquando da quello stesso capitale fosse possibile ricavare un reddito ulteriore, incamerando pure le cedole e i dividendi maturati dagli strumenti finanziari con esso acquistati, in ipotesi dovuti al risparmiatore sino al momento della domanda giudiziale di restituzione degli strumenti finanziari, in virtù della sua buona fede presunta²¹⁷.

La menzionata dottrina propone allora di riequilibrare la situazione restitutoria testè descritta mediante l'utilizzo di due strumenti, l'uno alternativo all'altro, potenzialmente azionabili dall'intermediario: l'ingiustificato arricchimento e l'eccezione di dolo

²¹⁵ SIRENA, *La ripetizione dell'indebito*, cit., p. 491; BRECCIA, *Il pagamento dell'indebito*, cit., p. 950.

²¹⁶ MAGGIOLO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nelle prestazioni dei servizi di investimento*, cit., p. 515.

²¹⁷ PAGLIANTINI, *Nullità formali bancarie e restituzioni (a margine di una recente decisione dell' A.B.F.)*, in *Nuov. giur. civ. comm.*, 2013, p. 189; MAGGIOLO, *op. cit.*, p. 507.

generale²¹⁸.

Con riferimento al primo rimedio, viene evidenziato come il prestatore di servizi potrebbe eccepire l'ingiustificato arricchimento del risparmiatore laddove venga raggiunto da una domanda di questo atto a recuperare in restituzione gli interessi sino a concorrenza dell'ammontare corrispondente al reddito prodotto dagli strumenti finanziari nel lasso di tempo che passa tra l'acquisto di essi da parte del cliente e la domanda di restituzione dei titoli²¹⁹.

L'eccezione di dolo generale invece, afferisce all'eventuale contegno opportunistico del cliente, derivante dal fatto che questo chieda la demolizione del contratto poiché l'investimento si è rivelato sfortunato, che può verificarsi quando il cliente chieda la restituzione di interessi sul capitale trattenendo il reddito derivante da cedole e dividendi in virtù della propria buona fede al momento dell'acquisto. In questa situazione il prestatore di servizi potrebbe eccepire il dolo del risparmiatore che chieda opportunisticamente il pagamento di interessi anche per l'importo che va dal momento in cui è stato posto in essere l'investimento a quello in cui sia stata proposta la domanda di restituzione²²⁰.

Parte terza

²¹⁸ MAGGIOLO, *op. cit.*, p. 508; PAGLIANTINI, *op. cit.*, p. 190.

²¹⁹ MAGGIOLO, *op. cit.*, p. 515.

²²⁰ MAGGIOLO, *op. cit.*, p. 515.

Sommario: **1.** Le regole di condotta – **A)** I criteri generali di comportamento dettati dal T.u.f.; i. Diligenza, correttezza e trasparenza; ii. Le regole di informazione; *a) Contenuto e oggetto; b) Modalità e tempistiche di comunicazione delle informazioni; c) L'obbligo di tenere i clienti “sempre adeguatamente informati” e il criterio di buona fede oggettiva; d) Segue. Le conseguenze sistemiche dell'obbligo di informazione continuativa;* iii. Gli obblighi organizzativi; **B)** I criteri di adeguatezza e appropriatezza; i. L'adeguatezza; *a) Il possibile nuovo regime di adeguatezza proposto dalla Commissione Europea nell'ambito del CMU Action Plan; ii. L'appropriatezza; iii. La product governance;* **2.** La violazione delle regole di condotta: il rimedio risarcitorio – **A)** L'azione risarcitoria; i. L'onere della prova dell'inadempimento posto in essere dall'intermediario; ii. Il nesso di causa; *a) Il nesso di causalità materiale; b) Nesso di causalità materiale e regole di appropriatezza e adeguatezza. Il conflitto di interessi; c) Il nesso di causalità giuridica: la determinazione del danno risarcibile; d) Il concorso di colpa dell'investitore;* iii. La violazione delle regole di product governance.

1. LE REGOLE DI CONDOTTA

Nella prima parte del presente lavoro si sono analizzate le tematiche relative all'intreccio tra la figura ibrida dell'accordo di investimento, da una parte, e i tipici rimedi demolitori del contratto, dall'altra, ciò perché, come visto, questi ultimi risentono in larga parte della struttura *a doppio livello* del contratto di investimento. Nella seconda parte ci si è poi concentrati sul regime restitutorio applicabile a seguito della demolizione del contratto di investimento. In questa terza parte, occorre invece dare conto del regime di responsabilità civile dell'intermediario finanziario allorquando quest'ultimo ponga in essere un servizio di investimento a favore dell'investitore senza rispettare i propri obblighi di condotta.

L'analisi della fattispecie relativa alla responsabilità dell'intermediario, impone – seppur senza alcuna pretesa di completezza – di richiamare in questa sede alcune fondamentali nozioni relative agli obblighi di condotta dei primi. L'attenzione va quindi anzitutto posta sulle norme positive, di diretta derivazione europea, sempre in costante mutamento ed evoluzione, e che in modo sempre più capillare (se non sovrabbondante) normano la prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari abilitati e, come vedremo, ora abbracciano addirittura anche la fase di strutturazione degli strumenti finanziari successivamente offerti alla clientela.

Ciò premesso, come è noto, la disciplina di fonte primaria in tema di regole di condotta è tracciata nel T.u.f., Parte II, Disciplina degli Intermediari, Titolo II, “*Servizi e attività di investimento*”, Capo II, “*Svolgimento dei servizi e delle attività*” (artt. 21-25-ter). La normativa di rango secondario è invece fissata nel regolamento Consob n. 20307/2018 (in questa Parte denominato “*Nuovo Regolamento Intermediari*”), Libro III, (artt. 32 e ss), nonché, per espresso rinvio di questo, dal Regolamento UE 565/2017.

Il nuovo Regolamento Intermediari è entrato in vigore il 31 marzo 2021 e ha sostituito il regolamento intermediari n. 16190/2007 (in questa Parte denominato il “*Regolamento Intermediari*”), il quale aveva a propria volta sostituito il regolamento intermediari n. 11522/1998 (“*Vecchio Regolamento Intermediari*”). Con l'entrata in vigore del Nuovo Regolamento Intermediari si è conclusa la fase di recepimento nell'ordinamento italiano della direttiva 2014/65/UE (Markets in financial instruments directive - Mifid II) e del regolamento (Ue) n. 600/2014 (Mifir)²²¹.

Dall'esame dell'impianto sistematico descritto emerge – come

²²¹ Che ha definitivamente sostituito la Direttiva di primo livello n. 2004/39/CE (MiFID) e della Direttiva di secondo livello n. 2006/73/CE.

vedremo – un’applicazione selettiva delle regole di condotta, graduata in base alla tipologia dei servizi resi dall’intermediario e funzionale a porre il cliente nella condizione di assumere le proprie decisioni di investimento in modo consapevole.

Nello specifico, le regole di condotta dell’intermediario ruotano attorno a determinati criteri di carattere generale (dettati dalla normativa primaria) come diligenza, correttezza, trasparenza, informazione, e alle categorie dell’adeguatezza e dell’appropriatezza, nonché alle nuove norme e procedure in tema di *product governance* (previste invece dalla normativa secondaria).

*

A) I CRITERI GENERALI DI COMPORTAMENTO DETTATI DAL T.U.F.

i. Diligenza, correttezza e trasparenza

Le regole di comportamento “*general*” che gli intermediari devono rispettare (unitamente a quelle di più “*dettaglio*”, cfr. *infra*), elencate all’art. 21 del T.u.f., sono (principalmente, ma non esclusivamente) orientate a riequilibrare la posizione di intrinseca debolezza dell’investitore, dovuta anzitutto dalla genetica asimmetria informativa che risiede in questi rapporti. I doveri di “*diligenza, correttezza e trasparenza*” (art. 21, lett. a, T.u.f.), la necessità di una “*profilatura del cliente*” (art. 21, lett. b, T.u.f.), l’utilizzo di “*comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti*” (art. 21, lett. c, T.u.f.) e quello di “*disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l’efficiente svolgimento dei servizi e delle attività*” (art. 21, lett. d, T.u.f.) indicano come l’attività degli operatori del mercato finanziario abbia come primario scopo quello di “*servire al meglio l’interesse dei clienti*” e di

“*tutelare l'integrità dei mercati*”²²² (art. 21, lett. a, T.u.f.). In buona sostanza, questi obblighi rappresentano una specificazione del principio di buona fede codicistico che informa sia la fase precontrattuale che quella di esecuzione del contratto di investimento²²³.

In particolare, l'intermediario deve – appunto – servire al meglio l'interesse dei propri clienti, prestando quindi un *servizio* che non (necessariamente) si esaurisce nella singola prestazione e nella mera informazione trasmessa al cliente; è dunque, esso stesso, in prima persona, che deve *curare* l'interesse dell'investitore, cooperando con quest'ultimo in modo che esso sia sempre adeguatamente informato (art. 21, comma 1, lett. a, e b, T.u.f., cfr. *infra*), senza più potersi – quindi – limitare soltanto a ridurre le asimmetrie informative e a rendere il pubblico indistinto consapevole delle scelte di investimento (finalità propria del prospetto d'offerta al pubblico)²²⁴.

Così, il prestatore dei servizi di investimento è chiamato a verificare che lo strumento finanziario, proposto o consigliato, sia realmente appropriato o adeguato al profilo finanziario del singolo

²²² SANGIOVANNI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *I Contratti*, n. 2/2008, pp. 173 ss.

²²³ Per il vero, alcuni autori sostengono che i richiamati obblighi non siano propriamente una specificazione dei doveri previsti nel codice civile. Cfr. TUCCI, *Tipicità dei contratti di investimento e disciplina codicistica*, in *I Contratti dei risparmiatori*, a cura di CAPRIGLIONE, Milano, 2013, pp. 88-89 dove si legge: “*Da una ricognizione della disciplina di rango primario e di rango secondario risulta evidente come la prestazione attesa ed esigibile dall'intermediario non si esaurisca nella mera vendita di un “prodotto”, avendo, per contro, natura ben più complessa e implicando – quanto meno nei rapporti con i clienti al dettaglio – una assistenza continuativa, che travalica senz'altro la condotta esigibile dal contraente, alla stregua del canone della buona fede, la cui concretizzazione, in termini di salvaguardia dell'altrui interesse, incontra pur sempre il limite felicemente sintetizzato, in dottrina, in termini di “apprezzabile sacrificio personale od economico”*; v. anche Trib. Lecce, 9 maggio 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, p. 385: “*Nell'ambito dei servizi di investimento, la logica “antagonista” del contratto di scambio deve cedere il posto, anche quando l'intermediario negozia in proprio con il cliente, alla cooperazione nell'interesse altrui, regola immanente alla prestazione di un servizio riservato soltanto ai soggetti abilitati*”.

²²⁴ DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Padova, 2021, pag. 178.

investitore e così a svolgere un vero e proprio controllo di coerenza e di merito dell'investimento (cfr. *infra*); e, ancora prima, ad adottare, sul piano organizzativo, presidi e procedure idonee a verificare a priori la compatibilità tra catalogo dei prodotti offerti ed il *target market* dei clienti finali e la corretta strategia distributiva (il riferimento è alla regola di *product governance* di cui *infra*)²²⁵.

Ne discende un principio generale, direttamente ricollegato alla disciplina degli obblighi informativi dell'intermediario, secondo il quale è imposto a quest'ultimo di servire al meglio gli interessi del singolo cliente, adattando la prestazione erogata, in funzione dei servizi offerti, alle specifiche caratteristiche (esperienza, conoscenza, obiettivi di investimento, situazione patrimoniale, ecc.) del contraente.

Da questo alveo di disposizioni si deduce quindi un chiaro e netto *favor* per la salvaguardia del risparmiatore-consumatore (id est non qualificato). Tale scelta legislativa implica essenzialmente una differenza della logica sottesa ai contratti di investimento nel T.u.f., rispetto a quella della uguaglianza formale che è posta a fondamento del modello di contrattazione dal codice civile. Vi è quindi un generale intento di equità (*rectius* di paternalismo) nelle maglie della disciplina, che consente di mediare tra posizioni soggettive fortemente squilibrate adottando misure idonee a rendere effettiva la parità delle parti negoziali, in una logica di (appunto) equità sostanziale²²⁶.

Il tutto, ovviamente, postula che le informazioni da fornire al cliente (cc.dd. obblighi di informazione attiva) siano conosciute sotto tutti i loro aspetti dall'impresa di investimento (c.d. *know your merchandise rule*), in particolare con riferimento alla natura e alle

²²⁵ DE MARI, *op ult. cit.*, 178.

²²⁶ CAPRIGLIONE, *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, p. 19; DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, cit., pag. 177, secondo il quale “*si riconosce agli intermediari ... la funzione di abbattere (o quantomeno, attenuare) le cc.dd. asimmetrie informative che connotano il rapporto d'investimento*”.

caratteristiche, compresi i rischi e i costi, dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari selezionati per i clienti.

Ciò premesso intorno alla funzione generale degli obblighi informativi, va osservato che le più recenti disposizioni normative (sia a livello europeo che interno regolamentare) non hanno introdotto modifiche sensibili rispetto al quadro di fondo delineato.

Ed allora, il richiamo alla nozione di “*diligenza*” di cui all'art. 21, comma 1, lett. a), T.u.f., evoca un criterio da recuperare soprattutto nell'ambito di possibili giudizi di responsabilità e presuppone – come lo stesso art. 21, comma 1, lett. d), T.u.f. indica più esplicitamente – la realizzazione e la messa in opera di adeguate strutture organizzative, in tema “*anche di controllo interno*”²²⁷.

Viceversa, la nozione di “*correttezza*”, sempre all'art. 21, comma 1, lett. a), T.u.f., funge da norma apripista per l'assunzione, da parte dell'intermediario, di doveri informativi integrativi e di protezione nei confronti degli investitori e orienta la discrezionalità delle imprese di investimento consentendo così pure un giudizio *ex post* dell'autorità giudiziaria sull'operato delle prime²²⁸.

Il criterio della “*trasparenza*” (art. 21, lett. a, T.u.f.), principio cardine dell'intera materia e sicuramente forma di tutela più qualificante per l'investitore, ha il preciso effetto di estendere gli obblighi informativi tradizionali che si reggono ormai stabilmente su un flusso bidirezionale dall'investitore all'intermediario e dall'intermediario all'investitore. Ed infatti, la trasparenza rappresenta il comportamento – tipizzato dalle norme regolamentari – posto a carico dell'intermediario al fine di risolvere il problema genetico dell'asimmetria informativa cui

²²⁷ RIMINI, *Le regole di condotta*, in *Il Testo Unico finanziario, Prodotti e intermediari*, Vol. I, (diretto da) CERA e PRESTI, 2021, Bologna, 425.

²²⁸ RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 425.

si accennava *supra*²²⁹.

*

ii. Le regole di informazione

a) *Contenuto e oggetto*

Sempre sull'asse dei criteri generali, le regole di comportamento che gli intermediari sono tenuti a rispettare nella prestazione dei servizi di investimento riguardano pure il dovere di “*acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*”, cfr. art. 21, comma 1, lett. b), T.u.f., nonché quello di “*utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti*”, cfr. art. 21, comma 1, lett. c), T.u.f.

A tal riguardo, il nuovo Regolamento Consob all'art. 36 in tema di informazioni fornite ai clienti ed ai potenziali clienti in applicazione di quanto prescritto dagli artt. 44 e ss del Regolamento UE 2017/565 non soltanto ha ribadito che “*tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti, devono essere corrette, chiare e non fuorvianti*”, ma soprattutto ha più specificamente imposto che devono essere fornite informazioni appropriate “*in tempo utile*” e “*in forma comprensibile*”, affinché gli stessi clienti o potenziali clienti “*possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento o del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di*

²²⁹ Non è un caso, allora, se il processo di riforma in materia è stato dedicato principalmente ad aumentare i livelli di trasparenza nelle negoziazioni in questo settore. Come giustamente notato, infatti, solo riuscendo a disvelare, per quanto possibile, il complicato contenuto di prodotti e strumenti finanziari che sono oggetto di vendita, si potrà dare al cliente una cognizione per lo meno sufficiente, tale da consentire un investimento quanto più possibile informato; cfr. *ex multis*, ALPA, *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003, pp. 6 ss.; LUPOI, *Trasparenza e correttezza delle operazioni bancarie e di investimento (note alle Nuove Istruzioni di Banca d'Italia sulla trasparenza)*, in *Contratto e impresa*, 2009, pp. 1244 ss.

causa”²³⁰.

Con particolare riferimento all'*oggetto/contenuto delle informazioni*, si tratta anzitutto delle comunicazioni pubblicitarie e promozionali (anche estranee al rapporto contrattuale) e poi di informazioni molto dettagliate (specificate nel reg. UE 565/2017 e richiamate nel nuovo Regolamento Intermediari), che attengono, *inter alia*: a) all'intermediario e alla natura dei servizi di investimento offerti; b) al tipo specifico di strumento finanziario interessato e ai rischi connessi; c) alla destinazione degli strumenti finanziari ai clienti al dettaglio o professionali in base alle disposizioni in tema di product governance ex art. 21, comma 2 bis, T.u.f.; d) alle sedi di esecuzione; e) ai costi e agli oneri connessi alla prestazione dei servizi e degli strumenti finanziari (cfr. artt. 44-52 reg. UE 565/2017; art. 36, comma 2, lett. d), nuovo Regolamento Intermediari)²³¹.

Come notato in dottrina, dal quadro evidenziato risulta evidente come la disciplina di riferimento si sia definitivamente spostata da un contesto sostanzialmente contrassegnato da “*preclusioni negative*” verso uno scenario che comprende la previsione di obblighi positivi a carico dei prestatori dei servizi di investimento pure nelle fasi di *pre trade* e *post trade transparency*²³².

L'alveo delle previsioni brevemente rassegnate, unitamente a quelle relative alle modalità e alle tempistiche di comunicazione delle informazioni dovute ai clienti (*infra*, cfr. artt. 47 e ss reg. UE 2017/565)

²³⁰ DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, cit., pag. 179.

²³¹ DE MARI, *op. ult. cit.*, pag. 177. La richiamata previsione regolamentare ha dunque chiarito in modo piuttosto netto a quali aspetti le predette informazioni debbono riferirsi e segnatamente: (i) all'intermediario ed ai relativi servizi; (ii) agli strumenti finanziari ed alle strategie di investimento proposte, compresi opportuni orientamenti ed avvertenze sui rischi assunti; (iii) alle sedi di esecuzione, e (iv) ai costi ed oneri connessi, cfr. RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 428.

²³² RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 425; BERTI DE MARINIS, *La nuova trasparenza pre e post negoziale alla luce della direttiva MiFID e del Regolamento MiFIR*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *La Mifid II*, Padova, 2016, pp. 287 ss. e 295.

indica chiaramente che la nozione originariamente intesa di trasparenza – quale mera possibilità di conoscere a fondo il tipo di servizio o di prodotto selezionato di volta in volta dal prestatore dei servizi – sia ormai abbondantemente superata²³³.

Del resto, la giurisprudenza, da parte sua, insiste molto sul fatto che l'intermediario debba necessariamente fornire informazioni *concrete e specifiche*, ritagliate sul prodotto oggetto dell'operazione. Tale obbligo, si aggiunge, deve essere assolto indipendentemente dalla familiarità del cliente con quel genere di operazioni ed a prescindere dal peso dell'investimento rispetto al patrimonio complessivo investito²³⁴.

*

b) Modalità e tempistiche di comunicazione delle informazioni

Il Regolamento UE 2017/565 ha pure definito le modalità e le tempistiche di comunicazione delle informazioni dovute ai clienti (ed a potenziali clienti) variabili a seconda della loro classificazione (al dettaglio, professionale o investitore qualificato), e a seconda che ci si muova all'interno di un contesto negoziale, oppure no, e nel primo caso in sede precontrattuale o di svolgimento del rapporto. Sotto questo profilo, va segnalato che, *inter alia*, il Regolamento UE 2017/565 ha previsto all'art. 47 le informazioni sull'impresa di investimento ed i servizi che offre; all'art. 48, le informazioni sugli strumenti finanziari; all'art. 49, le informazioni concernenti la salvaguardia degli strumenti

²³³ BERTI DE MARINIS, *La nuova trasparenza pre e post negoziale alla luce della direttiva MiFID e del Regolamento MiFIR*, cit., 287 ss. e 295.

²³⁴ Cfr. *ex multis*, Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914, in *Dejure.it*. Importanti affermazioni su ampiezza e contenuti degli obblighi informativi a carico degli intermediari, ex art. 21 T.u.f., che vanno adempiuti comunque “*in modo concreto e specifico, in via indipendente dalle peculiari caratteristiche di esperienza dell'investitore e di peso dell'investimento rispetto al patrimonio complessivamente investito*”, si reperiscono in Cass., 23 maggio 2017, n. 12937, in *Soc.*, 2018, 617; Cass., 31 marzo 2017, n. 8314, in *Foro it. on line*; Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914, in *Nuova giur. comm.*, 2018, 1006 e Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727, in *Foro it. on line*.

finanziari o dei fondi dei clienti; all'art. 50, le informazioni sui costi e gli oneri connessi; infine all'art. 62, le comunicazioni supplementari riguardo alla gestione del portafoglio ed alle operazioni con passività potenziali.

Come accennato, alcuni di tali obblighi informativi insistono nella fase precedente alla conclusione del contratto o contestualmente ad essa e comunque in tempo utile affinché l'investitore prenda consapevolezza delle decisioni di investimento che intende assumere (sono i cc.d.d. obblighi precontrattuali, cfr. artt. 44-52 reg. UE 2017/565; art. 36 Nuovo Regolamento Intermediari). Vi sono poi altri obblighi informativi cc.dd. post-contrattuali, che attengono invece all'esecuzione del rapporto, ossia ad informazioni che l'intermediario è tenuto a fornire – appunto – nello svolgimento del rapporto con il cliente, consistenti in obblighi di rendicontazione periodica verso la clientela (artt. 59-65 reg. UE 2017/565, art. 60 Nuovo Regolamento Intermediari). Tali obblighi informativi post-contrattuali trovano il loro fondamento normativo anzitutto nell'art. 21, comma 1, lett. b, T.u.f. che prescrive che *“i clienti devono essere “sempre” adeguatamente informati”*.

Tale disposizione normativa è stata variamente intesa dalla giurisprudenza, la quale più volte è stata chiamata a delineare l'esatto perimetro delle obbligazioni informative degli intermediari nella fase successiva alla negoziazione di strumenti finanziari, in particolare con riferimento al caso in cui il soggetto abilitato abbia prestato un servizio di investimento a carattere esecutivo, quali la negoziazione per conto proprio, l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, la ricezione e trasmissione ordini. Il tema è di assoluta rilevanza, atteso che dalla risoluzione dello stesso discende anche la configurabilità o meno di un obbligo di informazione *continuativa* generale in capo all'intermediario (valevole per qualunque servizio prestato), che cioè sia tale da non

esaurirsi con la sottoscrizione da parte del cliente dell'ordine di acquisto, ma che invece sia destinato a persistere anche successivamente alla negoziazione e per tutta la durata dell'investimento²³⁵.

Da un punto di vista eminentemente pratico, l'informativa post-contrattuale rilevante nel caso di specie sarebbe essenzialmente quella destinata a consentire all'investitore di operare scelte consapevoli di investimento e (soprattutto) di disinvestimento, in particolare, dando la possibilità all'investitore di scegliere se conservare l'investimento (con il rischio di perdere il capitale), ovvero di procedere alla vendita dei titoli (realizzando, così, una perdita sicura ma più contenuta in caso di concretizzazione del rischio).

Ciò posto, se allora l'art. 21, comma 1, lett. b), T.u.f., come visto, prevede che gli intermediari finanziari devono “*acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*”, la stessa disposizione viene ulteriormente specificata dalla normativa regolamentare (da ultimo con il regolamento Consob n. 20307/2018), che, a sua volta, limita il dovere di informazione post-contrattuale ai soli servizi di consulenza e gestione del portafoglio, escludendo in radice un siffatto dovere per i

²³⁵ In concreto, i menzionati obblighi informativi post-contrattuali si traducono nel monitoraggio, da parte dell'intermediario, dell'andamento dello strumento finanziario venduto e/o trasferito al cliente. Se effettivamente configurabile, una tale fattispecie obbligatoria assumerebbe particolare (*rectius* pratica) rilevanza in almeno due casi. Sotto un primo profilo, l'obbligazione post-contrattuale sarebbe rilevante laddove, successivamente alla negoziazione, lo strumento finanziario intermediato dovesse registrare perdite consistenti tali da pregiudicare l'interesse dell'investitore, il quale, in assenza di informazioni da parte dell'intermediario, potrebbe anche perdere integralmente il proprio investimento. Sotto un secondo profilo, l'informazione post contrattuale sarebbe ugualmente rilevante nei casi in cui l'aumento del rischio di insolvenza dell'emittente (poi effettivamente verificatosi), pur non avendo ancora fatto registrare perdite di valore nel titolo intermediato dal soggetto abilitato, avrebbe dovuto imporre all'intermediario di comunicare la crescente rischiosità dello strumento finanziario al cliente.

servizi di investimento meramente esecutivi²³⁶. La regola di condotta dell'intermediario viene così enucleata – come spesso accade – dalla crasi di un doppio livello di disposizioni; da una parte, la regola generale di cui all'art. 21 T.u.f., che sembrerebbe – a prima vista – imporre obblighi per tutti i servizi di investimento; dall'altra parte, la disciplina regolamentare che invece limita, per meglio dire specifica, la portata “*generale*” della normativa primaria. La differente ricostruzione della dicotomia testé evidenziata ha ingenerato i differenti orientamenti che si sono sviluppati intorno all'esatta delimitazione dell'obbligo di informativa dell'intermediario nella fase successiva alla negoziazione²³⁷.

*

c) *L'obbligo di tenere i clienti “sempre adeguatamente informati” e il criterio di buona fede oggettiva*

Un primo orientamento interpretativo giustifica l'obbligo di informazione continuativa di fonte legale in capo all'intermediario sulla base di un'interpretazione estensiva delle norme del T.u.f. e regolamentari (*ratione temporis* applicabili), unitamente ad una valorizzazione degli artt. 1175 e 1375 c.c. che impongono il rispetto delle regole generali di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto.

Ed infatti, l'art. 21, comma 1, lett. b, del T.u.f. come visto

²³⁶ Una tale limitazione, seppur con qualche particolarità di disciplina, era prevista anche nei precedenti Regolamenti Intermediari. A questo proposito, va precisato che le sentenze e gli autori che si sono occupati della questione in esame, pur fondando i propri *iter* argomentativi su discipline regolamentari – in particolare reg. Consob n. 16190/2007, che ha sostituito il reg. Consob. n. 11522/1998 – ormai superate (rimanendo invece immutato il testo dell'art. 21, comma 1, lett. b) T.u.f.) continuano in ogni caso ad essere attuali anche nel sistema attualmente vigente (come visto normato dal reg. Consob 20307/2018, nonché, anche per espresso rinvio di questo, dal reg. U.E. 565/2017).

²³⁷ La dicotomia è rilevata candidamente da GROSSULE, *Affidamento sull'intermediario e obblighi di informazione in executivis*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2015, IV, 428.

dispone che gli intermediari operino in modo da tenere i clienti “*sempre adeguatamente informati*”²³⁸, acquisendo le informazioni necessarie al fine di consentire agli stessi di effettuare “*consapevoli scelte di investimento o disinvestimento*” (come specificato dal previgente art. 28, comma 2, del regolamento Consob n. 11522/98). Da queste previsioni, si è detto deriverebbe allora un obbligo di contenuto dinamico, che cioè non ha ad oggetto soltanto uno standard comportamentale da attuare al momento della conclusione del contratto, ma che, trattandosi di rapporto di durata, permane per tutta la vigenza dello stesso, essendo finalizzato non solo alle operazioni che il cliente sceglie di intraprendere, ma anche, ed espressamente, a quelle che egli possa estinguere o modificare²³⁹. In un tale contesto, secondo alcuna dottrina, l'obbligo in capo all'intermediario sorgerebbe allorquando, nel corso del rapporto, dovesse intervenire una sostanziale modificazione del livello di rischio dell'investimento, oppure, nei casi di eventi che incidono sostanzialmente sulle condizioni che furono presentate al risparmiatore al momento dell'acquisto del prodotto²⁴⁰.

La sussistenza di un obbligo *ex lege* in capo all'intermediario di mantenere informato l'investitore anche successivamente alla

²³⁸ In particolare, la necessaria adeguatezza dell'informazione affiancata all'avverbio “*sempre*” lascerebbero pensare che gli obblighi informativi non possano ritenersi conclusi con l'esaurirsi del momento della negoziazione, cfr. INZITARI e PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, a cura di INZITARI, Padova, 2008, 63.

²³⁹ Trib. Forlì, 18 novembre 2008, n. 1868; cfr. anche Trib. Roma, 17 luglio, 2006; Trib. Cosenza, 1° marzo 2006; Trib. Roma, 17 luglio, 2006, tutte in *Il Caso.it*.

²⁴⁰ GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, I, 2009, 370; INZITARI e PICCININI, cit., (nt. 10), pp. 62 ss. Argomentando dalla disciplina della tutela del consumatore, GRECO, *Il consumatore-risparmiatore e gli obblighi informativi “continuativi” tra fonte legale e fonte convenzionale*, in *Resp. civ. e prev.*, 2011, 1357 ss.; Id., *Profili del contratto del consumatore*, 2005, Napoli, 8 ss. e 54 ss.; partendo dalla prospettiva della disciplina del mandato, COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giuri. it.*, 2006, 538; con riferimento alla legge 2 gennaio 1991, n. 1, cfr. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, I, 298 ss.

negoziazione del titolo, imporrebbe poi al Giudice il compito di stabilire di volta in volta, con riferimento a qualsiasi servizio di investimento prestato, quale sia il livello di perdita di valore del titolo oltre il quale il difetto di informazione debba ritenersi rilevante²⁴¹. Tale ricostruzione viene ricavata dall'art. 28, commi 3 e 4, del Vecchio Reg. Intermediari che prevede(va) obblighi di segnalazione di perdite oltre determinate soglie nella negoziazione di derivati e nella gestione di portafogli²⁴². La (ritenuta) applicazione analogica dell'art. 28, comma 3, del Vecchio Reg. Intermediari è stata anche accolta, pur con qualche precisazione, da parte della dottrina, la quale ha ritenuto sussistente la possibilità di configurare un obbligo di informazione post contrattuale solamente al ricorrere di una perdita consistente, potenzialmente destinata ad aumentare e, nel contempo, facile da osservare così da limitare il costo di monitoraggio²⁴³.

Per questa via, a fronte dell'allegazione di inadempimento da parte dell'investitore, ne discenderebbe che, ex art. 23, comma 6, T.u.f., l'intermediario dovrebbe dare prova di avere adempiuto con diligenza all'obbligo informativo attraverso uno specifico e adeguato approfondimento della situazione relativa all'andamento del mercato e

²⁴¹ Trib. Prato, 13 giugno 2015, n. 700, in *IlCaso.it*. Per una ricostruzione del dibattito giurisprudenziale in tema di obblighi informativi in capo all'intermediario successivamente alla negoziazione, cfr. VITALE, *Intermediazione finanziaria, obblighi di informazione e valutazione di adeguatezza dell'investimento*, in *Judicium*, nota a Cass, 18 giugno 2018, n. 15936.

²⁴² In particolare, l'art. 28, commi 3 e 4 del vecchio regolamento Intermediari prevedeva che con riferimento alla negoziazione di derivati e la gestione di portafogli l'intermediario sia ritenuto inadempiente laddove non comunicò tempestivamente al cliente il livello di perdita di valore del titolo oltre determinate soglie. Analoghi obblighi sono tutt'ora previsti dall'art. 60 nuovo reg. Intermediari e dall'art. 62 reg. U.E. 565/2017.

²⁴³ PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, cit., 12-13; *contra*, con particolare riferimento all'estensione oltre una certa soglia, CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento*, in GABRIELLI e LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, II-I, in *Tratt. RESCIGNO-GABRIELLI*, Milano, 2011, 228 ss. Il dialogo dottrinale è ben riportato da GROSSULE, *Affidamento sull'intermediario e obblighi di informazione in executivis*, cit., 429.

del titolo²⁴⁴.

Tuttavia, la scelta di attribuire al Giudice il potere di accertare, caso per caso, e con riferimento a tutti i servizi di investimento, l'entità della perdita rilevante relativamente al titolo investito, pur con gli sforzi di delimitare quanto più possibile uno siffatto scrutinio, risulta eccessivamente aleatoria e difficilmente potrebbe trovare un'interpretazione unitaria nell'applicazione pratica.

Ad ogni buon conto, l'obbligo d'informazione di tipo continuativo risulterebbe comunque fondato, non solo sulle norme primarie e regolamentari di settore, ma anche, come accennato, sugli artt. 1175 e 1375 cod. civ., che impongono il rispetto delle regole generali di correttezza e buona fede c.d. oggettiva nell'esecuzione dell'obbligazione e del contratto²⁴⁵.

Facendo applicazione di tali principi, in un caso recente, la Cassazione, prescindendo addirittura dall'obbligo pattiziamente assunto dall'intermediario di informare il cliente dell'andamento del titolo, ha concluso che proprio la buona fede oggettiva imponeva all'intermediario di rendere edotto l'investitore delle circostanze rilevanti e a quest'ultimo ignote intercorse nella fase di esecuzione del rapporto. Nel caso di specie, la Suprema Corte ha ritenuto evidente come il fatto (per il cliente) di entrare tempestivamente in possesso di informazioni relative all'aumento della rischiosità del titolo, avrebbe posto l'investitore nella condizione di poter adottare prima del default

²⁴⁴ La considerazione è riportata anche in VITALE, *Intermediazione finanziaria, obblighi di informazione e valutazione di adeguatezza dell'investimento*, cit., 3.

²⁴⁵ Un tale approdo sarebbe vieppiù giustificato da quanto affermato dalle Sezioni Unite nelle note sentenze gemelle del 2007, laddove, in un inciso della motivazione, viene affermato che: “*anche l'obbligo dell'intermediario di tenersi informato sulla situazione del cliente, in quanto funzionale al dovere di curarne diligentemente e professionalmente gli interessi, permane attuale durante l'intera fase esecutiva del rapporto e si rinnova ogni qual volta la natura o l'entità della singola operazione lo richieda, per l'ovvia considerazione che la situazione del cliente non è statica bensì suscettibile di evolversi nel tempo*”, cfr. Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724, 26725, cit.

dell'emittente tempestive scelte di disinvestimento atte ad evitare rovinose perdite patrimoniali²⁴⁶.

Le conseguenze sul piano rimediabile del riconoscimento di un siffatto obbligo post contrattuale sono evidenti. In particolare, attesa l'autonomia negoziale dei singoli contratti attuativi a valle dell'accordo quadro, laddove l'investitore riuscisse a dimostrare il grave inadempimento ex art. 1455 c.c. successivo alla negoziazione con riferimento ad un determinato ordine di investimento, il Giudice dovrebbe conseguentemente risolvere lo stesso e condannare l'intermediario alla restituzione del quantum investito ex artt. 1458 e 2033 c.c.²⁴⁷. Viceversa, la violazione del dovere di informativa successiva alla stipulazione del contratto quadro ma precedente alla conclusione del contratto attuativo, potrebbe invece comportare non già la risoluzione del singolo ordine di investimento, ma solo quella dell'accordo quadro²⁴⁸.

*

d) La valorizzazione della normativa regolamentare e la non

²⁴⁶ Cass., 18 giugno 2018, n. 15936, cit. Proprio con riferimento ad eventi di dissesto di grandi emittenti finanziari, è ad esempio il caso della banca di investimento Lehman Brothers, gli intermediari convenuti in giudizio hanno spesso rilevato che, anche laddove ritenuto sussistente un obbligo di informativa post contrattuale in capo agli stessi, fino alla data del default le obbligazioni (“*Lehman*”) avessero conservato un rating elevato, ciò che rappresenterebbe “*un elemento obiettivo ostativo*” a far ritenere che detti titoli avessero subito una variazione significativa di rischio (in giurisprudenza la tesi viene accolta da App. Trieste, 11 maggio 2012, in *Giur. comm.*, 2013, III, 460, con nota di DI CATALDO). Sul punto si è però notato che una tale affermazione rischierebbe di ridurre l'obbligo dell'intermediario di seguire l'evoluzione dei titoli consigliati e di informare di essa il cliente ad un mero obbligo di monitoraggio dell'andamento dei rating diffusi dalle agenzie specializzate. Il che, secondo questa ricostruzione, appare poco giustificato, perché il mercato fornisce anche altri indici di rischio, seppure tecnicamente più complessi, meno espliciti e meno facilmente accessibili, indici che comunque l'intermediario è (o dovrebbe essere) professionalmente in grado di decifrare.

²⁴⁷ Sull'ammissibilità del singolo ordine di investimento, cfr. già *supra* Parte prima, par. 5, lett. c), *ex multis* Cass., 23 maggio 2017, n. 12937, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2018, II, 393.

²⁴⁸ Lo sottolinea anche VITALE, *Intermediazione finanziaria, obblighi di informazione e valutazione di adeguatezza dell'investimento*, cit., 4.

*configurabilità di un obbligo generalizzato di informativa
successivo alla negoziazione*

In netto contrasto con i rilievi appena riportati, un'interpretazione del tutto opposta (e ormai invero predominante) esclude invece in radice la configurabilità di qualsivoglia obbligo informativo successivo alla negoziazione in capo all'intermediario, nel caso di servizi di investimento c.d. esecutivi.

Sotto un primo profilo, si è evidenziato che per i servizi di investimento a carattere c.d. esecutivo, la normativa regolamentare non preveda invero alcun particolare obbligo di informativa successivo alla negoziazione²⁴⁹. Viceversa, proprio le disposizioni di settore hanno invece specificamente regolato, con riferimento ad alcune ipotesi particolari, taluni specifici obblighi di informazione *in executivis* a carico dell'intermediario, ove quest'ultimo è tenuto, in corso di

²⁴⁹ Sul punto, Cass. 22 febbraio 2021, n. 4708 (ord.), con nota di TONINI, *Sugli obblighi informativi dell'intermediario successivi alla negoziazione di strumenti finanziari*, in *Pactum – Rivista di diritto dei contratti*, I, 2022, 157 ss.; Cass., 27 agosto 2020, n. 17949, in *Mass. Giust. civ.*, 2020; Cass., 24 aprile 2018, n. 10112, in *Guida al diritto*, 2018, 53; in tema cfr. pure: Cass., 2 luglio 2017, n. 16318, in *Mass. Giust. civ.*, 2017, secondo cui deve escludersi che l'intermediario nella compravendita di valori mobiliari, quando abbia stipulato con il cliente solo un contratto di deposito titoli in custodia e amministrazione (sul quale veniva depositato lo strumento finanziario acquistato a seguito dell'ordine impartito dal cliente), abbia un obbligo di informazione, proprio del contratto di gestione di portafoglio, relativo all'aggravamento del rischio dell'investimento già effettuato; Cass., 22 febbraio 2017, n. 4602, in *IlSocietario.it*, con nota di Falconieri, secondo cui il conferimento di un mero ordine di acquisto di titoli non obbliga la banca a fornire al cliente informazioni successive alla concreta erogazione del servizio. Nella giurisprudenza di merito, cfr. ex multis, Trib. Bologna, 5 febbraio 2008; Trib. Milano, 31 luglio 2007; Trib. Milano, 22 febbraio 2007; Trib. Venezia, 4 maggio 2006, tutte in *IlCaso.it*. L'orientamento è anche ormai saldo nelle pronunce dell'Arbitro per le controversie finanziarie (“ACF”). In particolare, con la decisione n. 2863 del 7 settembre 2020, in *dirittodelrisparmio.it*, l'ACF ha avuto modo di osservare che “*l'esistenza di un obbligo in capo all'intermediario di informazione circa le vicende e l'andamento del titolo al suo acquisto non può essere desunta, sic et simpliciter, dalla previsione dell'art. 21 del TUF. La previsione di un obbligo di informazione post-contrattuale, collocato cioè nella fase esecutiva del rapporto, può sussistere solo nell'ambito del contratto di gestione di portafoglio e del servizio di consulenza in materia di investimenti, laddove previsto nel contratto, trovando in questi casi giustificazione nelle specificità proprie di tali servizi*”, conf. decisioni ACF 6 aprile 2020, n. 2442; 14 aprile 2020, n. 2462; 20 aprile 2020, nn. 2478 e 2479, inedite.

rapporto, a fornire all'investitore informazioni concernenti lo svolgimento dell'investimento (è il caso della gestione di portafoglio e della contrattazione in derivati, nonché del servizio di consulenza)²⁵⁰. Tale lettura *a contrariis* confermerebbe l'insussistenza di analoghi obblighi informativi nelle ipotesi diverse da quelle espressamente contemplate, ossia nei casi dei servizi di negoziazione prettamente esecutivi²⁵¹.

L'inesistenza di un obbligo dell'intermediario quanto all'ulteriore svolgimento dell'attività di informativa (nel periodo, cioè, successivo all'acquisto del titolo) si ricava quindi dalla disciplina circa l'estensione degli obblighi informativi, in capo all'intermediario stesso, nel caso di servizi di esecuzione, di ricezione e trasmissione di ordini. Infatti, l'art. 53 reg. Intermediari (reg. Consob n. 16190/2007) prevede che, nei servizi diversi dalla gestione di portafogli e dalla consulenza, gli intermediari forniscano prontamente al cliente, su supporto duraturo “*le informazioni essenziali riguardanti l'esecuzione dell'ordine*” e, su richiesta del cliente, “*informazioni circa lo stato del suo ordine*”.

È questa, una disciplina che ricalca quella contemplata dall'art. 61 reg. Consob n. 11522/1998 (su cui, specificamente, Cass., sez. I, 30

²⁵⁰ Cfr. nel vecchio regime, l'art. 28, comma 3, del reg. Consob n. 11522/98 a tenore del quale “*Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati ed in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni*”, con la specificazione, di cui al comma 4 dell'art. 28 reg. cit., che, in caso di patrimonio affidato sulla base di un contratto di gestione patrimoniale, l'obbligo informativo a carico dell'intermediario è previsto qualora le perdite raggiungano il 30% del controvalore totale del patrimonio.

²⁵¹ In dottrina, escludono un obbligo di informazione *in executivis*, con l'eccezione del servizio di consulenza e di gestione di portafoglio, *ex multis*, LENER-LUCANTONI, *Commento sub art. 21*, in FRATINI-GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, I, 381 ss.; CIAN, *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009, 1197 ss.; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, 2004, Milano, 186 ss.

gennaio 2013, n. 2185²⁵², la quale infatti esclude, in tal caso, l'obbligo di dare informazioni successive alla concreta erogazione del servizio) e che è stata recepita anche dal Nuovo Reg. Intermediari (cfr. art. 60 reg. Consob. n. 20307/2018 e art. 59 reg. U.E. 565/2017). Del tutto diversa è la rendicontazione prevista per il servizio di gestione di portafogli, giacché in quest'ultima ipotesi il cliente ha diritto a ricevere informazioni dettagliate e periodiche sul contenuto e la valutazione del portafoglio, con riferimento a ciascuno strumento finanziario detenuto (art. 54 reg. Consob n. 16190/2007)²⁵³.

D'altro canto, è proprio in ragione della specificità di quest'ultima tipologia di servizio che l'art. 29 reg. Consob n. 16190/2007 prevede, al comma 3, che gli intermediari forniscano al cliente, o potenziale cliente, al dettaglio, del servizio di gestione di portafogli, le informazioni sul metodo e la frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafogli stesso e la descrizione del parametro di riferimento al quale verrà raffrontato il rendimento del portafogli²⁵⁴.

²⁵² Cfr. Cass., 30 gennaio 2013, n. 2185, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2015, II, 417, con nota di GROSSULE.

²⁵³ Oggi art. 60 Nuovo Reg. Intermediari e art. 60 reg. U.E. 565/2017. Analoghi rilievi, seppur con riferimento al vecchio reg. Intermediari, sono anche contenuti nella recentissima sentenza del Tribunale di Lecce, del 7 settembre 2021, n. 2407, in il *ILCaso.it*, ove viene evidenziato che: “ ... va osservato come le attività sottese all'adempimento di tali obblighi [informativi] trovino la propria collocazione temporale a monte dell'acquisto dei titoli o dei fondi e non già nel periodo successivo a detto acquisto, salvo che sia stato concluso fra intermediario e investitore un contratto di consulenza o di gestione patrimoniale, nel quale l'obbligo periodico di informazione è connesso all'autonomia di gestione che caratterizza l'operato della banca; ed invero, il regolamento Consob n. 11522/1998 contempla soltanto l'inoltro dell'informazione al cliente dell'esecuzione dell'operazione (art. 61), salvo che in alternativa, nel contratto relativo alla prestazione dei servizi di negoziazione e di ricezione e trasmissione ordini, non sia previsto un rendiconto mensile; una diversa disciplina è prevista, a determinati livelli di perdite effettive o potenziali, solo per "operazioni in strumenti derivati e warrant" e per le gestioni patrimoniali (art. 28, commi 3 e 4)”.

²⁵⁴ Oggi art. 36, comma 3, Nuovo Reg. Intermediari e art. 47, comma 2, reg. U.E. 565/2017. Tali rilievi sono stati oggetto di attento approfondimento da parte di Cass., 22 febbraio 2017, n. 4602, cit.

La ragione di una tale disciplina di rendicontazione rafforzata per il servizio di gestione riposa, essenzialmente, nel fatto che tale servizio espone il cliente ad un più elevato rischio di abusi da parte dell'intermediario, rischio che, per converso, non è presente nei servizi di investimento prettamente esecutivi²⁵⁵.

È allora sulla base di queste norme di settore che deve essere letta e, soprattutto, specificata la norma di comportamento “*generale*” prevista dall'art. 21, comma 1, lett. b), T.u.f.²⁵⁶.

Ma la ragionevolezza della delimitazione alla fase antecedente la negoziazione degli obblighi informativi dell'intermediario è anche giustificata su di un piano strutturale. A tal riguardo, come notato da una delle prime sentenze di legittimità che si è occupata del tema (Cass. 30 gennaio 2013, n. 2185), se è infatti vero che gli obblighi di informazione previsti dall'art. 21 T.u.f. non riguardano soltanto la fase anteriore alla stipula del contratto di negoziazione, ma anche la fase successiva²⁵⁷, è pur vero che gli obblighi relativi alla fase di esecuzione attengono allo svolgimento successivo del rapporto *quale è predeterminato dallo stesso contratto quadro*, che disciplina le

²⁵⁵ SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 188; INZITARI - PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., 65.

²⁵⁶ Come noto, secondo l'art. 21, comma 1, lett. b), T.u.f., l'intermediario deve operare in modo che i clienti “*siano sempre adeguatamente informati*”. Tra l'altro, si è pure sottolineato che l'avverbio “*sempre*”, invece di leggersi nel senso di “*in ogni momento del rapporto tra intermediario ed investitore*”, debba invece interpretarsi nel senso di “*in tutti i casi di investimento*”, limitando così, già sul piano dell'interpretazione letterale della norma, l'estensione dei doveri di informativa dell'intermediario alla fase antecedente all'investimento. In realtà, a parere di chi scrive la limitazione del principio generale di cui all'art. 21, comma 1, lett. b), T.u.f. sembra piuttosto direttamente limitata dalle norme regolamentari che sono ontologicamente previste per specificare e dettagliare le regole generali previste nel T.u.f.

²⁵⁷ Come espressamente riconosciuto da Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724, 26725, cit. Nel caso poi, molto frequente nella prassi, in cui al contratto di negoziazione sia collegato un contratto di deposito titoli in custodia a favore dell'intermediario che ha eseguito l'operazione, non si potrebbe ugualmente ritenere l'intermediario tenuto ad effettuare la c.d. consulenza incidentale, posto che questa è disposta solo per il momento in cui il cliente, per effetto di scelta propria, intende disinvestire, cfr. Cass., 2 luglio 2017, n. 16318, cit.; nonché INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., pag. 65.

modalità con cui devono essere impartiti gli ordini dal cliente ed eseguiti dall'intermediario i singoli ordini di investimento o disinvestimento. Invece, si devono escludere obblighi di informazione legale successivi alla concreta erogazione del servizio e relativi, quindi, all'investimento effettuato, sempre – in ogni caso – quando lo stesso obbligo non sia (appunto) previsto nel contratto quadro o quando non sia previsto in questo un servizio di gestione del portafoglio o un servizio di consulenza²⁵⁸.

Militano anche per la soluzione proposta la conformazione dei doveri di adeguatezza e appropriatezza (su cui *infra*) i quali, appunto, sono posti in capo all'intermediario esclusivamente nella fase antecedente alla prestazione del servizio²⁵⁹ e che, con le dovute graduazioni²⁶⁰, trovano (comunque) applicazione in tutti i servizi di

²⁵⁸ Cass., 30 gennaio 2013, n. 2185, cit.

²⁵⁹ Infatti, l'adempimento degli obblighi informativi deve essere valutato al momento in cui viene effettuata l'operazione; in altre parole, la valutazione del comportamento dell'intermediario deve essere parametrata al momento della conclusione dell'operazione dovendosi quindi escludere la responsabilità dell'intermediario nel caso in cui venga provato che a quella epoca esso, in base alle informazioni reperibili sul mercato, non poteva conoscere del dissesto dell'emittente. Cfr. INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, cit., pag. 64; Trib. Catania 21 ottobre 2005, in *IlCaso.it*.

²⁶⁰ In particolare, il reg. Consob n. 11522/1998 prevedeva, per l'intermediario, un obbligo di acquisizione di informazioni che non era graduato in ragione dell'operazione posta in essere. Il regolamento n. 11690 del 2007 distingue, invece, l'obbligo informativo a seconda del servizio prestato: per la prestazione dei servizi di consulenza e di gestione individuale di portafogli si richiede che l'intermediario acquisisca precise indicazioni dal cliente quanto alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento (art. 39 reg. cit.); sulla base di tale quadro informativo l'intermediario stesso è poi tenuto a formulare il giudizio di adeguatezza dell'operazione, apprezzandone la congruenza rispetto al profilo del cliente (art. 40 reg. cit.). Nella prestazione degli altri servizi - salvi i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione di ordini in ipotesi particolari (art. 43 reg. cit.) - l'intermediario è tenuto a formulare un più sommario giudizio di appropriatezza, che è basato sul livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta (art. 42, comma 1, reg. cit.). Lo stesso regolamento prevede, poi, all'art. 42, comma 4 che qualora l'intermediario ritenga che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente, o potenziale cliente, egli lo avverta di tale situazione. Non è invece contemplato che l'intermediario debba astenersi dall'effettuazione

investimento prestati nei confronti di qualsiasi investitore che non sia un operatore qualificato, e cioè, quindi, non solo laddove sia ravvisabile una discrezionalità dell'intermediario (come avviene nel caso di contratti di gestione di portafogli di investimento), ma anche ove il servizio prestato dall'intermediario consista nella mera esecuzione degli ordini dell'investitore²⁶¹.

Da ultimo, va anche affermato che, nella materia in esame, non si può ritenere che un obbligo di informazione generalizzato sia comunque riconducibile ai doveri di correttezza, buona fede e diligenza. In particolare, come visto, la disciplina di dettaglio contenuta nella normativa secondaria riduce naturalmente il campo di applicazione delle clausole generali, e, inoltre, è pacifico che al di fuori di un servizio di consulenza o di gestione patrimoniale, dopo l'erogazione del servizio si è esaurita l'attività dell'intermediario con riferimento all'ordine eseguito²⁶². Ad ogni buon conto, un obbligo di informativa post contrattuale non potrebbe in ogni caso trovare la propria fonte nei doveri generali di buona fede oggettiva, atteso che gli

dell'operazione, come invece accade nei casi in cui si applica la regola di adeguatezza, una volta che abbia segnalato al cliente che essa è inappropriata.

La distinzione è mantenuta anche nel sistema del nuovo regolamento Intermediari, laddove, quando viene in gioco l'adeguatezza di un servizio o di uno strumento finanziario, vale a dire nei servizi di consulenza in materia di investimento e di gestione del portafoglio, il riscontro dei parametri informativi varia a seconda della profilatura del cliente (art. 54, commi 2 e 3, reg. U.E. 565/2017) e, in caso di assenza o di incompletezza delle notizie fornite dal cliente ovvero di giudizio negativo l'intermediario deve astenersi dai servizi (art. 54, comma 8, reg. U.E. 565/2017), mentre, allorché si verta in tema di appropriatezza, il servizio può essere prestato, a condizione che il cliente sia previamente informato, anche mediante utilizzazione di un formato standardizzato (art. 42, commi 2 e 3, nuovo regolamento Intermediari, Reg. Consob n. 20307/2018). Cfr. BARTALENA, *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in *Il Testo Unico finanziario, Prodotti e intermediari*, I, CERA e PRESTI (diretto da), Bologna, 2021, 369.

²⁶¹ Cfr. sul punto ancora Trib. Lecce, 7 settembre 2021, n. 2407, cit. Depone a favore della richiamata interpretazione la definizione della nozione di “*servizi e attività di investimento*”, di cui all'art. 21 T.u.f., data dall'art. 1, comma 5, lett. b) dello stesso t.u.f., che ricomprende i servizi di “*esecuzione di ordini per conto dei clienti*” aventi ad oggetto strumenti finanziari.

²⁶² Cfr. in questi termini cfr. Cass., 30 gennaio 2013, n. 2185, cit.

obblighi accessori connaturati all'esecuzione del contratto secondo buona fede, semplicemente non possono assumere rilievo tale da comportare il mutamento del tipo di contratto concluso tra le parti, che diverrebbe di consulenza o di gestione patrimoniale²⁶³.

Deve quindi escludersi un obbligo di informazione continuativa di fonte legale in capo all'intermediario che abbia prestato servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafoglio. Tuttavia, il dovere di informazione post contrattuale nella prestazione dei servizi di investimento c.d. meramente esecutivi potrebbe invero trovare sostanza in almeno due (residue) fattispecie. Sotto un primo profilo, quando le parti, nel contratto quadro (e più raramente nel singolo contratto attuativo), abbiano previsto uno specifico obbligo per l'intermediario di informare il cliente dell'andamento del titolo, stabilendo anche la periodicità della relativa rendicontazione. Sotto un secondo profilo, nei casi in cui l'investitore, dopo la negoziazione, chieda espressamente all'intermediario “*informazioni circa lo stato del suo ordine*”²⁶⁴. Tale aspetto potrebbe risultare particolarmente rilevante, e ciò perché, laddove il cliente dovesse riuscire a dimostrare di aver richiesto in modo diretto e circostanziato all'intermediario informazioni circa lo stato dell'investimento (non certo una *probatio diabolica*), quest'ultimo dovrebbe poi dare conto di aver fornito tutte le informazioni rilevanti sullo stesso. A tal riguardo, con riferimento alla

²⁶³ Trib. Lucera, 21 dicembre 2006, in *Il Caso.it*. Il concetto è riportato anche da VITALE, *Intermediazione finanziaria, obblighi di informazione e valutazione di adeguatezza dell'investimento*, cit., 6.

²⁶⁴ Cfr. art. 53 regolamento Intermediari (reg. Consob n. 16190/2007) e, da ultimo, anche art. 60 nuovo reg. Intermediari (reg. Consob n. 20307/2018) e art. 59, Reg. UE n. 565/2017. In particolare, ai sensi dell'art. 59, comma 2, reg. U.E. n. 565/2017: “...le imprese di investimento forniscono al cliente, su sua richiesta, informazioni circa lo stato del suo ordine”. Un regime speciale è invece previsto per gli ordini relativi a OICR, laddove si prevede, all'art. 59, comma 3, Reg. UE n. 565/2017, che: “*In caso di ordini per un cliente relativi a quote o azioni di organismi di investimento collettivo che sono eseguiti periodicamente, le imprese di investimento prendono i provvedimenti di cui al paragrafo 1, lettera b), o forniscono al cliente, almeno ogni sei mesi, le informazioni elencate al paragrafo 4 riguardo a tali operazioni*”.

c.d. over-reliance dell'intermediario sul rating fornito dalle agenzie specializzate²⁶⁵, va sicuramente disincentivata una piena esternalizzazione (da parte dell'intermediario) delle funzioni di valutazione dell'investimento da parte degli operatori del mercato finanziario (come appunto le agenzie di rating), dovendosi invece obbligare, per converso, l'intermediario ad effettuare le dovute analisi e valutazioni dei titoli negoziati su cui il cliente chiede informazioni.

*

e) Segue. Le conseguenze sistemiche dell'obbligo di informazione continuativa

La scelta di delimitare gli obblighi informativi dell'intermediario alla fase precedente la negoziazione del titolo nei servizi di investimento prettamente esecutivi risulta anche giustificata su di un piano più generale e non strettamente connesso all'interpretazione delle norme positive.

La protezione dell'investitore accordata dall'obbligo di informativa continuativa sarebbe, infatti, certamente in grado di limitare le perdite dell'investitore e, ciò che è ancora più importante, porterebbe il beneficio di incrementare il rapporto di fiducia con l'intermediario. In via teorica, invero, si sottolinea una correlazione tra la tutela del singolo investitore con lo sviluppo finanziario, il che porterebbe in ultima analisi ad un effetto di riduzione del costo della raccolta di capitale per le imprese emittenti²⁶⁶.

Un tale assetto si scontra tuttavia con le conseguenze sistemiche che l'obbligo di informazione continuativa avrebbe tanto sul mercato quanto sui risparmiatori.

²⁶⁵ Cfr. già nota 246.

²⁶⁶ Cfr. per queste considerazioni, GROSSULE, *Affidamento sull'intermediario e obblighi di informazione in executivis*, cit., 427.

Anzitutto, in presenza di obblighi informativi cogenti per tutto il rapporto di investimento, è concreto il rischio che l'informazione resa all'investitore, e il conseguente consiglio di disinvestimento, possa determinare vendite massicce, con l'effetto (non voluto) di peggiorare la situazione dell'emittente. È il caso del c.d. “*rischio emittente*”. Con tale locuzione, si indica la situazione che si verrebbe a creare laddove tutti gli intermediari, in applicazione dell'obbligo di segnalare la variazione del rischio dei titoli, contemporaneamente consigliano il disinvestimento. Tale situazione sarebbe foriera di non pochi inconvenienti tanto per l'emittente quanto per l'investitore. In particolare, la vendita repentina dei titoli a seguito dell'informativa continua dell'intermediario porterebbe infatti ad un rapido quanto verticale ribasso del valore dei titoli, così come alla perdita di liquidità per eccesso di disinvestimenti del mercato del titolo, e, nei casi più gravi, potrebbe addirittura cagionare il *default* accelerato dell'emittente. Inoltre, laddove non già danneggiati dal ribasso titoli, gli investitori sarebbero comunque indirettamente attinti dalle ripercussioni che subirebbero gli intermediari, il che rende la concatenazione di eventi appena descritta portatrice di ingestibili quanto inaccettabili rischi sistemici²⁶⁷.

Un secondo potenziale rischio collegato all'informazione continua attiene poi agli elevati costi transattivi che necessariamente aumenterebbero con la conseguente crescita del numero delle operazioni di disinvestimento e delle attività di monitoraggio (esponenzialmente più elevate). A tal riguardo, è evidente che l'incremento dei costi transattivi si riverserebbe direttamente sull'investitore, perché l'intermediario, per non andare in perdita, dovrebbe necessariamente scaricare sui costi del servizio di

²⁶⁷ Sottolinea il rischio emittente, pur propendendo poi per un obbligo generalizzato di informativa in capo all'intermediario, GROSSULE, *op. cit.*, 425 ss.

investimento la propria ulteriore attività. Una tale situazione, oltre ad essere già di per sé idonea a danneggiare immediatamente il cliente, induce anche il risparmiatore *retail* a orientare diversamente le proprie scelte di investimento, non consentendo allo stesso di attuare l'investimento (o il disinvestimento) nel modo ritenuto più ottimale.

Anche su di un piano generale, dunque, va privilegiata la delimitazione degli obblighi di informativa dell'intermediario alla sola fase precedente alle negoziazioni.

*

iii. Gli obblighi organizzativi

Con riferimento, invece, agli obblighi organizzativi del prestatore dei servizi di investimento, rileva anzitutto l'art. 21, comma 1, lett. d), T.u.f., il quale impone che le imprese di investimento debbano “*disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento di interventi e delle attività*”.

A tal riguardo, il Reg. UE 2017/565, agli artt. 21 e ss ha prescritto una serie di requisiti organizzativi generali concernenti gli assetti, le gerarchie e la suddivisione dei compiti e delle responsabilità, le procedure decisionali, i compiti dei “*soggetti rilevanti*”, i meccanismi di controllo interno, le qualifiche e le mansioni del personale, i flussi informativi e di segnalazione interna, nonché l'attività di reporting su larga scala. Inoltre, lo stesso Regolamento prevede anche una descrizione delle modalità con le quali strutturare e gestire in autonomia, assenza di subordinazione rispetto alle aree soggette a controllo e separatezza, le attività di compliance, risk management e internal audit sotto la responsabilità dell'alta dirigenza e, se applicabile, della funzione di vigilanza²⁶⁸.

²⁶⁸ RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 429.

L'alveo di regole descritte si iscrive nella direttrice del regolamento UE citato relativa all'obbligo di istituire, applicare e mantenere adeguati profili di governance. Tuttavia, come è agevole intuire, il quadro normativo finisce per imporre sugli intermediari una marcata formalità e proceduralizzazione dell'agire delle imprese di investimento, ciò che – in ultima analisi – incide non soltanto sul numero, sempre più rilevante e consistente, dei doveri specifici da rispettare, ma pure sulla stessa concreta portata degli obblighi di condotta da adempiere nelle relazioni con le diverse tipologie di investitori²⁶⁹.

*

B) I CRITERI DI ADEGUATEZZA E APPROPRIATEZZA

i. L'adeguatezza

Il criterio dell'adeguatezza risulta limitato ai soli servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, in considerazione dell'elevato grado di complessità e di personalizzazione che connota tali servizi. In entrambi i richiamati servizi di investimento, infatti, il prestatore di servizi è dotato di spazi di manovra talmente ampi da poter realmente condizionare la volontà negoziale dell'investitore²⁷⁰; ciò che impone una dettagliata regolamentazione per lo svolgimento di tali servizi e altrettanto nette conseguenze in caso di sua violazione.

Sul tema va precisato che le ultime innovazioni normative non hanno strutturalmente modificato la verifica di adeguatezza, che continua ad assolvere la funzione di rafforzare rispetto alle forme di protezione dell'investitore basate unicamente sui doveri di *disclosure*, i

²⁶⁹ RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 429.

²⁷⁰ Cfr. SFAMENI e GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, III ed., Milano, 2018, 115; COLOMBO, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *op. cit.*, 66 ss., nonché MAGGILOLO, *Servizi e attività*, cit., 388.

dovei di assistenza e collaborazione dell'intermediario nei confronti del risparmiatore in occasione della prestazione dei servizi di investimento a maggior valore aggiunto per l'intermediario (appunto la gestione di portafogli e la consulenza)²⁷¹. Ai fini della valutazione dell'adeguatezza dell'operazione, l'intermediario, ai sensi del combinato disposto dell'art. 21, c. 1, lettera b), T.u.f., dell'art. 40, nuovo Regolamento Intermediari, e degli artt. 54-55 del Regolamento UE 2017/565, *deve acquisire dal cliente* le informazioni relative a:

(i) **conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio**; in particolare vanno acquisiti – nella misura in cui siano appropriati tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura e dell'importanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, nonché della complessità e dei rischi di tale servizio, prodotto od operazione – i seguenti elementi: a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; c) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente;

(ii) **situazione finanziaria**; in particolare vanno acquisiti, ove pertinenti, dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari;

(iii) **obiettivi di investimento**; in particolare devono essere in ogni caso acquisiti dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove

²⁷¹ Sul concetto di adeguatezza, da ultimo, cfr. COLOMBO, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), op. cit., 62.

pertinenti.

Con la Mifid II la regola di adeguatezza viene ulteriormente rafforzata atteso che, rispetto al passato, si fa esplicito riferimento alla capacità di sostenere e fronteggiare eventuali perdite e alla tolleranza al rischio (cfr. artt. 25, comma 2, Mifid II; art. 40, comma 1, nuovo Regolamento Intermediari).

L'operazione deve essere adeguata rispetto a tutti e tre gli anzidetti parametri (c.d. approccio multivariato). I criteri quindi non sono alternativi né possono compensarsi tra loro; l'inadeguatezza di uno degli aspetti non può infatti essere compensata da un valore elevato di un altro parametro. Ad esempio, la scarsa conoscenza di uno strumento finanziario non può essere compensata da un orizzonte temporale elevato.

Il prestatore dei servizi di investimento deve, quindi, raccogliere una estesa gamma di indicazioni e riferimenti personali del cliente²⁷² in grado di farne emergere le caratteristiche essenziali e poter quindi stabilire, sulla base di una valutazione prognostica, ovvero a seguito di un giudizio *ex ante*, condotto in riferimento al momento dell'operazione²⁷³, e “*tenuto conto della natura e della portata del servizio fornito*”, se la specifica operazione da raccomandare soddisfa i criteri di adeguatezza sopra tratteggiati²⁷⁴.

Nell'ambito del servizio di gestione di portafogli secondo linee

²⁷² Come visto, essenzialmente la situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento e l'esperienza del cliente.

²⁷³ Cfr. già Trib. Novara, 10 gennaio 2006, in *Giur. merito*, 2006, 1399; sul punto anche MAGGIOLO, *Servizi ed attività*, cit., 386.

²⁷⁴ In particolare, l'intermediario dovrà valutare se l'operazione di investimento:

- a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio;
- b) è di natura tale per cui il cliente è finanziariamente in grado di sopportare i rischi connessi all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento;
- c) è di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienza e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione e alla gestione del suo portafoglio; cfr. RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 432.

di investimento predeterminate, l'adeguatezza dovrà corrispondere alla congruità della linea di gestione rispetto al profilo del cliente gestito.

Se il servizio di consulenza o di gestione di portafogli è prestato ad un cliente professionale, si presume che questo abbia l'esperienza e la conoscenza per comprendere i rischi dell'operazione; in tal caso, la valutazione di adeguatezza si concreta nella verifica della situazione finanziaria e degli obblighi di investimento (cfr. art. 54, comma 3, reg. UE 2017/565)²⁷⁵.

La Mifid II ha anche ulteriormente previsto che i prestatori dei servizi di investimento devono altresì valutare, tenendo conto dei costi e della complessità, se servizi o strumenti finanziari *equivalenti* rispetto a quelli proposti possano corrispondere al profilo del cliente (art. 54, comma 9, reg. UE 2017/565)²⁷⁶.

Va ancora aggiunto che una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avviene con una frequenza che non è nel miglior interesse del cliente (considerando n. 88, reg. UE 2017/565). Tale previsione stigmatizza, tra l'altro, la pratica del c.d. *churning*, consistente in un flusso di transazioni attive e passive nel portafogli titoli del cliente, senza vantaggio per quest'ultimo ma al solo scopo di generare alti costi

²⁷⁵ Se invece viene prestato il (solo) servizio di consulenza ad un “*cliente professionale di diritto*” di cui all'Allegato II, Sezione I, Mifid II, si presume che questo non solo abbia l'esperienza e la conoscenza necessarie ma che sia altresì finanziariamente in grado di sopportare i rischi compatibili con i suoi obiettivi di investimento (art. 54, comma 3, reg. UE 656/2017).

²⁷⁶ Come osserva, DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, cit., pag. 192, si tratta di una novità importante non solo perché impone all'impresa di investimento di tenere in considerazione il profilo rischio-rendimento e di costo-complessità dei diversi prodotti oggetto della gamma di offerta, ma perché, verosimilmente, richiede che tale confronto sia effettuato anteriormente alla distribuzione del prodotto e cioè quando l'intermediario definisce le proprie procedure di adeguatezza e di product governance ed il catalogo di prodotti da raccomandare o da inserire nelle gestioni. Lo stesso comma 9 del citato art. 54 dà rilevanza organizzativa alla regola, stabilendo che, a tal fine, le imprese di investimento devono dotarsi di appropriate politiche e procedure.

commissionali a suo carico²⁷⁷.

Per altro verso, viene introdotto l'obbligo per l'intermediario che presta il servizio di consulenza di presentare, al cliente retail, prima di effettuare la transazione, una dichiarazione scritta di adeguatezza che non solo descriva la consulenza prestata ma che illustri anche perché la stessa consulenza è per quel cliente adeguata sotto il profilo della sua esperienza e conoscenza, della capacità di sostenere le perdite e degli obiettivi di investimento in ragione della durata dell'investimento (c.d. *Suitability report*). Parimenti l'intermediario ha il dovere di “esplicitare” i motivi posti a base del giudizio di inadeguatezza (*infra*), atteso che, secondo la consolidata giurisprudenza di legittimità, “*l'avvertimento dell'inadeguatezza dell'operazione non può essere dato dall'intermediario mediante una generica frase standard prestampata, ma, al fine di consentire all'investitore di addivenire a una scelta effettivamente consapevole, l'avvertimento in questione deve essere comunicato attraverso una condotta intesa a rappresentare in modo puntuale e compiuto le caratteristiche dell'operazione, con peculiare riguardo ai rischi che la stessa viene propriamente a proporre; le specifiche ragioni che rendono nel concreto inadeguata una data operazione devono perciò venire trasmesse all'investitore con contenuti e termini tali da risultare destinate a porsi come reali co-fattori della decisione di questi: di non investimento come anche di investimento*”²⁷⁸.

Dall'analisi delle disposizioni poste in capo all'intermediario, risulta allora che ciò che viene essenzialmente richiesto al primo, al fine di poter eseguire un servizio o un prodotto adeguato, è che lo stesso

²⁷⁷ Cfr. DE MARI, *op. ult. cit.*, pag. 194.

²⁷⁸ Il principio è pacifico in giurisprudenza, ed è ribadito da Cass. 18 maggio 2017, n. 12544, in *Dejure.it*.

compia un'attenta *profilatura* del cliente²⁷⁹. Del resto, i doveri di adeguatezza altro non sono che una specificazione più profonda tanto della *know your client rule*, quanto della *know your merchandise rule*²⁸⁰.

Sulla base delle informazioni e degli elementi acquisiti l'intermediario deve esprimere allora un giudizio sull'adeguatezza della specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione portafogli o di consulenza (art. 40, c. 1. nuovo Reg. Intermediari). In ordine alla verifica della fondatezza delle informazioni acquisite, gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni rilasciate dal cliente a meno che non siano “*manifestamente superate, inesatte o incomplete*” (art. 55, comma 3, Regolamento UE 2017/565): l'intermediario, pertanto, è tenuto alla c.d. “*gestione dinamica del profilo dell'investitore*”²⁸¹, ossia ad integrare le informazioni rilasciate dal cliente con quelle in suo possesso, o richiedere al cliente di confermare, modificare o completare le informazioni già comunicate. Grava, in ogni caso, sul cliente l'onere di informare l'intermediario sui cambiamenti eventuali che potrebbero influenzare il giudizio di adeguatezza. Inoltre, l'intermediario è tenuto ad aggiornare periodicamente le schede *Know Your Client* anche per il

²⁷⁹ MOTRONI, *La profilatura del cliente nella MiFID II*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *op. cit.*, 405.

²⁸⁰ In particolare, cfr. RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 432, il quale osserva che più precisamente, la regola della *know your client rule* risulta potenziata pure dal punto di vista qualitativo, in quanto accanto all'attitudine a comprendere i rischi discendenti o connessi alla prestazione offerta, si aggiunge non solo l'aspetto della capacità di sottoporre le perdite relative tramite la comunicazione di notizie sulla capacità finanziaria, ma anche l'ambito concernente la c.d. *risk tolerance*. Ovvero la individuazione dell'attitudine al rischio, oltre che nella prospettiva oggettiva della combinazione tra le varie incognite ed il rendimento, sul piano della reazione emotiva. Mentre la *know your merchandise rule* è stata corroborata dal punto di vista delle modalità di selezione dell'offerta, sul terreno di un più ampio e diversificato numero di opzioni anche indipendenti, enfatizzata pure dall'art. 21, comma 2 ter, T.u.f.

²⁸¹ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 35.

tramite del c.d. *Suitability report*²⁸².

Come visto, i parametri di riferimento nella valutazione sull'adeguatezza risultano essere particolarmente rigorosi e non possono essere superati neppure in presenza di un consenso scritto del cliente all'esecuzione dell'operazione inadeguata²⁸³. Ne discende, allora, che in presenza di una valutazione negativa sull'adeguatezza dello strumento finanziario, in capo all'intermediario è imposto – senza alcuna possibilità di permettere eccezioni, seppur sempre limitatamente ai servizi di investimento di gestione di portafoglio e di consulenza – un vero e proprio divieto, non solo di compiere, ma anche di suggerire operazioni inadeguate al profilo del singolo investitore²⁸⁴. In particolare, la c.d. “*efficacia bloccante*” della valutazione di adeguatezza può interessare, a seconda del servizio prestato, sia singole

²⁸² L'imposizione dell'obbligo di monitorare costantemente nel tempo la dichiarazione di adeguatezza, come è stato notato, rappresenta una barriera protettiva di grande rilievo per gli investitori, DI NELLA, *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela. Regole di governance. Mercati*, Assago-Padova, 2016, 140. Sotto questo profilo, l'attuale normativa impone che più il profilo di rischio prescelto è alto e più avanzata è l'età dell'investitore, con maggior frequenza dovrebbe essere aggiornato il relativo profilo, cfr. MOTRONI, *La profilatura del cliente nella MiFID II*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *op. cit.*, 427.

²⁸³ Neppure il consenso scritto dell'investitore può, dunque, consentire all'intermediario di dare corso ad una raccomandazione o ad un'operazione di gestione inadeguata. Sul punto, la giurisprudenza di legittimità, oltre a ribadire che l'intermediario deve comunque astenersi dal dar seguito ad ordini impartiti dal cliente qualora gli stessi siano eccessivamente rischiosi o comunque inadeguati – è arrivata a sostenere che in tal caso sussiste per l'intermediario una giusta causa di recesso ex artt. 1722, comma 1, n. 3 e 1727 c.c.; cfr. Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376; Cass. 9 agosto 2016, n. 16828, reperibili in *Dejure.it*. Peraltro, la dichiarazione resa dal cliente, su modulo predisposto dall'intermediario e da lui sottoscritto, in ordine alla propria consapevolezza, conseguente alle informazioni ricevute, della rischiosità dell'investimento suggerito e sollecitato dalla banca e dell'inadeguatezza dello stesso rispetto al suo profilo d'investitore, non può – ad avviso della giurisprudenza – costituire “*dichiarazione confessoria, in quanto è rivolta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo*” (Cass., 13 maggio 2016, n. 9892, in *Dejure.it*).

²⁸⁴ In tal modo è stato realizzato il passaggio da una regola informativa, funzionale ad un'autodeterminazione del cliente finale, ad una regola di solidarietà, volta a proteggere in generale il risparmio diffuso tutelato a livello costituzionale, cfr. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 42.

operazioni rispetto alle quali ci sia consulenza, sia linee di investimento nel caso di gestioni individuali²⁸⁵. Alle medesime conclusioni deve essere ricondotto il rifiuto, da parte dell'investitore, di fornire all'intermediario le informazioni in merito alla conoscenza ed esperienza, situazione finanziaria ed obiettivi di investimento, ciò che implica, quindi, un dovere di astensione in capo all'intermediario dal prestare i servizi di consulenza e di gestione (art. 54, comma 8, reg. UE 2017/565).

Il sistema di tutela bloccante testè descritto ha addirittura fatto affermare ad una minoritaria (e non condivisibile) dottrina che la valutazione di adeguatezza sarebbe una qualifica del servizio di investimento che rileva come un limite invalicabile per le parti e avrebbe l'effetto di collocare nell'illiceità (per contrasto a norma imperativa) ogni operazione che sia inadeguata per il cliente: *“l'operazione reputata inadeguata non può in alcun modo essere eseguita”*²⁸⁶.

Per questa via, una minoritaria dottrina giunge ad affermare che, dopo il sistema normativo dato dall'insieme delle disposizioni Mifid I e II e pedissequi Regolamenti Intermediari, non possa più trovare applicazione la soluzione giurisprudenziale che preferisce la responsabilità dell'intermediario all'invalidità del contratto in caso di *misselling* per inadeguatezza²⁸⁷, e ciò perché il divieto posto dalla norma imperativa non riguarderebbe più un obbligo di comportamento imposto all'intermediario o al consulente che ha ad oggetto un'informazione, bensì sarebbe volto a impedire l'operazione di

²⁸⁵ In argomento, MAGGILO, *Servizi ed attività*, cit., 388.

²⁸⁶ IMBRUGLIA, *Mifid II e l'adeguatezza del servizio di risparmio gestito*, in *Studium Iuris*, 2019, 862, secondo il quale: *“la valutazione dell'adeguatezza resta “estromessa dal mondo dell'informazione” e si conferma come “preclusione insuperabile”, così che, ex artt. 54.8 e 54.10 Reg. n. UE/575/2017, lo strumento finanziario scambiato all'interno di un'attività di risparmio gestito o è adeguato oppure non è”*.

²⁸⁷ Il riferimento è a Cass., sez. un., nn. 26724 e 26725, 19 dicembre 2007 cit.

investimento, se e in quanto inadeguata²⁸⁸. Il giudizio è, dunque, di validità dell'atto, e la nullità consegue alla violazione della norma (tuttavia, il rimedio risarcitorio continua a trovare spazio, come si vedrà, in relazione ad altre ipotesi di violazioni contrattuali).

*

a) *Il possibile nuovo regime di adeguatezza proposto dalla Commissione Europea nell'ambito del CMU Action Plan*

Nel febbraio 2022 la Commissione Europea ha messo in pubblica consultazione un documento sulle opzioni per innalzare il giudizio di adeguatezza e appropriatezza che si pone nell'ambito della c.d. *capital markets union (CMU) action plan*²⁸⁹. Il documento opera

²⁸⁸ Sul punto, RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. Dir. Bancario*, supplemento gennaio/marzo 2020, 157.

²⁸⁹ La Capital Market Union (CMU) è un'iniziativa di politica economica lanciata dall'ex presidente della Commissione europea, Jean-Claude Juncker, nell'esposizione iniziale della sua agenda politica il 15 luglio 2014. L'obiettivo principale era quello di creare un mercato unico dei capitali in tutto il territorio dell'UE entro la fine del 2019. Il ragionamento alla base dell'idea era quello di affrontare la questione che la finanza aziendale si basa sul debito (cioè sui prestiti bancari) e il fatto che i mercati dei capitali in Europa non erano sufficientemente integrati in modo da proteggere l'UE e soprattutto l'Eurozona da future crisi. Il c.d. *Five Presidents Report* del giugno 2015 ha proposto la CMU per completare l'unione bancaria dell'Unione europea e, infine, per portare a termine il progetto dell'Unione economica e monetaria (UEM). La CMU dovrebbe attirare 2000 miliardi di dollari in più sui mercati dei capitali europei, a lungo termine.

La CMU è stata considerata dalla Commissione come la “*Nuova frontiera del mercato unico europeo*”, con l'obiettivo di affrontare i diversi problemi che circondano i mercati dei capitali in Europa, quali: la riduzione della frammentazione del mercato, la diversificazione delle fonti finanziarie, i flussi di capitale transfrontalieri, con un'attenzione particolare per le Piccole e Medie Imprese (PMI). Il progetto è stato visto anche come il passo finale per il completamento dell'Unione Economica e Monetaria, in quanto complementare all'Unione Bancaria dell'Unione Europea, che è stata teatro di un'intensa attività legislativa sin dal suo lancio nel 2012. Il progetto dell'Unione economica e monetaria ha comportato la centralizzazione e la delega di poteri a livello sovranazionale, con il settore della governance macroeconomica e della vigilanza bancaria che sono stati i più colpiti.

Al fine di raggiungere gli obiettivi e i traguardi decisi al momento della creazione del progetto, è stato proposto un piano d'azione (c.d. *Action Plan*) soggetto a revisione intermedia che prevede diverse azioni prioritarie, oltre a proposte legislative per l'armonizzazione delle norme e proposte non legislative volte a garantire buone pratiche tra gli operatori di mercato e le imprese finanziarie.

La nuova Commissione europea, sotto la guida di Ursula von der Leyen, si è impegnata a portare avanti e a concludere il progetto avviato dal suo predecessore,

all'interno del processo di revisione di Mifid II introducendo fortissimi spunti di innovazione: si intende modificare l'attuale test di adeguatezza ed appropriatezza (*infra* per quanto concerne l'appropriatezza) con l'intenzione di eliminare la classica distinzione dei filtri in relazione ai diversi servizi d'investimento passando da un approccio per prodotto alla valorizzazione di una strategia di *asset allocation* personalizzata.

Nonostante il documento sia molto sintetico, ellittico e di non facile lettura, lascia intravedere la volontà di una forte discontinuità rispetto al passato. Si ridisegnano nuove regole di adeguatezza dove assumono rilevanza, oltre alla già conosciuta definizione degli obiettivi di investimento, l'*asset allocation strategy* personalizzata di nuova introduzione²⁹⁰. Queste due componenti andrebbero così a formare il *personal investment plan* del cliente ed il nuovo regime non avrebbe ad oggetto i soli servizi di gestione patrimoniale individuale e di consulenza finanziaria, ma sarebbe trasversale rispetto a tutti i servizi e quindi applicabile a quelli così detti esecutivi, come la negoziazione, la raccolta d'ordini ed il collocamento. Come è stato notato, si tratterebbe di una vera e propria rivoluzione copernicana: sparirebbero dalla profilazione cliente l'acquisizione dei dati sulla sua situazione finanziaria e sulla sua conoscenza ed esperienza²⁹¹. Il documento, infatti, non menziona più in alcuna sua parte questi elementi e si occupa di meglio individuare gli obiettivi di investimento attraverso la definizione della propensione al rischio, dei limiti all'investimento, di

lavorando su una nuova strategia a lungo termine e affrontando i problemi che il progetto ha avuto negli ultimi tempi in seguito alla revisione intermedia e all'uscita del Regno Unito dall'UE.

²⁹⁰ In particolare, per *asset allocation strategy* si intende il processo con cui si combinano diverse *asset class* attribuendo un peso corretto per ognuna di esse con il fine di realizzare un portafoglio redditizio nel lungo periodo.

²⁹¹ ZITIELLO, *Nuovo regime di adeguatezza: il documento "rivoluzionario" della Commissione*, in *Rivista Online WeWealth.it*, 1.

linee guida tecniche, di limitazione personali, di preferenze Esg, per l'altro di esplicitarli in una strategia di *asset allocation* personalizzata al fine di rappresentare in quali strumenti, primari o secondari, e con quali percentuali il cliente possa investire al fine di realizzare le sue effettive propensioni. Una volta individuate le nuove modalità per definire il profilo del cliente si intende renderlo trasferibile e quindi “*portabile*” presso tutti gli intermediari con i quali intenda aprire un rapporto per la prestazione di servizi di investimento.

Si ha in mente quindi di percorrere un processo di oggettivizzazione del *personal investment plan* del cliente di modo che, una volta definito, sia automaticamente leggibile dai sistemi informatici e possa pertanto seguire il cliente in modo uniforme presso tutti gli intermediari.

Come notato, sono davvero notevoli le perplessità suscitate da questo documento sia nelle modalità che nel merito²⁹². In particolare, si è rilevato come non sembra opportuna la scelta di non supportare con ampie motivazioni l'*Action Plan* che si intende percorrere lasciando all'interprete la faticosa opera di individuare le linee guida di un intervento così rivoluzionario dalle scarse righe di accompagnamento e dal testo del questionario. A ciò si aggiunga che il termine affidato agli *shareholders* per rispondere è stato, inopinatamente, di soli trenta giorni: un periodo di tempo troppo ristretto rispetto ad una proposta che tocca dal profondo le linee portanti di Mifid I e II che si sono avvalorate negli ultimi quindici anni.

Nel merito si hanno dubbi che il nuovo regime rappresenti un innalzamento del test di adeguatezza. Sembra al contrario un livellamento verso il basso, tant'è che si propone di utilizzare il test trasversalmente su tutti i servizi di investimento. Non si comprende poi

²⁹² In particolare, sempre ZITIELLO, *op cit.*, 3.

che fine faccia il principio di inderogabilità che ha sempre accompagnato il filtro di adeguatezza²⁹³.

Inoltre, l'applicazione del nuovo regime ai servizi esecutivi appare poco conforme e funzionale alla natura degli stessi, rendendo, in sintesi, il generale approccio del legislatore europeo troppo (e inopinatamente) schiacciato sull'investitore retail c.d. “*puro*”.

*

ii. L'appropriatezza

Differentemente dall'adeguatezza, la valutazione di appropriatezza risulta applicabile a tutti i servizi di investimento diversi dai servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli. Tale valutazione si sostanzia nell'acquisizione, da parte dell'intermediario – tenuto conto della natura del cliente e del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, tra cui la complessità ed i rischi connessi – delle informazioni in merito alla “*conoscenza ed esperienza del cliente*”, prendendo in considerazione: i tipi di servizi, le operazioni e gli strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate; il livello di istruzione e la professione attuale o precedente del cliente (art. 25, comma 3, Mifid II; art. 55 Mifid II; art. 42, comma 1, nuovo Regolamento Intermediari).

Se il servizio è prestato ad un cliente professionale, si presume che questo abbia l'esperienza e la conoscenza per effettuare l'investimento (art. 56, reg. UE 565/2017).

L'inappropriatezza dello strumento finanziario o del servizio di investimento non è “*bloccante*”, come visto per l'adeguatezza. L'intermediario deve avvertire l'investitore del proprio giudizio di non appropriatezza o dell'impossibilità di formulare un giudizio per

²⁹³ ZITIELLO, *op cit.*, 3.

insufficienza delle informazioni, ma può poi operare senza necessità che il cliente confermi la propria intenzione di procedere con l'operazione (art. 56, comma 2, lett. b), reg. UE 565/2017; art. 42, comma 2, nuovo Regolamento Intermediari). Ove il cliente scelga di non fornire informazioni e il rifiuto impedisca di compiere la valutazione di appropriatezza, l'intermediario non ha quindi l'obbligo di astenersi dal prestare il servizio esecutivo, ma è solo obbligato ad informare il cliente che tale rifiuto gli impedirà di effettuare la valutazione di appropriatezza (art. 42, comma 3, nuovo Regolamento Intermediari)²⁹⁴. Adempiuto tale obbligo potrà prestare il servizio.

I prestatori dei servizi di investimento devono in ogni caso adottare misure che siano in grado di tracciare e registrare le sopra indicate fasi di interazione con il cliente (art. 56, comma 2, reg. UE 565/2017).

Sussiste, così, seppur limitatamente ai soli servizi diversi dalla consulenza e gestione di portafogli, un sistema di dichiarazioni “*ad incastro*” tra cliente e intermediario che consente di superare ogni ostacolo in presenza di un consenso scritto del cliente all’esecuzione dell’operazione inappropriata.

La diversità di approccio rispetto alla regola di adeguatezza è evidente e la conseguente portata del presidio registra una netta regressione sulla sfera sensibile della tutela dell'investitore²⁹⁵. Ed invero, il giudizio di appropriatezza è limitato a riguardare in astratto la natura del servizio o dell'investimento oggetto della prestazione che può essere realizzata da parte dell'intermediario, senza alcuna

²⁹⁴ Sul punto, cfr. DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, cit., pag. 190.

²⁹⁵ COLOMBO, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in Troiano e Motroni (a cura di), *op. cit.*, 75.

immediata utilità specifica nei confronti del cliente²⁹⁶. Sotto questo profilo, come notato, la regola di appropriatezza non contempla in alcun modo l'attivazione di rimedi di natura pratica e non offre aiuti per colmare i sempre possibili gap conoscitivi e cognitivi del cliente²⁹⁷. Del resto, sul punto è stato precisato che la minore protezione per il cliente non dipende affatto da intrinseche, pretesamente più limitate rischiosità delle operazioni di investimento, in quanto le decisioni di investire da parte di un cliente non professionale, sono probabilmente più pericolose rispetto a scelte operate da intermediari abilitati che agiscono per suo conto, manifestazioni platealmente patologiche a parte²⁹⁸.

In definitiva, l'unico obbligo che grava sull'intermediario, con riferimento ai servizi di investimento diversi dalla gestione di portafogli e dalla consulenza, è quello di avvertire i clienti non professionali attuali o potenziali della intervenuta valutazione di non appropriatezza. Per questa via, l'intermediario sarà inadempiente qualora manchi di comunicare la valutazione di non appropriatezza al cliente, ma anche nell'ipotesi in cui, valutata come inappropriata una determinata operazione (poi eseguita su indicazione dell'investitore), ometta di indicare al cliente le ragioni di una tale valutazione²⁹⁹. In ogni caso,

²⁹⁶ DI NELLA, *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in TROIANO e MOTRONI (a cura di), *op. cit.*, 140.

²⁹⁷ DI NELLA, *op. ult. cit.*, 146.

²⁹⁸ MAGGIOLO, *Servizi ed attività*, cit., 388.

²⁹⁹ Cfr. ACF, 2 agosto 2022, n. 5734, in www.dirittodelrisparmio.it, secondo cui, nel caso attenzionato, dalle evidenze in atti non era possibile ritenere comprovata l'effettiva prestazione di un servizio di natura consulenziale, né, tantomeno, che ciò fosse stato contrattualmente pattuito tra le parti; ne consegue che la Banca fosse tenuta a svolgere unicamente la valutazione di appropriatezza, che, nel caso di specie, aveva avuto esito negativo, nonostante il quale parte ricorrente aveva formulato espressa richiesta di dare comunque corso all'operatività controversa. Ebbene, in merito a un tale *modus procedendi*, il Collegio richiama in questa quanto già rilevato in casi consimili; segnatamente: “*la doglianza riguardante la mancata comunicazione delle ragioni di non appropriatezza è fondata [...] giacché la mancata indicazione dei motivi posti a fondamento di tale valutazione impedisce al cliente di orientarsi con*

precisa la giurisprudenza, la valutazione di non appropriatezza, così come anche quella di non adeguatezza, non è in sé idonea ad esonerare l'intermediario dall'obbligo di sottoporre al cliente il corredo informativo che deve essere associato all'operazione o al servizio di investimento. In particolare, la somministrazione dei pertinenti elementi conoscitivi circa la natura e i rischi di una specifica operazione assume un *rilievo autonomo*, in vista di razionali scelte di investimento o disinvestimento, e non è esclusa dalla rappresentazione della non adeguatezza o non appropriatezza di quell'operazione³⁰⁰. Da tale autonomia discende il principio per cui l'intermediario sia tenuto a fornire al cliente una dettagliata informazione preventiva circa i titoli mobiliari e, segnatamente, circa la natura di essi e i caratteri propri dell'emittente, restando irrilevante, a tal fine, ogni valutazione di adeguatezza/appropriatezza dell'investimento³⁰¹.

*

iii. La product governance

La vera novità di MIFID II consiste indubbiamente nell'introduzione dell'assetto di regole che vengono generalmente

autentica consapevolezza nel momento in cui è chiamato a decidere se confermare l'ordine ovvero revocarlo".

³⁰⁰ Cass., 5 maggio 2022, n. 14208, in *Dejure.it*, secondo cui l'informativa riguardo allo strumento finanziario ha, così, una sua precisa autonomia e deve mantenersi distinta dalle valutazioni che l'intermediario è tenuto a compiere in punto di appropriatezza e adeguatezza: la prima deve porre l'investitore nelle condizioni di apprezzare i rischi che l'operazione presenta in sé, avendo riguardo, tra l'altro, e per quanto qui rileva, alle caratteristiche dello strumento finanziario da negoziare; le seconde si basano sulla relazione tra la tipologia dell'investimento e il flusso informativo proveniente dal cliente (al livello di esperienza e di conoscenza dello stesso, per l'appropriatezza; al grado di esperienza e conoscenza e, in più, agli obiettivi di investimento e alla capacità finanziaria, per l'adeguatezza). In definitiva, la segnalazione dell'intermediario, per sconsigliare l'operazione per aspetti concernenti la generica non congruità dell'operazione rispetto al profilo del cliente, senza dar conto delle specifiche caratteristiche dello strumento finanziario e della sua intrinseca rischiosità (elementi indispensabili per consentire una consapevole scelta di investimento) non escluda affatto l'inadempimento del detto soggetto. Conf. Cass., 11 novembre 2021, n. 33596; Cass., 18 giugno 2018, n. 15936, tutte in *DeJure.it*.

³⁰¹ Cass., 18 giugno 2018, n. 15936, cit.

identificate sotto la locuzione di *Product Governance*.

Il legislatore europeo ha infatti deciso di allargare la prospettiva a ciò che accade anche prima del contratto di investimento, nella fase più propriamente di ideazione del prodotto finanziario, nonché di quella relativa alle politiche di distribuzione, anticipando quindi la tutela del risparmiatore al momento della concezione e dello sviluppo del prodotto che lo stesso andrà ad acquistare³⁰². Non si prende dunque più in considerazione esclusivamente il momento di conclusione del contratto di investimento (normato dalle regole di adeguatezza e appropriatezza, come avveniva prima di MIFID II, che comunque rimane fermo), bensì viene predisposta anche una serie di regole di condotta “*aggiuntive*” applicabile in tutta la fase precedente all'investimento vero e proprio.

Come si è affermato, le regole di product governance riguardano allora tutte le fasi che contraddistinguono il “*ciclo di vita*” di ogni prodotto finanziario: ovvero il suo design e la successiva strutturazione; la distribuzione e la commercializzazione, nonché la *post* distribuzione³⁰³.

³⁰² Cfr. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2020, 27, il quale, con riferimento al nuovo art. 21, comma 2 bis T.u.f., osserva che il legislatore abbia determinato un “*arretramento topografico*” dell'intervento normativo, “*non più operato solo a livello del contratto con l'intermediario, ma relativo ora al programma di attività commerciale e le relative regole organizzative: le quali subiscono un'integrazione nell'ottica della cura di una rigorosa coerenza dell'attività svolta col ruolo di razionale collettore degli investimenti affidato agli intermediari nel disegno concorrenziale del mercato finanziario*”.

³⁰³ SALERNO, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari nella MiFID II: problemi di enforcement della disciplina*, in MANCINI et al. (a cura di), *Regole e Mercato*, I, Torino, 2016, 433. In particolare, come osserva DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, cit., 218, il governo del prodotto riguarda tanto il *target market (infra)* quanto la *distribution strategy (infra)* che, una volta identificate, devono essere monitorate e riesaminate periodicamente sia dai *manufacturers* che dai *distributors* (sempre *infra*), tenuto conto anche della complessità e del carattere innovativo dei prodotti emessi (artt. 67 e 75 nuovo Regolamento Intermediari). Tra le imprese produttrici e quelle distributrici deve sussistere quindi un flusso ed uno scambio di informazioni biunivoco. Le prime

In virtù del menzionato arretramento (temporale) di tutela, due sono conseguentemente i soggetti passivi degli obblighi di *product governance*. Anzitutto (ed è qui la vera novità), vengono in rilievo i c.d. *manufacturer* (o produttori), definiti dal nuovo Regolamento Intermediari (art. 62, comma 1, lett. a) come quegli intermediari che “realizzano”, e che cioè “creano, sviluppano, emettono e/o concepiscono strumenti finanziari”.

Dall'altro lato, si hanno i c.d. *distributors*, o produttori, i quali altro non sono che gli “intermediari che offrono o raccomandano strumenti finanziari ai clienti” (art. 62, comma 1, lett. b) Nuovo regolamento Intermediari).

Ciò premesso, la *product governance* impone ai *manufactures* e ai *distributors*, di far sì che:

- a. gli strumenti finanziari da loro concepiti e distribuiti siano compatibili con le esigenze, le caratteristiche, la tolleranza al rischio, il profilo rischio/rendimento e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento di clienti finali (*target market*); e che
- b. la strategia di distribuzione (*distribution strategy*) degli strumenti finanziari (i.e. i canali di distribuzione e l'individuazione degli stessi distributori) sia articolata in coerenza con le esigenze del mercato di clientela di riferimento

devono assicurare ai distributori la fornitura di ogni informazione idonea a consentire a questi ultimi di capire, consigliare o vendere correttamente lo strumento finanziario oggetto di *product governance* (art. 9, comma 13, MIFID II; art. 68 Nuovo regolamento intermediari). I distributori, a loro volta, forniscono ai produttori le informazioni sulle vendite e sui riesami da loro effettuati al fine di corroborare le verifiche effettuate dai produttori (art. 10, comma 9, MIFID II; art. 74 Nuovo regolamento intermediari) e devono riferire in dettaglio nel caso di distribuzione dei prodotti all'esterno del *target market* identificato dal produttore e di ampliamento della strategia distributiva da questo raccomandata.

prescelto³⁰⁴.

I due tratti fondamentali della product governance (target market e distribution strategy) si applicano così tanto ai manufacturers quanto ai distributors; e tali ultimi soggetti, in particolare, debbono rispettare, nell'ambito delle proprie procedure, le indicazioni fornite dal manufacturer ai fini del target market dei prodotti emessi.

Quanto premesso, consente di enucleare un primo momento saliente nelle regole di product governance, concernente in particolare, “*il progetto di approvazione del prodotto*”, che deve essere quindi messo a punto dal distributor prima della sua effettiva distribuzione sul mercato. Il “*progetto di approvazione*” deve soddisfare in particolare un duplice obiettivo: anzitutto deve saper individuare il mercato di riferimento dei clienti finali al quale il prodotto viene associato, e, in secondo luogo, deve saper assicurare – a seguito dell'analisi dei rischi attinenti, connessi e/o conseguenti al target market prefigurato – la coerenza della prevista strategia distributiva con il suddetto mercato ai sensi di quanto dispone l'art. 21, commi 2bis e 2 ter, T.u.f.

Il secondo momento saliente che si evince dalle regole in esame, concerne invece la verifica ex ante in capo ai distributors – se diversi dal manufacturer – circa l'effettiva compatibilità del prodotto strutturato dal manufacturer con le caratteristiche e le esigenze, anche di protezione, dell'investitore finale. Anche ai distributors, dunque, viene richiesto di conoscere tanto le caratteristiche del prodotto, quanto quelle del mercato di riferimento e, dunque, in ultima analisi, il profilo di investitore pensato (dal *manufacturer*) sin dalla fase di ideazione del prodotto (il che rappresenta un'assoluta novità)³⁰⁵.

Con riferimento all'individuazione del mercato di riferimento,

³⁰⁴ Cfr. art. 9 Direttiva MIFID II, cfr. sul punto DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, cit., 212.

³⁰⁵ Cfr. art. 63 Nuovo regolamento intermediari.

come precisa l'Esma³⁰⁶, i distributori devono stabilire in anticipo se quanto progettato dal manufacturer corrisponde alle esigenze concrete dei possibili clienti, così come alle loro caratteristiche ed obiettivi, con ciò esaminando la coerenza del profilo rischio/rendimento con il target market e la rispondenza dello strumento finanziario all'interesse dell'investitore³⁰⁷.

Individuato il mercato di riferimento, i distributori procedono a vagliare la strategia di distribuzione, utilizzando quella dei produttori ma con approccio critico; e cioè variando da un approccio simile o identico a quello del produttore, a uno più prudente (per esempio, decidendo di distribuire con consulenza strumenti che secondo il manufacturer potrebbero essere veicolati anche senza consulenza), oppure addirittura adottando un approccio meno prudente (sulla base di un'analisi dei prodotti da distribuire e della clientela target)³⁰⁸.

Sul piano dell'*enforcement* le regole di product governance sono presidiate da pervasivi poteri di c.d. *product intervention* attribuiti alle autorità di vigilanza domestiche ed europee. Tali autorità, accertate le violazioni sulle regole e procedure di *product governance* da parte di *manufacturers* e/o *distributors*, laddove dovessero registrare un

³⁰⁶ Cfr. Orientamenti Esma sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II del 5 febbraio 2018, paragrafi 34-36.

³⁰⁷ Cfr. art. 64 Nuovo regolamento intermediari. Sul punto RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 440; nonché DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, cit., 214, che precisa come i distributori devono utilizzare lo stesso elenco di categorie utilizzate dai produttori come base per la definizione del mercato di riferimento dei loro prodotti ma devono definire il target di mercato (elaborato "astrattamente" dai produttori) ad un livello "più concreto, reale", utilizzando le caratteristiche e le informazioni acquisite presso i propri clienti, oltre a quelle fornite dai produttori. Integrano e rifiniscono, in termini di effettività, il target market del produttore. Viene poi aggiunto come siano comunque ammesse delle deviazioni dal target market del produttore in ragione delle caratteristiche del caso concreto e dell'appropriatezza o adeguatezza della singola operazione rispetto al cliente finale; anzi, sarà proprio il controllo di appropriatezza o di adeguatezza a giustificare l'eventuale deviazione dal target market delineato dal produttore.

³⁰⁸ Orientamenti Esma sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II del 5 febbraio 2018, paragrafi 49-51.

pericolo significativo per la tutela degli investitori, l'integrità dei mercati o la stabilità del sistema finanziario, possono addirittura vietare o limitare (ai sensi dell'art. 7, comma 3 bis, T.u.f. ss per le autorità italiane) la distribuzione degli strumenti finanziari interessati dalle violazioni. Si tratta di un vero e proprio (rivoluzionario) divieto di vendita dei prodotti costruiti e/o distribuiti in violazione degli obblighi e delle procedure di product governance³⁰⁹.

Assai meno definite sono le regole di *enforcement* privato nei confronti di *manufacturers* e *distributors*, che la disciplina europea rimette interamente ai singoli Stati Membri. Ed invero, il legislatore europeo, pur anticipando con l'introduzione della product governance la tutela del cliente alla fase di ideazione del prodotto e a quella delle politiche di distribuzione, non ha infatti minimamente stabilito come impatti questo allargamento di perimetro sul sistema dei rimedi civilistici esperibili dal cliente.

*

2. LA VIOLAZIONE DELLE REGOLE DI CONDOTTA: IL RIMEDIO RISARCITORIO

Come accennato in conclusione della trattazione sulle regole di *product governance*, il legislatore europeo non si è spinto sino al punto di individuare i rimedi privatistici per le regole di condotta – invece – dettagliatamente individuate in capo agli intermediari, limitandosi a rimettere integralmente tale scelta al legislatore di ciascun Stato Membro³¹⁰. Non vengono quindi chiarite espressamente quali siano le

³⁰⁹ Sul punto, diffusamente, DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, cit., pag. 230 ss.

³¹⁰ BUSCH, *The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond*, in *European Review of Contract Law*, 2017, 74 ss.; CHERENDYCHENKO, *Conceptualising the relationship between Investor Protection and Private Law*, in *Eur. Law. J.*, 2015, 500. Per un'analisi comparatistica dei sistemi remediali delle varie giurisdizioni europee, cfr. BUSCH e VAN DAM, *A Bank's duty of care*, Bloomsbury,

conseguenze civilistiche per la violazione delle regole di condotta imposte agli intermediari e ai produttori di strumenti finanziari.

Un tanto vale per ogni singola regola di condotta prevista in ambito europeo (e recepita negli ordinamenti nazionali), dalla *suitability rule* (adeguatezza), alla regola di appropriatezza (*appropriateness*) e, come visto, da ultimo anche alla *product governance*. Si tratta di un *modus operandi* che, oltre a caratterizzare l'intero alveo delle regole di condotta, ha sempre distinto la normativa europea, in particolare nel settore finanziario, sin dal primo momento di armonizzazione sovranazionale avvenuto con Mifid I.

Un tale approccio, confermato anche a valle della Mifid II, ha determinato una serie di ricadute importanti dalle quali non si può prescindere.

La prima conseguenza della mancata previsione di un sistema remediale è che, con il silenzio normativo sul punto, il legislatore (europeo e quindi nazionale) ha sostanzialmente rinunciato ad imporre in capo all'intermediario un preventivo divieto generalizzato di compiere determinate operazioni che fosse esplicitamente agganciato – in caso di violazione delle regole di condotta – alla sanzione della radicale nullità delle operazioni realizzate in violazione del suddetto divieto. Tale conseguenza ha portato in un primo momento il risparmiatore deluso (sino all'intervento nomofilattico delle Sezioni Unite del 2007) ad invocare la violazione di norme imperative di cui all'art. 1418 c.c. per tentare di aggredire con il rimedio della nullità le operazioni di investimento poste in essere in violazione delle regole di condotta.

In secondo luogo, la decisione di aver puntato l'attenzione eminentemente sulle sempre più capillari regole di condotta e di

2017; CHERENDYCHENKO e ANDENAS, *Financial regulation and civil liability in European Law*, Elgar, 2021.

organizzazione interna poste in capo all'intermediario, oltre ad attirare, volta per volta, l'attenzione sul loro effettivo contenuto precettivo e sul loro esatto adempimento, ha conseguentemente imposto a tutti gli interpreti di individuare, a fronte della violazione posta in essere dall'intermediario, quale possa essere il sistema riparatorio in concreto utilizzabile da parte dei clienti.

Si tratta di un aspetto, la concreta tutela del cliente in presenza di violazioni da parte dell'intermediario, che all'atto pratico risulta assolutamente preminente rispetto alla esatta definizione delle regole di condotta imposte agli intermediari stessi. Regole di condotta che, tra l'altro, spesso non sono neanche conosciute dall'investitore, in quanto in alcuni casi attinenti ad assetti organizzativi dell'impresa di investimento e che, come tali, richiedono il proprio adempimento addirittura prima della relazione con il singolo cliente³¹¹.

Da ultimo, come intuibile, l'impostazione seguita – orientata a non prevedere soluzioni determinate a seguito delle violazioni dell'intermediario – ha conseguentemente imposto agli interpreti il ricorso agli istituti generali del diritto civile per stabilire quali forme di protezione ciascun risparmiatore che si dichiara “*deluso*” potesse invocare.

Tale assetto ha quindi generato un alluvionale panorama di pronunce giudiziali (anche a seguito della crisi e degli scandali che hanno portato al *default* di stati sovrani e di istituti di credito internazionali e nazionali) che paiono ora essersi assestate, anche grazie agli interventi delle Sezioni Unite (sino ad ora quattro), attorno ad alcune pietre angolari³¹².

³¹¹ Considerazioni di RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 444.

³¹² In particolare, il riferimento è alle già citate sentenze gemelle del 2007 sulla violazione dei doveri informativi dell'intermediario: Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, cit.; alla sentenza in tema di diritto di recesso accordato all'investitore ex art. 30, c. 6, T.u.f. in tutte le ipotesi in cui la vendita fuori sede abbia

Più in particolare, la tutela del cliente, a fronte della mancata previsione di divieti e obblighi sanzionati tramite il rimedio demolitorio della nullità (se non in casi specifici e ben individuati, come ad es. il difetto di forma del contratto di investimento ex art. 23 T.u.f.), nonché in dipendenza della rimarcata distinzione tra norme di validità, che riguardano il contenuto dei diversi contratti, e non invece il comportamento dei contraenti, e le regole di condotta, è stato quindi affidato alla responsabilità contrattuale dell'intermediario³¹³.

Tale responsabilità, in ragione della natura negoziale degli ordini di investimento a valle del contratto quadro, dovrà considerarsi precontrattuale se la violazione riguarda la condotta che ha preceduto la stipulazione del contratto quadro e contrattuale quando si sia in presenza di violazioni commesse nel corso dello svolgimento di quel rapporto o dei rapporti nati dai contratti esecutivi del contratto quadro³¹⁴. Peraltro, come visto, la violazione di taluni obblighi informativi intercorsa nella fase antecedente alla stipulazione del contratto quadro di investimento può non rilevare in via autonoma ma essere assorbita dallo stesso inadempimento³¹⁵. Come infatti notato anche dall'autorevole dottrina che si è occupata *ex professo* della natura della responsabilità del soggetto abilitato nei casi di violazione delle regole di condotta, “*il comportamento scorretto posto in essere prima della conclusione del contratto sarebbe idoneo a rendere più evidente*

avuto luogo in esecuzione di un servizio d'investimento diverso dal servizio di collocamento: Cass., sez. un., 3 giugno 2013, n. 13905, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, p. 507 ss., con nota di TUCCI; alla sentenza sul contratto quadro c.d. monofirma: Cass., sez. un., 16 gennaio 2018, n. 898, reperibile in *Contr.*, 2018, p. 133 ss., con commenti di G. D'AMICO, PAGLIANTINI e AMAGLIANI e, da ultimo, alla sentenza sulla nullità selettiva Cass., sez. un., 4 novembre 2019, n. 28314, cit.

³¹³ Sul punto le note Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724, 26725, cit.

³¹⁴ Cfr. già Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724, 26725, cit.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 151. Sul dibattito relativo alla natura della responsabilità dell'intermediario conseguente alla violazione delle regole di condotta, cfr. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, pagg. 368 ss.

³¹⁵ Cfr. *inter alia*, Cass. 23 maggio 2017, n. 12937, cit., v. *supra*, Parte prima, par. 5, lett. c).

*l'inadempimento dell'obbligazione contrattualmente assunta, inadempimento che assumerebbe in ogni caso una rilevanza assorbente. (...) Pertanto, ove, pur essendo mancata l'informazione, il contratto sia stato stipulato, quel dovere viene a permeare il contenuto e la sua violazione dà luogo a vera e propria responsabilità contrattuale*³¹⁶. Peraltro, laddove l'intermediario, nella fase antecedente alla stipulazione del contratto, non si sia astenuto dal compiere un'operazione dalla quale avrebbe dovuto astenersi (in violazione delle regole di adeguatezza e, fino a quando previsto, di conflitto di interessi, per cui ora non si prevede più un obbligo di astensione) la natura della responsabilità è *tout court* individuata come contrattuale, anziché come precontrattuale³¹⁷. Ne discende che l'intermediario sarà soggetto all'obbligo di risarcire i danni patiti dall'investitore, danno che non s'identifica con il mero interesse negativo da responsabilità precontrattuale perché la responsabilità in cui incorre l'intermediario che compia operazioni in conflitto di interessi – la cui disciplina nella normativa *ratione temporis* applicabile prevedeva un obbligo di astensione in capo all'intermediario –, quando dovrebbe astenersene, non ha natura precontrattuale bensì contrattuale, ossia “*una vera e propria responsabilità da non corretto adempimento di obblighi legali facenti parte integrante del rapporto contrattuale d'intermediazione finanziaria in essere con il cliente*” (Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724, 26725, cit.)³¹⁸. La posizione presa dalle

³¹⁶ Cfr. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1998, pagg. 144 e 145.

³¹⁷ Ad affermarlo sono sempre Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724, 26725, cit.

³¹⁸ Principio che verrà immediatamente seguito dalla giurisprudenza di merito. Tra le tante, si veda Trib. Biella, 7 novembre 2008, in *Foro It.*, 2009, I, 1941, secondo cui “*Si presume esistente il nesso causale fra la condotta ed il danno, costituito dalla perdita dell'investimento, se l'intermediario finanziario, violando il relativo divieto, ha compiuto un'operazione in conflitto di interessi*”. Si veda anche Trib. Piacenza, 28 luglio 2009, in *IlCaso.it*; App. Torino, 2 dicembre 2009, in *Foro it.*, 2010, I, 1309;

Sezioni Unite è stata poi ripresa da altre decisioni di merito che hanno affermato che, in presenza di un divieto legale di agire, l'illecito è integrato dal semplice fatto di aver agito violandolo³¹⁹. Come si vedrà anche *infra*, dunque, una volta accertata la presenza di un obbligo di astensione e la sua violazione, secondo l'orientamento dominante l'accertamento del nesso di causalità tra quella violazione ed il danno patito è irrilevante, dovendosi considerarlo sussistente *in re ipsa* per il semplice fatto della violazione del divieto.

Da quanto sopra discende una conseguente centralità del rimedio risarcitorio e, nei casi di grave inadempimento, talora risolutorio (allorquando venga accertato il grave inadempimento dell'intermediario), lasciando sullo sfondo e solamente laddove il legislatore lo preveda espressamente le previsioni sulla nullità dei contratti di cui agli artt. 1418 cod. civ. e ss, il tutto, come si è visto, con la rilevante eccezione della nuova forza espansiva dello stesso rimedio demolitorio di nullità – spec. per assenza del requisito dell'oggetto e/o per mancanza di causa – con specifico riguardo ai contratti derivati (cfr. sul punto già Parte prima, par. 5, lett. a).

Il medesimo “*silenzio*” legislativo ha anche conseguentemente

Trib. Oristano, 28 gennaio 2010, in *IlCaso.it*; Trib. Milano, 7 luglio 2010, in *IlCaso.it*; Cass. 6 novembre 2014, n. 23717, in *IlCaso.it*; Cass., 27 aprile 2016, n. 8394, in *Contr.*, 2017, 145; Cass., 9 agosto 2016, n. 16820, in *Nuova giur. comm.*, 2017, 218; Cass., 23 maggio 2017, n. 12937, in *Soc.*, 2018, 617.

³¹⁹ Si veda ad esempio, Trib. Udine, 1 luglio 2011, in *IlCaso.it*; Trib. Biella, 7 novembre 2008, cit.; Trib. Venezia, 29 agosto 2008, in *Nuova giur. comm.*, 2009, I, 499; App. Milano, 18 luglio 2012, in *Dejure.it*, secondo cui, vigente il combinato disposto degli artt. 21, lett. c), T.u.f. – nella formulazione in vigore sino al 18 novembre 2007 – e 27 vecchio Reg. Intermediari, “*si imponeva all'intermediario un obbligo incondizionato di astensione in presenza di una situazione di conflitto di interessi non rivelata al cliente. Sicchè, per individuare il danno risarcibile ed il nesso causale tra detto danno e il contegno dell'intermediario doveva attribuirsi rilievo alle sole conseguenze della mancata astensione dal compiere l'operazione in conflitto di interessi e non già alle conseguenze derivanti dalle modalità con cui l'operazione era stata in concreto realizzata*”. V. altresì Trib. Milano, 14 febbraio 2009, in *IlCaso.it*; nonché Cass., 19 ottobre 2012, n. 18039, in *Foro it.*, 2013, I, 2928; App. Trieste, 18 dicembre 2014, in *IlCaso.it*; Trib. Modena, 7 gennaio 2016, in *www.leggiditalia.it*; Trib. Torino, 11 novembre 2011, in *IlCaso.it*.

indotto la giurisprudenza che si è occupata delle fattispecie concrete – proprio e soprattutto nel sistema dell'intermediazione finanziaria – a “coniare” un assetto remediale atipico rispetto a quello fornito dal codice civile (è il fenomeno della c.d. “*giurisdizionalizzazione*” del diritto). Tale fenomeno ha determinato un cambiamento del tradizionale riparto di competenze tra legislazione e giurisdizione, ampliando la sfera di discrezionalità del giudice chiamato a partecipare direttamente alla creazione della regola del caso concreto, che ha interessato in particolare (nel settore che ci occupa) il regime dei rimedi contrattuali e delle sue conseguenze³²⁰. In particolare, in mancanza di una chiara indicazione “*remediale*” sovranazionale collegata alla violazione delle regole di condotta dettate dalla legislazione europea, la giurisprudenza della Corte di Cassazione (a sezioni unite) – adattando i tradizionali rimedi contrattuali alle “*nuove istanze*” e innovando la disciplina in un'ottica di “*tutela dinamica*” del cliente, pur con le già rilevate criticità (cfr. già Parte seconda, par. 3) – è da ultimo giunta a enucleare il c.d. nuovo statuto delle nullità di protezione nei casi di invalidità selettiva, e a dettare il conseguente regime “*speciale*” di restituzioni a seguito della dichiarata nullità del contratto di investimento³²¹.

*

A) L'azione risarcitoria

È ora possibile indagare il regime dell'azione risarcitoria che, come visto, si pone quale rimedio generale e tipico allorquando il cliente investitore lamenti una perdita patrimoniale a seguito di una violazione delle regole di condotta da parte dell'intermediario. La centralità del rimedio risarcitorio discende del resto dall'articolo 23,

³²⁰ RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, cit., 146-147.

³²¹ Il riferimento è a Cass., sez. un., 4 novembre 2019, n. 28314, cit.

comma 6, T.u.f., norma che identifica l'allocazione dell'onere della prova nei giudizi risarcitori relativi a strumenti finanziari, prevedendo un'inversione dello stesso in capo all'intermediario (cfr. *infra*).

Ed invero, tale norma si riferisce esclusivamente alla sola azione risarcitoria, quasi fosse lo strumento di tutela naturalmente deputato a tutelare gli interessi del cliente a fronte di violazioni delle regole poste a sua difesa da parte dell'intermediario.

Ciò posto, va precisato che la disciplina dell'azione in esame, in larga parte dipendente dalle scelte regolamentari (anche di fonte non primaria) che di volta in volta plasmano il contenuto dei doveri di condotta, si discosta tuttavia per alcuni aspetti da quella generale. In particolare, rispetto a una normale azione risarcitoria da inadempimento contrattuale, l'azione che il cliente può esperire nei confronti dell'intermediario nel caso di violazione delle regole di condotta, anzitutto si caratterizza per la complessità del contenuto di tali regole che rendono, conseguentemente, complessa la stessa individuazione dell'inadempimento dell'intermediario³²². Ci si riferisce, in particolare, al T.u.f., al regolamento intermediari, ai principi elaborati dall'Esma e anche alla c.d. normativa di terzo livello³²³ che, insieme, compongono un sistema capillare ed articolato di doveri e raccomandazioni in capo all'intermediario, la cui stessa conoscenza risulta sostanzialmente poco accessibile al cliente nel momento in cui si avvia un rapporto contrattuale con l'intermediario. Dunque, la peculiarità della disciplina degli obblighi posti a carico dell'intermediario, unitamente alle variabili del concreto svolgimento dei rapporti contrattuali intercorrenti tra intermediari e clienti, sono fattori da considerarsi rilevanti e che

³²² M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 524.

³²³ Il riferimento è alle Comunicazioni Consob intercorse di volta in volta a normare vari aspetti della disciplina (cfr., ad es., la Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 sui prodotti finanziari illiquidi).

incidono profondamente sulla concreta applicazione delle regole generali dell'azione risarcitoria³²⁴. Non va infatti dimenticato che – in larga parte – la casistica del contenzioso finanziario si incentra sul rispetto delle regole attinenti: a) ai doveri informativi che il soggetto abilitato deve al cliente circa gli strumenti finanziari oggetto dell'investimento; b) ai doveri dell'intermediario di assumere le informazioni sul cliente necessarie per valutare, là dove applicabile, l'adeguatezza o l'appropriatezza delle scelte di investimento del cliente³²⁵.

Dato il quadro di riferimento, risulta allora evidente come il cliente possa trovarsi in situazione di difficoltà nell'individuare financo l'esistenza di inadempimenti dell'intermediario e, ancor di più, nel dimostrare se e per quali ragioni le perdite patrimoniali subite per effetto dell'investimento possano trovare origine in una violazione dei doveri di condotta dell'intermediario tali da legittimarlo a intraprendere un'azione risarcitoria nei suoi confronti³²⁶.

Tali elementi di atipicità rispetto all'ordinaria azione di risarcimento danni suggeriscono di analizzare gli elementi tipici della responsabilità del debitore *calati* in questo specifico campo dell'intermediazione finanziaria, in particolare, quindi, analizzando come la disciplina generale sia stata regolata dalla normativa di settore e, soprattutto, conformata dall'esperienza giurisprudenziale. Le considerazioni che seguono valgono di massima anche per il rimedio

³²⁴ M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 525.

³²⁵ Il tutto comunque non dimenticando che, in realtà, come visto, i doveri degli intermediari sono assai più ampi ed attengono per una parte significativa a regole di tipo organizzativo volte a garantire a monte il rispetto dei principi generali di comportamento che l'intermediario deve adottare nell'ambito della diretta relazione con il cliente sia in sede precontrattuale sia in sede di esecuzione dei contratti di investimento.

³²⁶ M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 525.

risolutorio, a cui peraltro si è dedicata autonoma trattazione (cfr. *supra*, Parte prima, par. 5, lett. c).

*

i. L'onere della prova dell'inadempimento posto in essere dall'intermediario

Sotto il profilo della regolazione della disciplina generale della responsabilità del debitore (e conseguente azione di risarcimento dei danni) da parte della normativa particolare di settore, rileva l'art. 23, comma 6, T.u.f.

Come noto, tale disposizione prevede che *“Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta”*.

Nel dichiarato intento di favorire il cliente investitore, il legislatore ha previsto un'inversione dell'onere della prova relativo ai giudizi di responsabilità contrattuale del debitore, allocando con nettezza in capo all'intermediario l'onere di aver agito con *la specifica diligenza richiesta*. Come notato, si tratta di una regola che altera(va) il tradizionale assetto dell'onere probatorio³²⁷, anche in materia di inadempimento contrattuale, (almeno) qualora l'obbligazione tra le parti sia un'obbligazione di mezzi³²⁸.

³²⁷ Cfr. TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. Comm.*, 1999, n. 6, pagg. 697 ss.

³²⁸ SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., pag. 380. Secondo l'A., l'obbligazione nel contratto di investimento dipende dalla pluralità delle prestazioni eseguite in questi mercati; peraltro, in linea generale, l'intermediario non si impegna a garantire all'investitore un determinato risultato finanziario, ma si obbliga ad esplicitare la propria attività nel pieno rispetto delle regole della professionalità e della correttezza, lasciando a carico del cliente il rischio di mercato. Ne consegue che *“nelle obbligazioni (contrattuali) in esame, in assenza della disposizione ad hoc introdotta dal legislatore delegato, spetterebbe all'investitore-creditore, al pari del danneggiato del fatto illecito, dimostrare la colpa. Pertanto, se si ritiene che l'obbligazione dell'intermediario sia un'obbligazione di mezzi, il cliente – in regime ordinario – non può limitarsi a provare la non redditività dell'investimento, ovvero il*

Non è mancato chi ha sottolineato come detta previsione si sia dimostrata alla prova dei fatti di scarso aiuto per l'investitore³²⁹, e in ogni caso (sin dalla sua nascita, con l'art. 13, comma 10, l. 2.1.1991, n. 1) non migliorativa della regola di diritto comune posta dall'art. 1218 c.c.³³⁰ In particolare, se il cliente non deve dimostrare la colpevolezza dell'intermediario, la norma però non lo esime dall'onere di provare (come si vedrà *infra*), secondo le regole generali, il danno e il nesso di causalità. Questa preoccupazione è però superata dalle presunzioni

mancato risultato, ma deve provare, ad esempio, che l'attività è inadeguata alle proprie caratteristiche patrimoniali-finanziarie, ovvero posta in essere in conflitto di interessi. Tali brevi riflessioni sono utili per cogliere la portata della regola di giudizio introdotta dal legislatore di settore. Per tale via, infatti, si addossa all'intermediario l'onere di provare che l'attività di investimento è stata eseguita nel pieno rispetto degli standard previsti dalla legge e dal contratto; sicchè il cliente-attore deve limitarsi a dimostrare l'esistenza del danno e il nesso di causalità tra tale pregiudizio e l'adempimento di controparte". Sempre secondo l'A., resta, ovviamente, a carico dell'operatore finanziario il rischio delle "cause ignote", in linea con la previsione generale di cui all'art. 1218 c.c., in base alla quale spetta al debitore l'onere di identificare la causa specifica dell'impossibilità. Sotto questo profilo, grava quindi sul "contraente dotato della migliore conoscenza delle dinamiche di mercato, vale a dire al prestatore di servizi di investimento, individuare le circostanze che hanno determinato un pregiudizio economico per l'investitore. Tale dimostrazione dovrà incentrarsi evidentemente sull'andamento generale tenuto dagli strumenti finanziari e dai contratti che hanno costituito oggetto dell'operazione", cfr. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, cit., pag. 220. Peraltro, sempre secondo SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., pag. 381, nel caso in cui l'operatore ponga in essere un comportamento opportunistico si aggiunge un ulteriore elemento di prova: l'elemento psicologico. In particolare, "Non è remoto il rischio che l'intermediario sfugga da un'ipotesi di responsabilità limitandosi a dimostrare (con facilità) di aver rispettato quei meccanismi formali di cui si è detto ... (organizzazione interna, limiti quantitativi, autorizzazione al compimento di un'operazione in conflitto), provando così di aver agito legittimamente. In tal caso ricadrebbe in capo al cliente l'onere di dimostrare la situazione psicologica interna che ha guidato lo stesso intermediario nello svolgimento della sua attività. Se così fosse, si andrebbero a vanificare i benefici derivanti dall'inversione dell'onere della prova, in quanto la situazione psicologica (e materiale) è facilmente occultabile anche d'innanzi ad una Corte. È auspicabile che sia il soggetto abilitato a dover dare prova positiva di aver agito legittimamente (sia da un punto di vista formale che sostanziale), spettando al cliente non qualificato il compito di provare il mero danno subito e la riconducibilità dello stesso al comportamento dell'intermediario".

³²⁹ LENER e LUCANTONI, *Commento sub art. 23 T.u.f.*, in *Il Testo Unico della Finanza*, (a cura di) FRATINI e GASPARRI, Torino, 2012, pag. 414.

³³⁰ Cfr. ASSOGESTIONI, in *Commentario alla legge 1/91*, a cura di FERRO-LUZZI e LENER, Roma, 2001, pagg. 114 ss, ove testualmente "nella più rosea delle ipotesi la disposizione è una reiterazione dell'art. 1218 cod. civ."

(relative) a favore del cliente investitore utilizzate dalla giurisprudenza soprattutto – appunto – in tema di nesso di causalità (un esempio per tutti, nel caso di svolgimento di operazione inadeguata da parte dell'intermediario, in violazione del suo dovere di “astensione”, è pacifico che il nesso di causalità è da considerarsi *in re ipsa*, con conseguente automatico assolvimento della dimostrazione del nesso di causalità da parte del cliente, cui basterà allegare l'inadempimento dell'intermediario, cfr. *infra*).

Ad ogni buon conto, l'intenzione del legislatore, tenuto in considerazione il momento in cui venne introdotta la norma in esame, era sicuramente quella di fugare ogni dubbio sul fatto che l'intermediario dovesse dare la prova (perché più “vicino” alla sua sfera) di aver agito in conformità alle regole di comportamento imposte a suo carico. Va infatti ricordato che all'epoca non si era ancora consolidata la regola generale sull'allocazione dell'onere probatorio in tema di inadempimento contrattuale, sancita appunto da Cass., sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Dejure.it*, secondo cui spetta all'attore-creditore l'allegazione specifica dell'inadempimento e al convenuto-debitore la prova di aver correttamente adempiuto (regola che, tra l'altro, trova diverse declinazioni a seconda delle caratteristiche dell'obbligazione inadempita). Occorre peraltro sottolineare che, come osservato da attenta dottrina, proprio la – non felicissima – formulazione della norma, limiterebbe in via di principio “l'inversione” dell'onere probatorio³³¹ alle sole ipotesi in cui il cliente lamenti la violazione della “specifica diligenza richiesta” (imponendo all'intermediario di provare di aver agito nel rispetto di quella specifica diligenza), ma non trovando applicazione nei casi in cui l'azione del

³³¹ Anche se, come visto, ora non può parlarsi propriamente di inversione atteso che il criterio dell'art. 23, comma 6, T.u.f. è aderente alla regola enucleata da Cass. sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, cit.

cliente venisse invece fondata esclusivamente sulla violazione di una specifica regola di condotta³³².

In ogni caso, ad oggi la lettura che viene data alla norma è quella di fissare l'allocazione dell'onere della prova in conformità alla regola generale relativa alla responsabilità contrattuale da inadempimento³³³. Pertanto, la formula consolidata fatta propria dalla giurisprudenza riassume (in linea generale) l'allocazione dell'onere probatorio nei giudizi di risarcimento del danno aventi ad oggetto la violazione di una regola di condotta da parte dell'intermediario, nei seguenti termini: a) l'investitore deve allegare l'inadempimento dell'intermediario agli obblighi di comportamento posti a suo carico dalla normativa di settore; b) l'investitore deve altresì provare il danno e il nesso di causalità con l'inadempimento allegato, anche sulla base di presunzioni³³⁴; c) l'intermediario deve provare l'avvenuto adempimento

³³² Secondo COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 151, “questa impostazione non può tuttavia, portare a ritenere che il cliente possa limitarsi a provare il danno subito e il nesso di causalità fra un comportamento dell'intermediario e tale danno, esonerandosi anche dal provare che l'intermediario ha violato una qualche norma di carattere specifico o generale che avrebbe dovuto osservare; una simile ricostruzione risulterebbe sconvolgente consentendo al cliente di agire in risarcimento ogni qualvolta il suo investimento non si fosse rivelato vantaggioso, con l'onere a carico dell'intermediario di provare che il mancato guadagno o la perdita non sono imputabili a suoi comportamenti non coerenti con la “specifica diligenza richiesta””. In realtà, continua l'A. “il cliente dovrà provare che l'intermediario ha violato qualche regola generale di comportamento e quest'ultimo si libererà dall'obbligo risarcitorio provando di aver agito con la specifica diligenza richiesta”. Cfr. anche MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento*, cit., pag. 335.

³³³ M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 527.

³³⁴ In particolare, la Corte di Cassazione, in più occasioni, ha censurato le decisioni dei giudici di merito che avevano ritenuto che fosse onere delle banche (intermediari finanziari) dimostrare l'insussistenza del nesso causale tra la violazione degli obblighi informativi ed il danno, cfr. Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773; Cass. 19 gennaio 2016, n. 810; Cass. 28 febbraio 2018, n. 4727; Cass. 24 aprile 2018, n. 10111; Cass. 16 maggio 2019, n. 13265; Cass. 24 maggio 2019, n. 14335; tutte in *Dejure.it*.

Con riferimento alle presunzioni, v. *infra*. Per le massime che esprimono i principi generali indicati nel testo, v. Cass., 25 luglio 2019, n. 20253 e Cass., 11 giugno 2019, n. 15708, in *Dejure.it*; Cass., 5 dicembre 2017, n. 28995, in *Foro it.*, 2017, I, 3335; Cass., 8 agosto 2016, n. 16616, in *Foro it. on line*; Cass., 3 dicembre 2015, n. 24632,

delle specifiche obbligazioni poste a suo carico allegate come inadempite dall'investitore, e di aver agito con la diligenza richiesta³³⁵. In via gradata, l'intermediario potrà invocare, allo scopo di contenere le pretese risarcitorie, l'eventuale concorso di colpa del cliente ai sensi dell'art. 1227 cod. civ.³³⁶

A tal riguardo, con riferimento all'onere probatorio in capo all'intermediario, generalmente si afferma che questi deve provare che le informazioni che si assumono omesse dall'investitore, siano state invece fornite, ovvero che queste esulassero dall'ambito di quelle dovute³³⁷.

In particolare, sul punto vale il generale principio di matrice giurisprudenziale secondo cui l'operatore qualificato deve fornire al cliente un'informazione specifica e circostanziata sul prodotto finanziario oggetto della negoziazione non essendo sufficienti, a tal fine, né la consegna del prospetto generale dei rischi degli investimenti in strumenti finanziari né altre comunicazioni di tipo generico e standardizzato³³⁸. Sotto questo profilo, la giurisprudenza di legittimità ha avuto modo di ritenere non assolto l'onere della prova della diligenza da parte dell'intermediario che abbia meramente segnalato l'inadeguatezza dell'operazione di investimento facendo “*esplicito*

in *lanuovaproceduracivile.com*, 2015; Cass., 16 giugno 2014, n. 13643, in *Foro it. on line*.

³³⁵ Cfr. Cass., 15 giugno 2018, n. 15770, in *Foro it. on line*; Cass., ord., 28 febbraio 2018, n. 4727, *ibidem*; Cass., 25 luglio 2019, n. 20253, *cit.*; Cass., 11 giugno 2019, n. 15708, *cit.*

³³⁶ Cfr. sul punto, *infra*, pagg. 184 e ss.

³³⁷ *Ex multis*, Cass., 16 maggio 2019, n. 13265, *cit.*, *conf.* Cass. 24 aprile 2018, n. 10111, *cit.*

³³⁸ La Corte di Cassazione ha recentemente chiarito che nella prestazione di servizi di investimento, la norma dell'art. 21 T.u.f. impone all'intermediario di fornire all'investitore una informazione *adeguata in concreto*, tale cioè da soddisfare le esigenze del singolo rapporto avuto riguardo alle caratteristiche personali ed alla situazione finanziaria del cliente (Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727, in *DeJure.it*). Cfr. anche App. Firenze, 17 ottobre 2018; App. Palermo, 27 giugno 2018, entrambe in *DeJure.it*.

riferimento alle avvertenze ricevute”, pur se da ciò possa trarsi una semplice presunzione di assolvimento degli obblighi informativi. Anche in questo caso, infatti, ove il cliente alleggi quali specifiche informazioni siano state omesse – deducendo quindi puntualmente uno specifico inadempimento dell'intermediario ai propri obblighi informativi –, l'intermediario non può limitarsi a invocare l'avvertenza sull'inadeguatezza, ma deve provare di aver reso, ove dovute, le informazioni di cui il cliente ha allegato la mancanza e/o l'inadempimento³³⁹. Risulta anche consolidato in giurisprudenza il principio secondo cui l'intermediario non è esonerato dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione di investimento nel caso in cui l'investitore, nel contratto-quadro (o in relazione al singolo ordine di investimento), si sia rifiutato di fornire le informazioni sui propri obiettivi di investimento e sulla propria propensione al rischio; in questo caso, l'intermediario deve comunque compiere quella valutazione, di cui dovrà dare prova in giudizio, in base ai principi generali di correttezza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui egli sia in possesso (come, ad esempio, l'età, la professione, la presumibile propensione al rischio alla luce delle operazioni pregresse e abituali, la situazione di mercato)³⁴⁰.

Per quanto concerne, invece, l'onere della prova imposto al cliente, va accolta la tesi secondo cui non sia sufficiente affermare di aver subito una perdita per effetto del contratto di investimento al fine di assolvere a tale onere³⁴¹.

Secondo la giurisprudenza che si è occupata di delimitare

³³⁹ Cass., 16 maggio 2019, n. 13265; Cass., 14 novembre 2018, n. 29353; Cass., ord., 27 aprile 2018, n. 10286; cfr. Cass., ord., 24 aprile 2018, n. 10111, tutte in *Dejure.it*.

³⁴⁰ Cass., 16 marzo 2016, n. 5250; conf. Cass., 19 ottobre 2012, n. 18039, tutte in *Dejure.it*.

³⁴¹ M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 528.

l'onere probatorio del cliente-investitore, quest'ultimo dovrà “*allegare specificamente l'inadempimento*” degli obblighi in tesi violati, “*mediante la pur sintetica ma circostanziata individuazione delle informazioni che l'intermediario avrebbe omesso di somministrare*”³⁴².

Tuttavia, un eccessivo grado di specificità dell'allegazione rischierebbe di porre un insormontabile ostacolo in capo al cliente. In particolare, l'onere di allegazione “*specifico*” in capo al cliente, presupporrebbe, in molti casi, l'accesso a informazioni anche non accessibili da parte del risparmiatore, ciò che consiglia un'applicazione concreta dell'onere di allegazione che tenga conto della peculiare articolazione delle regole di condotta e che, dunque, se pur non lo riduca alla mera indicazione delle perdite subite e al generico rilievo della violazione delle regole di condotta da parte dell'intermediario, non finisca per rendere difficile al cliente la concreta fruizione della tutela che tali regole esprimono³⁴³. In particolare, non si vede come il cliente possa, ad esempio, conoscere e quindi allegare la violazione di quelle regole di condotta che attengono agli aspetti di tipo organizzativo, inerenti – *inter alia* – alla gestione del conflitto di interessi, all'adeguatezza degli assetti organizzativi, ai requisiti di conoscenza o competenza del personale degli intermediari, oppure anche ai nuovi obblighi introdotti a carico del *manufacturer*, del *distributor* e dell'intermediario in tema di *product governance*. Ragionevolmente, invece, ci si può aspettare che il cliente sia in grado di allegare correttamente la violazione di quelle regole di condotta che attengono alla fase precedente l'investimento, suscettibili di fondare la responsabilità precontrattuale dell'intermediario e/o contrattuale laddove l'ordine di negoziazione sia posto in esecuzione di un contratto

³⁴² Cass., 16 maggio 2019, n. 13265, cit., conf. Cass. 24 aprile 2018, n. 10111, cit.

³⁴³ M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 529.

quadro già stipulato a monte.

*

ii. Il nesso di causa

Come rilevato, il cliente, oltre ad allegare l'inadempimento dell'intermediario – in aderenza alle regole generali sulla responsabilità contrattuale – dovrà anche provare il nesso di causa tra l'inadempimento del soggetto abilitato alle regole di condotta e il danno lamentato³⁴⁴, nonché dare prova dell'effettivo danno subito.

In particolare, la dimostrazione del nesso di causalità concerne sia il c.d. nesso di causalità materiale, ossia la prova che l'evento dannoso, e così l'investimento pregiudizievole, sia stato effettuato in ragione della condotta inadempiente dell'intermediario, sia il c.d. nesso di causa giuridico, vale a dire la prova che il danno è stato provocato in conseguenza della condotta inadempiente dell'intermediario.

*

a) *Il nesso di causalità materiale*

Con riferimento alla prova del nesso di causalità materiale da parte del cliente – investitore, trattandosi di causalità omissiva, occorre porre in essere, in ossequio alla regola del “*più probabile che non*”, un giudizio controfattuale. In particolare, va ipoteticamente collocata, in luogo della condotta omessa, quella legalmente dovuta, così da accertare, secondo un giudizio necessariamente probabilistico condotto sul modello della prognosi postuma (che ben può muovere dalla stessa consistenza dell’informazione omessa)³⁴⁵, riguardata attraverso la lente

³⁴⁴ Cfr., *ex multis*, Cass., 16 maggio 2019, n. 13265, cit., conf. Cass. 24 aprile 2018, n. 10111, cit. le quali, oltre a stabilire che il cliente deve allegare la violazione della norma di condotta da parte dell'intermediario, deve anche “*fornire la prova del danno e del nesso di causalità tra inadempimento e danno, nesso che sussiste se, ove adeguatamente informato, l’investitore avrebbe desistito dall’investimento rivelatosi poi pregiudizievole; incombe invece sull’intermediario provare che tali informazioni sono state fornite, ovvero che esse esulavano dall’ambito di quelle dovute*”.

³⁴⁵ Cfr. Cass., 18 maggio 2017, n. 12544, in *Dejure.it*.

dell'*id quod plerumque accidit*, se, ove adeguatamente informato, l'investitore avesse desistito dall'investimento.

È evidente come tale giudizio non si presti alla prova diretta, ma solo a quella presuntiva, occorrendo desumere (nel rispetto del paradigma di gravità, precisione e concordanza, ex art. 2729 c.c.) dai fatti certi emersi in sede istruttoria se l'investitore avesse potuto tenere una condotta, quella consistente nel recedere dall'investimento, ormai non più realizzabile³⁴⁶.

Ed invero, muovendo proprio da una delle fattispecie che più frequentemente forma oggetto di contenzioso, e cioè la violazione dei doveri informativi sulla rischiosità e sulle caratteristiche dell'investimento, la Corte di Cassazione ha (anche di recente) affermato che una volta provata l'omessa fornitura da parte del soggetto abilitato delle informazioni rilevanti, la sussistenza del nesso causale fra l'inadempimento dell'intermediario ed il danno subito dal cliente è presunta, “*dal momento che l'inosservanza dei doveri informativi costituisce di per sé un fattore di disorientamento per l'investitore*”³⁴⁷. Come è evidente, la presunzione *de quo* finisce per scaricare nuovamente l'onere della prova sul nesso causale in capo all'intermediario. Tuttavia, questi può vincere tale presunzione fornendo la prova positiva di sopravvenienze atte a deviare il corso della catena causale, dimostrando così l'insussistenza del nesso di causalità materiale tra la violazione dei doveri informativi e le scelte di investimento del cliente non correttamente informato.

Generalmente, l'interruzione del nesso causale fra inadempimento ed evento dannoso viene riconosciuta sulla base della concreta conoscenza delle caratteristiche e della rischiosità degli

³⁴⁶ Cfr. Cass. 18 agosto 2016, n. 17194, in *Dejure.it*.

³⁴⁷ Cfr. Cass., 17 aprile 2020, n. 7905; Cass., 28 luglio 2020, n. 16126; Cass. 16 febbraio 2018, n. 3914; Cass. 18 maggio 2017, n. 12544; Cass. 7 giugno 2017, n. 14166, tutte in *Dejure.it*.

strumenti finanziari oggetto dell'investimento da parte del cliente, ovvero sulla concreta abitudine dello stesso a effettuare scelte di investimento caratterizzate da una specifica propensione al rischio. Come anticipato, l'indagine causale è di tipo controfattuale, concerne infatti la c.d. causalità alternativa ipotetica, dovendosi valutare se, alla luce delle circostanze del caso concreto, il cliente, per la sua “*storia*” di investitore, avrebbe comunque effettuato la medesima scelta di investimento, anche in presenza di un corretto adempimento dei doveri informativi da parte dell'intermediario sui rischi e sulle caratteristiche dell'investimento. La soluzione positiva del menzionato procedimento logico comporta la recisione del nesso di causalità materiale fra inadempimento dell'intermediario e scelta dell'investitore.

Un tale principio, coerente con le regole generali del nesso di causalità nella responsabilità contrattuale, se portato alle sue estreme conseguenze finirebbe però per riconoscere rilevanza all'adempimento dei doveri informativi dell'intermediario in relazione alle caratteristiche soggettive dell'investitore, là dove, invece, l'adempimento delle regole di condotta da parte del soggetto abilitato obbedisce proprio all'esigenza di protezione del cliente affinché esso possa compiere una scelta di investimento consapevole³⁴⁸.

Da quanto precede, deriva che la prova dell'avvenuto puntuale adempimento degli obblighi informativi non può essere ritenuta ininfluyente in considerazione dell'elevata propensione al rischio dell'investitore, dalla quale eventualmente desumere che quest'ultimo avrebbe comunque accettato il rischio connesso all'investimento effettuato, dal momento che “*l'accettazione consapevole di un investimento finanziario non può che fondarsi sulla preventiva conoscenza delle caratteristiche specifiche del prodotto, in relazione a*

³⁴⁸ M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 532.

*tutti gli indicatori della sua rischiosità*³⁴⁹.

Ma gli elementi della precedente operatività dell'investitore e del profilo di rischio dello stesso sono anche invocati dal cliente proprio per provare, in via presuntiva ovviamente (e non contro-fattuale come invece è imposto all'intermediario, v. *supra*), il nesso di causalità tra inadempimento dell'intermediario e decisione di investimento³⁵⁰. Come è stato notato, tuttavia, tali indici in alcune situazioni possono rivelarsi molto imprecisi; è possibile, infatti, che il cliente si sia in passato esposto a rischi di cui non aveva compreso l'entità e di cui scopre la natura e la dimensione a seguito dell'evento dannoso³⁵¹. Ad esempio, un cliente può aver fatto incetta di obbligazioni bancarie subordinate, senza aver mai davvero compreso che in caso di insolvenza della banca il rischio di perdita del capitale sarebbe stato molto più elevato di quello di una normale obbligazione. Ne discende che il problema del riferimento al comportamento passato del cliente è quello di valorizzare precedenti investimenti non informati, non appropriati o non adeguati al cliente, ossia quello di attribuire una conoscenza in base al semplice possesso di strumenti finanziari che possono non aver mai prima manifestato i rischi incorporati³⁵².

Non mancano tuttavia decisioni ove si è riscontata una recisione del nesso di causalità materiale laddove la mancata esecuzione dell'ordine di investimento (nell'ambito del servizio di esecuzioni di

³⁴⁹ Cass., 11 giugno 2019, n. 15708; Cass., 28 febbraio 2018, n. 4727, cit.;

³⁵⁰ Come visto, la giurisprudenza di merito afferma (correttamente), con riferimento ad ipotesi di violazione da parte dell'intermediario degli obblighi di condotta, che il nesso di causalità tra inadempimento e danno può presumersi sussistente laddove appaia verosimile che l'investitore, se correttamente informato, non avrebbe compiuto l'operazione oggetto di giudizio. In tal senso, l'operazione viene posta a confronto con il profilo di rischio dell'investitore emergente soprattutto dalla sua pregressa operatività in titoli, ma anche dalla sua età, professione, etc. per argomentare la possibilità o meno di far scattare la presunzione, in dipendenza della assimilabilità o meno della operazione stessa al profilo; cfr. *ex multis*, Trib. Parma, 18 marzo 2008, Trib. Milano, 27 marzo 2007, entrambe in *Il Caso.it*.

³⁵¹ GIUDICI, *Contratti per servizio di investimento*, cit., p. 1130.

³⁵² GIUDICI, *op cit.*, p. 1131.

ordini di vendita), era dipesa da circostanze non imputabili all'intermediario, quali ad esempio la mancata disponibilità durante il periodo di vigenza dell'ordine di una controparte interessata ad acquistare gli strumenti finanziari oggetto dell'ordine impartito³⁵³.

Da ultimo, valga una breve notazione di carattere generale. In particolare, come è noto, il legislatore sovranazionale (e poi nazionale) persiste (sin dalla prima direttiva MiFID) in una regolamentazione degli obblighi di condotta in capo ai soggetti abilitati sempre più capillare e dettagliata (ad. es. sono stati ancora maggiormente specificati i doveri di profilatura del cliente al fine di individuare il profilo di rischio dell'investitore). Come notato, questa tendenza dovrebbe condurre ad una maggiore semplificazione dell'accertamento del nesso causale (ma anche della quantificazione del danno)³⁵⁴. In particolare, il mancato rispetto della coerenza fra: (i) individuazione della propensione al rischio del cliente tramite l'obbligo di profilatura del cliente; e (ii) investimenti dallo stesso effettuati; dovrebbero portare ad una più semplice dimostrabilità del nesso di causalità materiale o, più correttamente, a una maggiore difficoltà per l'intermediario di dimostrare che, nonostante la profilatura del cliente – che identifica la

³⁵³ ACF, 3 marzo 2022, n. 5165, in www.dirittodelrisparmio.it. In tale decisione, l'Arbitro per le Controversie Finanziarie, con riferimento a una doglianza relativa alla mancata esecuzione degli ordini di vendita, riafferma il principio (già espresso da ACF, 12 ottobre 2021, n. 4318, sempre in www.dirittodelrisparmio.it) per cui “*mentre è onere dell'intermediario resistente dimostrare di avere agito con tutta la specifica diligenza richiesta, è onere del ricorrente allegare in sede di presentazione del ricorso e in modo sufficientemente circostanziato i fatti posti a fondamento dei comportamenti violativi imputati all'intermediario convenuto. Né, più nello specifico, la mancata esecuzione di ordini di vendita implica necessariamente un inadempimento da parte dell'intermediario, ben potendo essa dipendere da circostanze non imputabili all'intermediario medesimo, quale ad esempio la mancata disponibilità durante il periodo di vigenza dell'ordine di una controparte interessata ad acquistare le azioni, non potendosi rinvenire nell'ordinamento un obbligo giuridicamente rilevante posto in capo all'intermediario medesimo di porsi egli in contropartita diretta*”.

³⁵⁴ M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 533.

“*propensione al rischio*” dello stesso e il suo intento speculativo –, la scelta di investimento sarebbe stata comunque compiuta dal cliente, con interruzione del nesso di causalità materiale. Tale impostazione, rende così (in linea teorica) più difficile per l'intermediario superare la presunzione per cui la scelta dell'investimento è causalmente collegata alle informazioni che l'intermediario è tenuto a dare al cliente.

*

b) Nesso di causalità materiale e regole di appropriatezza e adeguatezza. Il conflitto di interessi

La valutazione del nesso di causalità tra inadempimento dell'intermediario e scelta dell'investitore può subire alcune deviazioni in considerazione delle regole di condotta di adeguatezza e appropriatezza. Come noto, tali regole impongono all'intermediario dei doveri di valutazione dell'operazione di investimento in relazione alle caratteristiche del cliente (appropriatezza), fino a porre nei servizi di consulenza e gestione di portafogli in determinate circostanze un dovere di astensione in capo al soggetto abilitato dal compiere l'operazione richiesta dal cliente (adeguatezza).

Varrà brevemente ricordare che, con riferimento ai doveri di valutazione (appropriatezza), nel caso tipico del servizio di negoziazione – con l'eccezione della ricezione ordini, c.d. *execution only* – l'intermediario è obbligato a segnalare al cliente se l'operazione da questi richiesta, in base alle informazioni acquisite sul cliente e sul prodotto finanziario, sia appropriata per il cliente stesso e, in caso negativo, è tenuto ad avvisarlo. Inoltre, laddove il cliente non intenda fornire le informazioni di cui all'art. 42, comma 1, regolamento intermediari, l'intermediario è pure tenuto ad avvisare il cliente che la valutazione di appropriatezza non potrà essere svolta.

Ciò posto, la violazione della regola di condotta dell'appropriatezza non implica una presunzione assoluta di nesso

causale materiale tra inadempimento dell'intermediario e scelta di investimento. Una tale conclusione è giustificata dal fatto che – in ultima analisi – il cliente possiede comunque la libertà di compiere l'operazione anche nel caso in cui l'intermediario dovesse segnalare la non appropriatezza della stessa, il che impedisce di trarre una presunzione assoluta di nesso di causalità materiale dalla violazione del dovere di segnalazione.

Quanto sopra è confermato dal fatto che l'investitore può anche rifiutarsi di dare le informazioni necessarie per la valutazione di appropriatezza. In aggiunta, se l'intermediario non segnala al cliente la propria impossibilità di porre in essere una valutazione di appropriatezza, tale violazione non potrà comunque porsi per definizione in nesso causale materiale con la scelta di investimento. Ed infatti, troveranno applicazione i principi già enucleati in punto di nesso di causalità materiale a fronte della violazione delle regole di condotta inerenti agli obblighi informativi in via generale.

Il criterio di giudizio del nesso di causalità materiale cambia radicalmente nelle ipotesi in cui le regole di condotta relative alla valutazione dell'investimento impongono (in determinate fattispecie) un dovere di astensione del soggetto abilitato dal compiere l'operazione di investimento. In particolare, laddove è prevista in capo all'intermediario una valutazione di adeguatezza dell'investimento (cfr. servizi di gestione di portafogli e consulenza), la giurisprudenza ritiene già *in re ipsa* il nesso di causalità materiale, in quanto l'intermediario non avrebbe dovuto porre in essere l'operazione non adeguata, di cui avrebbe dovuto – invece – rilevare l'inadeguatezza all'esito dell'acquisto delle informazioni indicate nel regolamento intermediari e in adempimento dei doveri generali di cui all'art. 21 T.u.f. Nel caso di specie, infatti, non trova luogo alcun giudizio controfattuale (i.e. di causalità alternativa ipotetica), atto a verificare se il cliente avrebbe comunque dato corso

all'operazione anche in presenza dell'adempimento da parte del soggetto abilitato ai suoi doveri di condotta: e ciò perché l'astensione dal compimento dell'operazione da parte dell'intermediario rappresenta già l'oggetto tipico del dovere di condotta violato dall'intermediario³⁵⁵.

Ci si può interrogare se un medesimo principio valga anche per le operazioni poste in conflitto di interessi. Come noto, differentemente da quanto accadeva in passato, non è più previsto un obbligo incondizionato di astensione da parte dell'intermediario in presenza di una situazione di conflitto di interessi non rivelata al cliente. Ad oggi, la regolazione del conflitto di interessi è viceversa affidata all'adozione di regole organizzative da parte dell'intermediario (cfr. art. 21, comma 1-bis, lett. a-d, T.u.f.). In particolare, quando il soggetto abilitato reputa che la propria gestione organizzativa del conflitto di interessi sia in grado di evitare danni ai clienti, potrà agire per loro conto previa specifica informativa inerente la natura e le fonti del conflitto di interessi e delle misure da adottare per mitigare i rischi connessi. Sicché, sotto un primo profilo, la regola *de quo* impone la dazione di obblighi informativi specifici sul conflitto di interessi; sotto un secondo profilo, afferma che l'intermediario potrà agire per conto del cliente in una situazione di conflitto di interessi solo quando abbia adempiuto gli obblighi informativi e abbia valutato in modo positivo la capacità del proprio sistema organizzativo di evitare danni al cliente derivanti dalla situazione di conflitto.

Valorizzando il rispetto degli obblighi appena visti alla stregua

³⁵⁵ L'orientamento è consolidato, come visto già *supra*, e già espresso da Trib. Torino 17 luglio 2009, su *IlCaso.it*: “Non è necessario procedere alla verifica del nesso causale tra la 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*”; conf. Trib. Venezia, 28 febbraio 2008, in *Contr.*, 2008, 555.

di condizioni necessarie affinché, in presenza di conflitto, l'intermediario possa dar corso alle operazioni di investimento, potrà concludersi che, in caso di loro violazione, il nesso causale materiale dovrà essere ritenuto dimostrato *in re ipsa*. Tuttavia, l'art. 21, comma 1bis, lett. c), T.u.f., sembra condizionare l'agire per conto del cliente al rispetto della regola informativa sull'esistenza del conflitto più che alla valutazione di adeguatezza del sistema di gestione del conflitto³⁵⁶. Ad ogni buon conto, è chiaro che la costruzione di un dovere di astensione dell'intermediario dal compiere operazioni in conflitto di interessi assicurerebbe al cliente una tutela risarcitoria di maggior efficacia e una considerevole deterrenza per l'intermediario dalla violazione delle norme di cui all'art. 21, comma 1 bis, lett. c, T.u.f. In alternativa a tale ricostruzione, si potrebbe pensare di ritenere per definizione di non scarsa importanza la violazione dei doveri dell'intermediario in presenza di conflitto di interessi, così da aprire la strada al rimedio risolutorio³⁵⁷.

*

c) Il nesso di causalità giuridica: la determinazione del danno risarcibile

Oltre alla dimostrazione del nesso di causalità materiale tra inadempimento dell'intermediario ed evento dannoso, il cliente deve anche dare prova che quell'inadempimento è l'antecedente causale delle perdite patrimoniali subite. Come noto, infatti, il danno risarcibile è identificato nella *conseguenza immediata e diretta* dell'inadempimento del debitore (art. 1223 cod. civ.). Deve allora sussistere un nesso eziologico tra l'evento-inadempimento e le conseguenze dannose derivate al creditore (nesso di causalità giuridica), ciò che si distingue

³⁵⁶ M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, cit., 536.

³⁵⁷ M. RESCIGNO, *op. cit.*, 537.

dal segmento, logicamente precedente, della causalità materiale (o responsabilità strutturale): che si identifica quale nesso eziologico tra la condotta del debitore e l'evento-inadempimento (cui si riferisce la questione dell'*imputabilità* dell'adempimento sottesa alla norma di cui all'art. 1218 cod. civ.³⁵⁸).

Generalmente, le perdite patrimoniali conseguenti ad un investimento posto in essere in violazione di una regola di condotta da parte dell'intermediario e per il quale investimento sia dimostrato il nesso causale materiale, sono legate anche da nesso causale giuridico con la violazione stessa: in tale ipotesi, infatti, l'investimento non sarebbe stato compiuto. Si può anche ipotizzare che il risparmiatore, ove l'intermediario avesse rispettato le regole di condotta, avrebbe comunque effettuato un diverso investimento (ad es., meno rischioso o meno complesso). In tale ipotesi, il nesso causale giuridico fra investimento e danno dovrebbe portare a tener conto, nella determinazione del danno, delle perdite che comunque il cliente avrebbe subito ove le sue scelte di investimento si fossero formate in assenza di violazione di regole di condotta da parte del soggetto abilitato.

Ciò posto, per determinare l'obbligazione risarcitoria ai sensi di quanto previsto dall'art. 1223 cod. civ., occorre innanzi tutto considerare che il danno da inadempimento o da fatto illecito precontrattuale si manifesta dopo l'acquisto dello strumento finanziario; e dopo il verificarsi del danno da inadempimento lo strumento finanziario rappresenta un valore residuo rimasto nelle mani del

³⁵⁸ Come noto, l'adempimento può essere definito come l'attuazione del comportamento dovuto dal debitore, idoneo a soddisfare l'interesse del creditore, con i caratteri: a) della *doverosità* (poiché l'adempimento trova titolo nell'obbligazione); e b) della *imputabilità* al debitore (intesa come riferibilità della realizzazione della prestazione alla persona del debitore).

cliente³⁵⁹. Ne discende che per determinare la perdita subita ex art. 1223 cod. civ. occorre sottrarre dall'importo nominale del capitale investito il valore attuale degli strumenti finanziari, determinato in riferimento al momento della sentenza che accorda il risarcimento. In buona sostanza, il risparmiatore avrà diritto, quale *danno emergente*, a vedersi corrisposta la perdita, anche parziale, del capitale investito, quantificato nella differenza fra il valore che gli strumenti finanziari avevano al momento dell'investimento e il valore che essi hanno nel momento in cui è fatta valere, ed è accolta, la pretesa risarcitoria. A tale posta vanno aggiunte le spese connesse all'operazione.

Al riguardo, è stato notato che nei servizi come la consulenza e la gestione di portafogli, ove il danno deriva dall'inadeguatezza dell'operazione, questo non può misurarsi sulla singola operazione o sul singolo titolo, bensì in relazione al portafoglio complessivo del cliente³⁶⁰.

Il debito risarcitorio è di valore, quindi la somma risultante dalla sottrazione indicata va rivalutata alla data del danno, corrispondente alla data di perdita di valore dello strumento finanziario, sino alla liquidazione. Essendo un debito da illecito contrattuale, dovrebbe poi operare la prevalente idea secondo la quale gli interessi legali, dovuti sulla somma rivalutata, vanno computati non dalla data del fatto dannoso, bensì dalla data di costituzione in mora del debitore, effetto della proposizione della domanda giudiziale. In particolare, l'esclusione della decorrenza degli interessi moratori dalla data del fatto dannoso è giustificata dal fatto che, al contempo, il caso di mora *ex re* di cui all'art. 1219, comma 2, n. 1, cod. civ., si riferirebbe alla sola responsabilità extracontrattuale, e il credito risarcitorio è considerato chiedibile, non operando quindi la regola sulla mora automatica dell'art.

³⁵⁹ MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento*, cit., p. 517.

³⁶⁰ GIUDICI, *Contratti per servizio di investimento*, cit., pag. 1133.

1219, comma 2, n. 3, cod. civ.³⁶¹ Dunque, non versandosi in ipotesi di mora *ex re*, l'interesse moratorio esige la costituzione in mora del debitore, e quest'ultima si ottiene con la proposizione della domanda, e/o della diffida stragiudiziale.

Ad ogni modo, anche in caso di condanna alla corresponsione di interessi maturati dalla data dell'investimento, l'intermediario non deve certamente corrispondere interessi sulla somma investita in riferimento al periodo precedente il verificarsi del danno. Ugualmente, il cliente non deve in restituzione le cedole, i dividendi o gli altri frutti prodotti dagli strumenti finanziari dall'acquisto al verificarsi del danno³⁶². In ambedue i casi, infatti, si tratta di proventi legittimamente percepiti dall'intermediario, per quanto riguarda i frutti civili prodotti dal capitale investito prima del danno, non meno che dal cliente, in riferimento a cedole, dividendi o altri frutti prodotti dagli strumenti finanziari, ugualmente prima di quel momento.

Rileva ora il tema del momento in cui il danno va calcolato. La giurisprudenza ritiene che il danno vada calcolato prendendo come riferimento il momento in cui si realizza la perdita di valore dello strumento finanziario che costituisce la realizzazione del rischio cui il cliente non sarebbe stato esposto con una corretta informazione o un corretto controllo dell'appropriatezza o adeguatezza da parte dell'intermediario. Pertanto, le eventuali perdite successive alla realizzazione del rischio da parte del cliente (o al momento in cui il cliente si sarebbe dovuto accorgere della realizzazione di tale rischio con l'uso dell'ordinaria diligenza) non sono più causalmente collegate all'inadempimento³⁶³. Come notato, l'orientamento in questione sarebbe però applicabile esclusivamente nei casi in cui lo strumento finanziario

³⁶¹ MAGGIOLO, *op. cit.*, p. 518.

³⁶² In realtà, in alcuni casi l'importo delle cedole percepite è stato detratto dal capitale investito, cfr. Trib. Biella, 17 luglio 2008, cit.; Trib. Milano, 18 febbraio 2009, cit.

³⁶³ Cfr. Cass., 31 dicembre 2013, n. 28810, in *Dejure.it*.

sia liquido³⁶⁴. Ed invero, allorquando si realizza il rischio, il cliente subisce la perdita e a quel punto può decidere se tenere l'investimento o disinvestire. In un mercato liquido ed efficiente, il prezzo dello strumento finanziario ne rifletterà il nuovo valore, così il cliente potrà decidere se tenere l'investimento o disinvestire: se mantiene l'investimento nello strumento finanziario, le ulteriori perdite non dipendono più dall'intermediario. Tale ragionamento, tuttavia, non può valere per gli strumenti finanziari illiquidi. Infatti, per questi strumenti il disinvestimento può essere problematico; e le ulteriori perdite possono semplicemente essere la conseguenza naturale della situazione in cui si è venuto a trovare l'investitore; in tali ipotesi, dunque, l'intermediario deve rispondere anche dei danni ulteriori³⁶⁵.

Ciò precisato, con riferimento alla componente del *mancato guadagno*, secondo la regola generale dell'art. 1224, comma 2, c.c., nelle obbligazioni pecuniarie dove gli interessi moratori siano dovuti al tasso legale il creditore che dimostri di aver subito un maggior danno ha diritto al risarcimento ulteriore. La regola inerente la (non facile) prova del “*maggior danno*” è stata sancita dalle sezioni unite, per cui a titolo di maggior danno va riconosciuta la differenza tra tasso di rendimento annuo netto di titoli di stato di durata inferiore a dodici mesi e saggio degli interessi legali³⁶⁶. In particolare, il caso potrebbe essere quello di un'operazione di investimento effettuata con capitali appositamente disinvestiti da un'altra allocazione nel mercato mobiliare. Per cui, se l'investimento originario avrebbe reso al risparmiatore un rendimento, ovviamente netto, superiore al tasso di rendimento annuo netto di titoli di stato di durata inferiore a dodici mesi, può ritenersi raggiunta la dimostrazione del danno maggiore

³⁶⁴ GIUDICI, *Contratti per servizio di investimento*, cit., p. 1134.

³⁶⁵ GIUDICI, *op. cit.*, p. 1134.

³⁶⁶ Cfr. Cass., sez. un., 16 luglio 2008, n. 19499, in *Foro it.*, 2008, I, 2786 ss.

realmente verificatosi, pari alla differenza tra il rendimento dell'investimento originario nel periodo tra il danno e il risarcimento e il saggio legale degli interessi applicati alla somma investita per lo stesso periodo³⁶⁷.

Lo stesso vale, *mutatis mutandis*, nell'ipotesi in cui si riesca a dimostrare che ci sarebbe stato un investimento alternativo con le caratteristiche descritte. Con riguardo allora al risarcimento del danno da *lucro cessante*, lo stesso corrisponde ai profitti che il cliente avrebbe potuto conseguire ove, avendo ricevuto informazioni corrette e una corretta valutazione dei profili di adeguatezza e appropriatezza da parte dell'intermediario, avesse compiuto una diversa operazione di investimento, con il medesimo o con altro intermediario. Si è notato come, in riferimento alla prova del lucro cessante, potrebbe essere utilizzato quale parametro probatorio il c.d. *benchmark*, o criterio oggettivo di riferimento, che potrebbe diventare una sorta di parametro per il giudice di valutazione degli investimenti “*alternativi*”, sostituendosi al criterio equitativo, certamente non soddisfacente³⁶⁸.

*

Nelle ipotesi sopracitate, ove il rimedio risarcitorio opera in via esclusiva, la tutela del cliente si inquadra secondo la logica dell'interesse contrattuale positivo³⁶⁹. In particolare, il cliente riceve a titolo di risarcimento una somma sufficiente a porlo nelle condizioni patrimoniali in cui si sarebbe venuto a trovare nell'ipotesi in cui il suo investimento fosse stato ragionevolmente fortunato³⁷⁰.

³⁶⁷ MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento*, cit., p. 517.

³⁶⁸ LOBUONO, *Violazione dei doveri di comportamento e responsabilità dell'intermediario finanziario*, dattiloscritto, dicembre 2008.

³⁶⁹ BOCHICCHIO, *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio*, Padova, 1994, pp. 290 ss.; Trib. Milano, 18 febbraio 2009, in *Il Caso.it*.

³⁷⁰ MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento*, cit., p. 521. Secondo GIUDICI, *Contratti per servizio di investimento*, cit., pp. 1132-1133, il danno risarcibile, che viene generalmente misurato (nei casi standard di negoziazione) alla perdita del

Laddove, invece, la tutela risarcitoria sia affiancata e concorra con uno dei rimedi demolitori del contratto (e conseguente domanda di ripetizione ex art. 2033 cod. civ.), si ritiene che la tutela risarcitoria operi secondo la logica dell'interesse contrattuale negativo³⁷¹. In particolare, se il rimedio demolitorio mira a ricostituire la condizione patrimoniale di partenza del cliente alterata dal contratto di investimento poi caducato, in via risarcitoria il cliente avrebbe invece diritto di ricevere una somma che serve a coprire i costi sostenuti per il contratto e le occasioni perdute, per il caso in cui quanto ricevuto in sede di restituzioni non sia sufficiente a raggiungerne l'importo. Tuttavia, nel caso concreto la circostanza per cui al netto dell'importo restituito siano ancora dovute poste risarcitorie è assai poco plausibile³⁷².

*

d) Il concorso di colpa dell'investitore

Va ora considerato l'art. 1227, comma 1, c.c., relativo alla

valore del titolo più un interesse legale o un interesse calcolato sul rendimento dei titoli di stato, è calcolato con un “*criterio tipicamente precontrattuale, perché al cliente non viene mai risarcito l'interesse positivo, ossia quello che non avrebbe perso e che avrebbe guadagnato se il contratto (d'investimento) fosse stato correttamente adempiuto, ma viene risarcito l'interesse negativo, ossia il danno che non avrebbe subito e il guadagno che avrebbe ottenuto se non avesse stipulato quel contratto (d'investimento) e ne avesse stipulato uno differente, avente un rischio diverso e minore*”. Continua l'A. “*La responsabilità è contrattuale (violazione degli obblighi legali e di quelli previsti dal contratto quadro) ma la misurazione del danno, riferita all'investimento, è tipicamente precontrattuale: l'intermediario è responsabile per aver fatto concludere al cliente un contratto diverso (o a termini diversi) da quello che egli avrebbe altrimenti concluso*”.

³⁷¹ MAGGIOLO, *op. cit.*, p. 521.

³⁷² In particolare, il danno emergente consistente nei costi del contratto è in effetti sostanzialmente assorbito da spese e commissioni percepite dall'intermediario che le addebita al cliente, e viene così ricompreso nel capitale da restituire in sede di ripetizione. Per converso, il danno da lucro cessante consistente nelle occasioni perdute presuppone la dimostrazione dell'investimento alternativo che il cliente abbia trascurato per orientarsi verso gli strumenti finanziari oggetti del contratto nullo, annullato o risolto. Solo se riesce la prova di un investimento alternativo, e solo se viene dimostrato che il rendimento dell'investimento alternativo supera gli interessi sul capitale che vanno restituiti ai sensi dell'art. 2033 c.c., può immaginarsi un risarcimento pari alla differenza tra rendimento alternativo ed interessi.

riduzione del risarcimento in ragione della concausa del danno rappresentata dal fatto colposo del danneggiato. Nel caso concreto, l'ipotesi del concorso colposo del cliente nella produzione del danno può trovare applicazione nei casi in cui all'inadempimento dell'intermediario si accompagna anche la volontà del cliente – al fine, ad esempio, di recuperare le perdite su precedenti investimenti – di effettuare scelte più rischiose e che, in quanto tali, l'intermediario non dovrebbe assecondare e/o proporre. Sotto questo profilo, nell'ambito del contenzioso relativo agli strumenti finanziari derivati, vengono in considerazione le – frequenti – ipotesi in cui l'operazione di investimento viene progressivamente resa “*più rischiosa*” al fine di soddisfare la comune volontà di intermediario e cliente di recuperare le perdite maturate, verificatesi in ragione dell'andamento del mercato e non (invece) legate a violazione delle regole di condotta dell'intermediario³⁷³.

Altra fattispecie tipica del concorso di colpa dell'investitore è quella del danno causato da promotori finanziari o dipendenti della banca che si siano appropriati di denaro conferito incautamente dal cliente.

In tali ipotesi, si ritiene ammissibile la diminuzione del risarcimento del danno ai sensi dell'art. 1227, comma 1, cod. civ.

In linea generale, quindi, può concludersi che la norma trovi

³⁷³ Cfr. Cass., 13 maggio 2016, n. 9892, in *Dejure.it*, secondo cui in tema di intermediazione mobiliare, la violazione, da parte del promotore finanziario, degli obblighi di comportamento che la legge pone a suo carico non esclude la configurabilità di un concorso di colpa dell'investitore, qualora questi tenga un contegno significativamente anomalo ovvero, sebbene a conoscenza del complesso “*iter*” funzionale alla sottoscrizione dei programmi di investimento, ometta di adottare comportamenti osservanti delle regole dell'ordinaria diligenza od avalli condotte del promotore devianti rispetto alle ordinarie regole del rapporto professionale con il cliente ed alle modalità di affidamento dei capitali da investire, così concorrendo al verificarsi dell'evento dannoso per inosservanza dei più elementari canoni di prudenza ed oneri di cooperazione nel compimento dell'attività di investimento. Conf. *ex multis* Cass., 22 settembre 2015, n. 18613, in *Dejure.it*.

applicazione laddove vi è la prova che il cliente abbia consapevolmente cercato la massima esposizione al rischio. Al riguardo, prendendo in considerazione gli “*inadempimenti principali*” da parte del soggetto abilitato – inesatte informazioni fornite prima di prestare il servizio; mancato o non corretto controllo di adeguatezza o appropriatezza dell'operazione; conflitto di interessi; violazione delle regole di product governance; violazione delle regole di gestione e di *best-execution* degli ordini – possono svolgersi le seguenti considerazioni. Se con riferimento alle inesatte informazioni risulta difficile identificare uno spazio per addebitare una qualche colpa propria in capo cliente-investitore³⁷⁴, questa può avere maggiore rilevanza nelle ipotesi di informazioni che vengono fornite all'intermediario in sede di profilatura del cliente. Nei casi, infatti, ove il cliente fornisce indicazioni inesatte circa gli elementi sulla base dei quali viene effettuata la sua profilatura e viene espresso, conseguentemente, il giudizio di adeguatezza o appropriatezza dell'operazione, vi può essere un suo ovvio contributo alla causazione del danno dipendente dall'erroneità del giudizio espresso dall'intermediario. Tale contributo, chiaramente, potrà essere addirittura così rilevante da recidere il nesso di causalità tra inadempimento e danno, rendendo così l'intermediario non più responsabile della perdita subita. Per converso, non sembrano ipotizzabili casi di concorso di colpa nell'esecuzione degli ordini, così come nell'adempimento delle regole di product governance e in tema di conflitti di interessi, atteso che nelle menzionate ipotesi si è in presenza di una sfera totalmente estranea al controllo del cliente.

Rileva poi la previsione dell'art. 1227, comma 2, cod. civ., che sancisce la non risarcibilità del danno ulteriore imputabile al

³⁷⁴ Cfr. Cass., 29 dicembre 2011, n. 29864, in *Foro it.*, 2013, I, 320, con nota di LA ROCCA, *L'obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti*, 321, in cui viene escluso il concorso di colpa del cliente per non aver autonomamente valutato la rischiosità di un titolo sulla base delle informazioni date dalla stampa.

danneggiato. L'applicazione di tale norma, differentemente da quella del comma 1, mira quindi a limitare l'area di risarcibilità del danno provocato sì dalla scelta di investimento ma che avrebbe potuto essere evitato usando l'ordinaria diligenza. In particolare, una tale fattispecie potrà ricorrere nei casi in cui il cliente, avvedutosi della violazione delle regole di condotta da parte dell'intermediario, non effettui tempestivamente la conseguente scelta di disinvestimento al fine di limitare le perdite³⁷⁵.

*

iii. La violazione delle regole di product governance

Da ultimo, occorre brevemente dare conto dei possibili rimedi in capo all'investitore allorquando vengano violate le regole di product governance. Sul punto deve premettersi che ad oggi non si registrano precedenti giurisprudenziali, né la dottrina ha avuto ancora modo di approfondire nel dettaglio il tema. Ne discende che in questa sede si tenterà un primo – essenziale – approccio alla tematica, da aggiornare con le prime indicazioni interpretative (di carattere giurisprudenziale e dottrinale) che necessariamente interesseranno la materia nel prossimo futuro.

Ciò posto, come già precisato (cfr. *supra*, pagg. 149 e ss.), le nuove norme in tema di product governance impongono alle imprese

³⁷⁵ Cfr. Cass., ord. 22 dicembre 2017, n. 30902, in *Foro it.*; Cass., 31 dicembre 2013, n. 28810, in *Dejure.it*, secondo cui nella prestazione del servizio di negoziazione di titoli, qualora l'intermediario abbia dato corso all'acquisto di titoli ad alto rischio senza adempiere ai propri obblighi informativi nei confronti del cliente, il danno risarcibile consiste nell'essere stato posto a carico di detto cliente un rischio, che presumibilmente egli non si sarebbe accollato. Tale danno può essere liquidato in misura pari alla differenza tra il valore dei titoli al momento dell'acquisto e quello degli stessi al momento della domanda risarcitoria, solo se non risulti che, dopo l'acquisto, ma già prima della proposizione di detta domanda, il cliente, avendo avuto la possibilità con l'uso dell'ordinaria diligenza di rendersi autonomamente conto della rischiosità dei titoli acquistati, né sussistendo impedimenti giuridici o di fatto al disinvestimento, li abbia, tuttavia, conservati nel proprio patrimonio; nel qual caso, il risarcimento deve essere commisurato alla diminuzione del valore dei titoli tra il momento dell'acquisto e quello in cui l'investitore si è reso conto, o avrebbe potuto rendersi conto, del loro livello di rischiosità.

produttrici di strumenti finanziari (*manufacturer*) di controllare che questi ultimi siano distribuiti sul target market individuato, mentre impongono alle imprese distributrici (*distributor*) di offrire o raccomandare gli strumenti finanziari soltanto ai clienti che appartengono al mercato di riferimento, ciò sempre che l'investimento risponda all'interesse dei clienti finali.

Questo quadro consente di individuare, di massima, almeno tre doveri di condotta. In particolare, sotto un primo profilo, rileva la regola per cui non possono essere venduti i prodotti finanziari a soggetti che non appartengono al target market individuato; sotto un secondo profilo, nella vendita dei prodotti finanziari deve comunque essere sempre sussistente l'interesse da parte del cliente a porre in essere quella particolare operazione che rientra nel mercato di riferimento; infine, tanto le imprese produttrici quanto quelle distributrici hanno il dovere di monitorare costantemente i prodotti creati (e distribuiti) per valutare nel tempo il permanere della loro coerenza rispetto alla clientela di riferimento³⁷⁶.

Tanto precisato, con riferimento al primo dovere di condotta individuato, la violazione del dovere di astenersi dalla vendita di prodotti finanziari a soggetti non rientranti nel target market dovrebbe richiamare l'applicazione delle regole di adeguatezza³⁷⁷. Ed invero, nel caso *de quo* si è proprio di fronte ad un dovere assoluto di astensione, ciò che consente di avvalersi della constatazione del mancato rispetto di un precetto assoluto al fine di dimostrare la ricorrenza del nesso di causalità materiale e giuridico (in virtù della presunzione assoluta di sussistenza del nesso causale non vincibile dall'intermediario). Sul punto vi è anche chi sostiene che in forza del summenzionato dovere di astensione (*rectius*, di commercializzazione dei prodotti) potrebbe

³⁷⁶ RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 452.

³⁷⁷ RIMINI, *Le regole di condotta*, cit., 452.

discendere la nullità delle relative operazioni di acquisto ex artt. 1325, n. 3, 1346 e 1418, comma 2, cod. civ.³⁷⁸

Un tanto non può però predicarsi per la valutazione dell'interesse in concreto del singolo cliente a concludere l'operazione, ciò che connota il secondo obbligo di condotta individuato. In questo caso, l'azione risarcitoria potrebbe essere proposta ragionevolmente nei confronti della controparte diretta, e cioè il distributore – essendo più difficile coinvolgere il *manufacturer*, ma sul punto v. *infra* – nel rispetto delle particolari regole di allocazione dell'onere probatorio già analizzate (cfr. *supra*, pagg. 163 e ss.), che (in buona sostanza) prevedono una mera presunzione relativa di inadempimento in capo all'intermediario (non è infatti violato qui un dovere di astensione da parte dell'intermediario).

Con riferimento, infine, all'obbligo di monitorare e di revisionare continuamente il prodotto creato per stabilire il perdurare della sua coerenza rispetto alla clientela di riferimento, si è fatto riferimento al rimedio della risoluzione del contratto per impossibilità sopravvenuta della prestazione non imputabile alle parti ex art. 1463 cod. civ., con conseguente restituzione ex artt. 2033 cod. civ. e ss. all'investitore delle somme eventualmente già corrisponde all'intermediario³⁷⁹. Il tutto, ovviamente, sempre che il contratto non sia già stato eseguito.

Ciò posto, occorre tuttavia fare alcune ulteriori considerazioni circa i potenziali soggetti legittimati passivi delle azioni esperibili dal cliente e circa la natura della responsabilità da questi invocabile.

Sotto il primo profilo, la risposta varia a seconda della circostanza che *manufacturer* e *distributor* coincidano o meno. Nel

³⁷⁸ DI NELLA, *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in Troiano e Motroni (a cura di), cit., 164.

³⁷⁹ DI NELLA, *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in Troiano e Motroni (a cura di), cit., 165.

primo caso, quando produzione e distribuzione del prodotto sono gestite dal medesimo soggetto, la violazione delle regole di product governance, a qualunque livello esse operino, fonderanno una responsabilità contrattuale verso l'investitore³⁸⁰.

Un tanto non accade nel caso in cui manufacturer e distributor non coincidano. Nel caso in cui il distributor indirizzi il prodotto coerentemente con le indicazioni date dal manufacturer potrebbero essere entrambi responsabili del danno cagionato se il prodotto si rivela inadatto/inappropriato per il cliente; tuttavia a quale titolo? Il distributor potrebbe essere chiamato a rispondere per gli inadempimenti accertati degli obblighi connessi al servizio svolto e il produttore per l'errata individuazione del mercato di riferimento e/o coerente distribuzione del prodotto designato³⁸¹. In linea di principio, allora, potrebbe ipotizzarsi un concorso tra responsabilità eterogenee: extracontrattuale per il manufacturer e contrattuale per il distributor³⁸².

In buona sostanza, la responsabilità extracontrattuale del manufacturer deriverebbe dal fatto che questi non ha correttamente governato i rischi connessi alla circolazione del prodotto, previsti in relazione al target market di riferimento. Ne discende un giudizio di responsabilità sganciato dal principio della colpa, che fa eco alla disciplina speciale della responsabilità del produttore in relazione al prodotto difettoso. Si prospetta così la possibilità di configurare la responsabilità del manufacturer come responsabilità senza colpa, con applicazione del regime previsto dalle norme sulla responsabilità del produttore con riguardo all'onere della prova e del danno risarcibile³⁸³.

³⁸⁰ RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, cit., 168.

³⁸¹ GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, cit., 32.

³⁸² GINEVRA, *op. cit.*, 31.

³⁸³ RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, cit., 168.

In ogni caso, la responsabilità oggettiva concorrerebbe comunque con la responsabilità contrattuale per inadempimento prevista in capo al distributore.

In alternativa, potrebbe prospettarsi come anche la responsabilità del manufacturer sia di natura contrattuale, e ciò in virtù della tesi sugli obblighi di protezione dei terzi secondo la quale la violazione delle regole di comportamento imposte al soggetto agente, che ricopre una posizione qualificata anche in assenza di una diretta relazione contrattuale con la clientela, dà luogo a responsabilità per lesione dell'affidamento³⁸⁴. Ed invero, sembra proprio che il legislatore abbia posto l'accento soprattutto sull'obbligo del manufacturer di assicurare uno standard di adeguatezza degli assetti organizzativi della sua impresa che gli consenta di disegnare il prodotto in modo coerente alle esigenze della potenziale clientela. Si tratta, così, di guardare alle regole di organizzazione, individuando il parametro di diligenza applicabile nell'osservanza delle stesse regole. Sul piano del rapporto con la clientela ciò si traduce poi in mancanza nel prodotto delle qualità idonee a soddisfare la clientela, che ha confidato nella correttezza dell'intero processo³⁸⁵.

Da ultimo, può assumere rilevanza l'ipotesi in cui il distributore effettui una valutazione critica del target market fatta dal manufacturer e voglia discostarsene. In tale caso, un problema di responsabilità si pone solo se ha torto il distributore, non potendo essere coinvolto il manufacturer a causa dell'interruzione del nesso di causalità. L'identificazione del target market da parte del distributore non comporta peraltro una valutazione di automatica adeguatezza rispetto

³⁸⁴ CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in Aa. Vv., *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, Milano, 1995, 147 ss.

³⁸⁵ RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, cit., 169.

allo specifico cliente, che caratterizza la fase finale del collocamento³⁸⁶.

³⁸⁶ RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, cit., 170.

Bibliografia

Abatangelo C., *Intermediazione del pagamento e ripetizione dell'indebito*, Padova, 2009.

Afferni G., *Rimessa alle Sezioni Unite la questione della nullità del contratto di investimento firmato dal solo cliente*, nota a Cass., ord., 17 maggio 2017, nn. 12388, 12389, 12390, in *Soc.*, 2017, XI.

Afferni G., *Sulla risoluzione dei singoli ordini di investimento*, in *Soc.*, 2018, V.

Albanese A., *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. Giur.*, 2008, II.

Albanese A., *Il pagamento dell'indebito*, Padova, 2004.

Alpa G., *Commento all'art. 23 T.u.f.*, in Aa.Vv., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa G.-Capriglione F., I, Padova, 1998.

Alpa G., *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003.

Amagliani R., *Le Sezioni Unite sul c.d. contratto mono-firma - Nota breve a margine di Sezioni Unite 16 gennaio 2018, n. 898*, nota a nota a Cass., sez. un., 16.1.2018, n. 898, in *I Contr.*, 2018, II.

Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2022.

Bacciardi E., *Alienazione della cosa determinata indebitamente ricevuta, in Ripetizione d'indebito*, a cura di Bargelli, Milano, 2014.

Ballerini L., *Neoformalismo e contratti di investimento: la forma degli ordini di negoziazione impartiti dall'investitore all'intermediario*, nota a Cass., sez. I, Est. Schirò, 13 gennaio 2012, n. 384, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, I.

Baraggioli G., *I rimedi restitutori: spunti di riflessione tra problemi etici ed economici*, in *Contr e impr.*, n. 2013, III.

Barcellona P., *Note critiche in tema di rapporti fra negozio e giusta causa dell'attribuzione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1965, II.

Bargelli E., “*Sinallagma rovesciato*” e ripetizione dell'indebito. *L'impossibilità della restitutio in integrum nella prassi giurisprudenziale*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, I.

Bargelli E., *Ripetizione d'indebito*, a cura di Bargelli, in *Nuova giurispr. di dir. civ. e comm.*, fondata da Bigiavi W. e diretta da Alpa G., Bonilini G., Breccia U., Cagnasso O., Carinci F., Confortini M., Cottino G., Jannarelli A., Sesta M., Milano, 2014.

Bartalena A., *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in *Il Testo Unico finanziario, Prodotti e intermediari*, I, Cera e Presti (diretto da), Bologna, 2021.

Battelli E., *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Contr.*, 2006, V.

Belfiore E., *Risoluzione per inadempimento e obbligazioni restitutorie*, in *Scritti in onore di G. Auletta*, II, Milano, 1988.

Belfiore E., *Si può fare a meno del contratto quadro nei servizi di investimento?*, in *Giur. merito*, 2007, IV.

Bencini R., *Ordine di investimento: il rimedio della risoluzione per inadempimento*, nota a App. Firenze, 23 maggio 2012, in *Corr. del merito*, 2012, XI.

Berardicurti B., *I contratti di investimento e l'efficacia adesiva delle “Sentenze Rordorf”*, nota a Trib. Ravenna sez. civ. 2 dicembre 2013, n. 1417 in *Giurispr. it.*, 2014, X.

Beretta P., *Il mancato rispetto della forma ad substantiam nel contratto quadro d'intermediazione finanziaria*, in *I Contr.*, 2015, V.

Berti De Marinis G., *La nuova trasparenza pre e post negoziale alla luce della direttiva MiFID e del Regolamento MiFIR*, in Troiano e

Motroni (a cura di), *La Mifid II*, Padova, 2016.

Berti De Marinis G., *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, II.

Berti De Marinis G., *L'invalidità formale nei contratti di investimento*, nota a Cass. 22 dicembre 2011, n. 28432 in *Banca borsa e tit. di cred.*, 2013, I.

Bochicchio F., *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio*, Padova, 1994.

Bonaccorsi F., *Le Sezioni unite e la responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Danno e resp.*, 2008, V.

Breccia U., *Il pagamento dell'indebito*, in *Tratt. Dir. priv. Rescigno*, 9, *Obbligazioni e contratti*, t. I, 2° ediz., Torino, 1999.

Breccia U., *La forma*, in *Tratt. Roppo*, vol. I, *Formazione*, Milano, 2006.

Breccia U., *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, IX, *Obbligazioni e contratti*, 1, 2° ediz., Torino, 1999.

Busch D., *The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond*, in *European Review of Contract Law*, 2017.

Busch D. e Van Dam C., *A Bank's duty of care*, Bloomsbury, 2017.

Capriglione F., *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013.

Capriglione F., *Intermediari finanziari investitori mercati*, Padova, 2008.

Castronovo C., *La risoluzione del contratto dalla prospettiva del diritto italiano*, in *Eur. e dir. priv.*, 1999, II.

Castronovo C., *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Aa. Vv., Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, Milano, 1995.

Cherendychenko O. O., *Conceptualising the relationship between Investor Protection and Private Law*, in *Eur. Law. J.*, 2015.

Cherendychenko O. e Andenas M., *Financial regulation and civil liability in European Law*, Elgar, 2021.

Cian M., *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento*, in Gabrielli e Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, II-I, in Tratt. Rescigno-Gabrielli, Milano, 2011.

Cian M., *Gli obblighi informativi degli intermediari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2009, II.

Cicatelli E., *Contratti di investimento, nullità protettive e tutela restitutoria*, nota a Cass. ord., 16 marzo 2018, n. 6664, in *I Contr.*, 2018, V.

Cognolato M., *Contratti del consumatore e "diritto delle restituzioni" (secondo la Corte di Giustizia CE)*, in *Obblig. e contr.*, 2011, I.

Colombo C., *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, in Troiano e Motroni (a cura di), *La Mifid II*, Padova, 2016.

Costi R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2022.

Costi R.-Enriques L., *Il mercato mobiliare*, in Tratt. Cottino, vol. VIII, Padova, 2004.

Cottino G., *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, nota a Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *Giur. it.*, 2006, III.

Dalmartello A., *La forma dei contratti di investimento nel canone delle Sezioni Unite: oltre il contratto "monofirma"*, nota a Cass., sez. un., 16.1.2018, n. 898, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, V.

Dalmartello A., *La nullità di protezione ex art. 23 Tuf tra uso selettivo e buona fede del cliente*, nota a Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019 n. 28314, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, V.

D'Adda A., *Gli obblighi conseguenti alla pronuncia di risoluzione del contratto per inadempimento tra restituzioni e*

risarcimento, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II.

D'Amico G., *Nullità e risoluzione per inadempimento: restituzioni e risarcimento del danno*, in *Nuove l. civ. comm.*, 2014, IV.

D'Amico G., *Le Sezioni Unite sul c.d. contratto mono-firma - La "forma" del contratto-quadro ex art. 23 T.U.F. non è prescritta ad substantiam actus*, nota a Cass., sez. un., 16.1.2018, n. 898, in *I Contr.*, 2018, II.

D'Auria M., *Forma ad substantiam e uso selettivo della nullità nei contratti di investimento*, nota a Trib. Torino 7 marzo 2011, in *Corr. del merito*, 2011, VII.

Dambrosio L., *Contratto di negoziazione, nullità e ripetizioni*, in De Nova (a cura di), *Le restituzioni contrattuali*, Milano, 2012.

Dambrosio L., *Mancanza di forma ad substantiam ex art. 23 T.U.F.*, in *I Contr.*, 2012, VI.

De Mari M., *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Padova, 2021.

Della Casa M., *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, V.

Della Vedova I., *Sulla forma degli ordini di borsa*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, II.

De Nova G. (a cura di), *Le restituzioni contrattuali*, Milano, 2012.

Di Majo A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, I.

Di Nella L., *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in Troiano e Motroni (a cura di), *La MiFID II*. Padova, 2016.

Dolmetta A. A., *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, in *I Contr.*, 2008, I.

Dolmetta A. A., Malvagna U. e Rossi A., *Piccola guida di giurisprudenza utile per il comparto finanziario*, in *IlCaso.it*, Sezione II – Dottrina, opinioni e interventi, 4 maggio 2016.

Durante F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009.

Facci G., *La nullità virtuale del contratto e la violazione del principio di buona fede*, in *Contr. e impr.*, 2012, VI.

Fiorio P., *La non adeguatezza delle operazioni di investimento al vaglio della Corte di Cassazione*, nota a Cass. Sez. I civ., 25 giugno 2008, n. 17340 in *Giurispr. it.*, 2009, IV.

Fiorio P., *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giurispr. it.*, 2005, I.

Frumento L., *Intermediazione mobiliare e apparenza del diritto*, in *Danno e resp.*, 2006, XI.

Galgano F. e Zorzi N., *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in Aa. Vv., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia XLIII*, a cura di Galgano F. e Visintini G., Milano, 2006.

Galgano F., *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. e impr.*, 2008, III.

Galgano F., *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e impr.*, 2005, V.

Gallo P., *Arricchimento senza causa e quasi contratti (i rimedi restitutori)*, seconda ediz., Milano, 2008.

Gentili A., *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, III.

Gentili A., *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti Rescigno-Gabrielli*, I, I contratti in generale, a cura di Rescigno, Torino, 2006.

Ginevra E., *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2020, IV.

Girolami M., *Contratti di investimento non sottoscritti dall'intermediario: la parola alle Sezioni Unite*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II.

Girolami M., *L'uso selettivo della nullità di protezione: un falso problema?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, I.

Giudici P., *Contratti per consulenza e gestione di portafogli. Servizi accessori: Offerta fuori sede. Rimedi*, in *Trattato dei contratti. Mercati regolati*, V. Roppo (a cura di), Vol. V, Milano, 2014.

Giuliani S., *Nullità del contratto quadro di investimento per difetto di sottoscrizione dell'intermediario e abuso del diritto*, nota a Cass. 24 marzo 2016 n. 5919, Cass. 11 aprile 2016 n. 7068, Cass. 27 aprile 2016 n. 8395, in *I Contr.*, 2016, XII.

Greco F., *Illecito del promotore e responsabilità della SIM: fine di un percorso ad ostacoli?*, in *IlCaso.it*, Sezione II – Dottrina e opinioni, documento n. 269/2011.

Greco F., *Difetto di accordo e nullità nell'intermediazione finanziaria*, in *Resp. civ. e prev.*, 2006, III.

Grossule E., *Affidamento sull'intermediario e obblighi di informazione in executivis*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2015, IV.

Guadagno S., *Mancato adeguamento del contratto quadro tra "nullità sopravvenuta parziale" e inefficacia*, nota a Trib. Venezia 5 novembre 2009, in *Obblig. e contr.*, 2010, I.

Guerinoni E., *Sulla forma degli ordini di investimento (nella notte le vacche continuano ad essere tutte nere)*, in *il Corr. giur.*, 2012, XII.

Guernelli M., *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, I.

Guerrini L., *Le restituzioni contrattuali*, Torino, 2012.

Guizzi G., *Un anno di ACF tra risultati raggiunti e qualche*

incognita, in *Corr. giur.*, 2018, X.

Guizzi G., *Le Sezioni Unite e le “nullità selettive” nell’ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, in *dirittobancario.it*.

Imbruglia D., *Mifid II e l’adeguatezza del servizio di risparmio gestito*, in *Studium Iuris*, 2019.

Inzitari B. – Piccinini V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in Aa.Vv., *Il diritto degli affari*, a cura di Inzitari, Padova, 2008.

Inzitari B., *La violazione del divieto di agire in conflitto d’interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il Corr. Giur.*, n. 2009, I.

Iudica F., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011.

La Rocca G., *L’“obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti” in Cassazione (art. 21 TUF)*, nota a Cass. 29864/2011, in *IlCaso.it*, Sezione II – Dottrina, opinioni e interventi, documento n. 329/2012.

La Rocca G., *Sezione prima vs Sezioni Unite: Differenti visioni del diritto dei contratti del mercato finanziario in Cassazione*, in *IlCaso.it*, Sezione II – Dottrina, opinioni e interventi, documento n. 150/2009.

La Rocca G., *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche (prime riflessioni)*, in *IlCaso.it*, sez. II (Dottrina, opinioni e interventi).

Lener R.-Lucantoni P., *Commento sub art. 21*, in Fratini-Gasparri, *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, I.

Lener R., *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996.

Libertini M., *Interessi*, in *Enc. dir.*, XXII, Milano, 1972.

Lobuono M., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1998.

Lobuono M., *Violazione dei doveri di comportamento e responsabilità dell'intermediario finanziario*, dattiloscritto, dicembre 2008.

Luminoso A., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I.

Luminoso A., *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. Civ. prev.*, 2007, III.

Luminoso A., *La responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1984, I.

Luminoso A., *Obbligazioni restitutorie e risarcimento del danno nella risoluzione*, in *Giur. comm.*, 1990, I.

Lupoi A., *Trasparenza e correttezza delle operazioni bancarie e di investimento (note alle Nuove Istruzioni di Banca d'Italia sulla trasparenza)*, in *Contr. e impr.*, 2009, IV.

Maffei D., *Le disavventure di un contraente tollerato: l'investitore e le restrizioni alla selezione degli investimenti che impugna*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II.

Maffei D., *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca*, in *I Contr.*, 2017, V.

Maffei D., *Discipline preventive nei servizi di investimento: Le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *ILCaso.it*, documento n. 97/2008.

Maffei D., *Contratti illeciti o immorali e restituzioni*, Milano, 1999.

Maffei D., *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *I Contr.*, 2008, II.

Maffeis D., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, III.

Maffeis D., *Servizi di investimento: l'onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, in *I Contr.*, 2007, VI.

Maggiolo M., *Trattato di diritto civile e commerciale. Servizi ed attività d'investimento*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano 2012.

Maggiolo M., *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nelle prestazioni dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2010, I.

Malvagna U., *Nullità di protezione e nullità "selettive". A proposito dell'ordinanza di rimessione alle sezioni unite n. 12390/2017*, nota a Cass. ord. 17 maggio 2017 n. 12390, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, I.

Mancini A. M., *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, I.

Mantovani M., *Le nullità e il contratto nullo*, in Roppo, *Trattato del contratto. Rimedi-I*, Gentili (a cura di), Milano, Vol. IV, 2006.

Monticelli S., *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II.

Moscato E., *Caducazione degli effetti del contratto e pretese di restituzione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I.

Moscato E., *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Libro IV, artt. 2028-2042, Bologna-Roma, 1981.

Moscato E., *Fonti legali e fonti "private" delle obbligazioni*, Padova, 1999.

Motroni R., *La profilatura del cliente nella MiFID II*, in Troiano e Motroni (a cura di), *La Mifid II*, Padova, 2016.

Muccioli N., *Intermediazione finanziaria e strumenti di tutela degli investitori*, nota a Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006, in *Nuova*

giur. civ. comm., 2006, I.

Musco Carbonaro B. e Lorenzi P., *La decorrenza del termine di prescrizione nei giudizi di risarcimento del danno derivante da operazioni di investimento: perché l'eccezione non può essere la regola*, in *dirittobancario.it*, 2015.

Natoli R., *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca borsa e tit. di cred.*, 2012, V.

Nuzzo M., *Il conflitto di interessi nei contratti di investimento e gestione patrimoniale*, in *Quad. di giurispr. commerc.*, 2012, III.

Pagliantini S., *Nullità formali bancarie e restituzioni (a margine di una recente decisione dell' A.B.F.)*, in *Nuov. giur. civ. comm.*, 2013, IV.

Pagliantini S., *Le Sezioni Unite sul c.d. contratto mono-firma - Forma o modalità di un'informazione materializzata? Le SS.UU. ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 T.U.F.*, nota a Cass., sez. un., 16.1.2018, n. 898, in *I Contr.*, 2018, II.

Pagliantini S., *La nullità di protezione come una nullità selettiva?*, in *Foro it.*, 2019, I.

Pagliantini S., *L'irripetibilità virtuale della nullità di protezione nella cornice di un'eccezione ex fide bona*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II.

Passagnoli G., *Invalidità del contratto e restituzioni*, in *Obblig e contr.*, 2010, III.

Pasquinelli C., *La restituzione dei frutti*, in *Ripetizione d'indebito*, a cura di Bargelli, Milano, 2014.

Perrone A., *Less is more. Regole di comportamento e tutele degli investitori*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di M. de Mari, Padova, 2009.

Perrone A., *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in Aa. Vv., *I soldi degli altri*, a cura di Perrone, Milano, 2008.

Quargnolo M., *Investimento obbligazionario e diligenza degli intermediari finanziari tra validità del contratto e responsabilità della banca*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, II.

Rabitti M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. Dir. Bancario*, suppl. genn./mar. 2020.

Rescigno M., *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, in *Il Testo Unico finanziario, Prodotti e intermediari*, Vol. I, (diretto da) Cera e Presti, Bologna, 2021.

Ricci A., *La presupposizione è, dunque, causa di recesso del contratto*, in *Contr. e impr.*, 2008, III.

Rimini E., *Le regole di condotta*, in *Il Testo Unico finanziario, Prodotti e intermediari*, Vol. I, (diretto da) Cera e Presti, 2021, Bologna.

Risso G., *“Consulenza in materia di investimenti” e tutela dell’investitore nella direttiva MiFID: tra armonizzazione europea e soluzioni interpretative nazionali*, in *Contr. e impr./Europa*, 2014, IV.

Rordorf R., *Buona fede e nullità selettiva nei contratti d’investimento finanziario*, in www.questionegiustizia.it.

Roppo V. e Afferni G., *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e Resp.*, 2006, I.

Roppo V., *Il Contratto*, Milano, 2011.

Roppo V., *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 2008, V.

Roppo V., *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e Tango bond)*, in *Danno e Resp.*, 2005, V.

Roppo V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2005, III.

Roppo V., *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2008, II.

Rordorf R., *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Le Soc.*, 2008, III.

Salerno M. E., *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari nella MiFID II: problemi di enforcement della disciplina*, in Mancini et al. (a cura di), *Regole e Mercato*, I, Torino, 2016.

Sangiovanni V., *Il contratto d'intermediazione finanziaria*, in *Obblig. e contr.*, 2011, XI.

Sangiovanni V., *L'art 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, nota a Trib. Ancona Sez. II, 18 febbraio 2009, in *Giurispr. it.*, 2009, VII.

Sangiovanni V., *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *I Contr.*, 2008, II.

Sangiovanni V., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *I Contr.*, 2006, III.

Sangiovanni V., *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, nota a Trib. Livorno 20 giugno 2008, n. 758, in *Banca dati One Legale*, 2009.

Sartori F., *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini.*, in *IlCaso.it*, Sezione II – Dottrina, opinioni e interventi, documento n. 30/2005, 21 gennaio 2005.

Sartori F., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Dir. fall. e delle soc. comm.*, 2008, I.

Sartori F., *Regole di condotta degli intermediari finanziari*,

Milano, 2004.

Sartori F., *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, II.

Scimemi E., *La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds*, nota a Trib. Mantova 18 marzo 2004, in *Giur. comm.*, 2004, II.

Scoditti E., *Intermediazione finanziaria e formalismo protettivo*, in *Foro it.*, 2009, III.

Scognamiglio C., *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo della nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, II.

Semeghini D., *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010.

Sepe M., *Contratti e ordini di esecuzione nei servizi finanziari: tra natura e forma*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013.

Sfameni P. e Giannelli A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, III ed., Milano, 2018.

Sirena P., *La ripetizione dell'indebito*, in *Diritto Civile*, a cura di N. Lipari e P. Rescigno, vol. III, t. 1, Obbligazioni, Il rapporto obbligatorio, coordinato da A. Zoppini, Milano.

Spadaro G., *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, nota a Trib. Milano, 28 maggio 2005, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, IV.

Stella Richter G. S., *Contributo allo studio dei rapporti di fatto nel diritto privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1977, I.

Trabucchi A. (a cura di), *Istituzioni di diritto civile*, 47° ediz., Padova, 2015.

Trimarchi P., *L'arricchimento senza causa*, Milano, 1962.

Tonini F., *Sugli obblighi informativi dell'intermediario successivi alla negoziazione di strumenti finanziari*, in *Pactum – Rivista di diritto dei contratti*, 2022, I.

Tonini F., *L'invalidità "selettiva" del contratto di investimento rimessa alle Sezioni Unite*, nota a Cass., ord., 2 ottobre 2018, n. 23927 in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, I.

Tonini F., *Nullità selettiva del contratto di investimento e principio di buona fede*, in *Annuario del Contratto*, 2019.

Topini M., *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. Comm.*, 1999, VI.

Tucci A., *"Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, Gabrielli e Lener (a cura di), Trattato dei contratti, diretto da Rescigno e Gabrielli, seconda ediz., I, Milano.

Tucci A., *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, nota a Cass. 24 marzo 2016 n. 5919, Cass. 11 aprile 2016 n. 7068, Cass. 27 aprile 2016 n. 8395, in *Il Corr. giur.*, 2016, VIII-IX.

Tucci A., *Tipicità dei contratti di investimento e disciplina codicistica*, in *I Contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013.

Villa G., *Inadempimento contrattuale e risarcimento*, in *Trattato del contratto*, Vincenzo Roppo (a cura di), Vol. V, Rimedi-2, Milano, 2022.

Vitale A., *Intermediazione finanziaria, obblighi di informazione e valutazione di adeguatezza dell'investimento*, nota a Cass, 18 giugno 2018, n. 15936, in *www.judicium.it*.

Zitiello L., *Nuovo regime di adeguatezza: il documento*

“rivoluzionario” della Commissione, in Rivista Online WeWealth.it.