

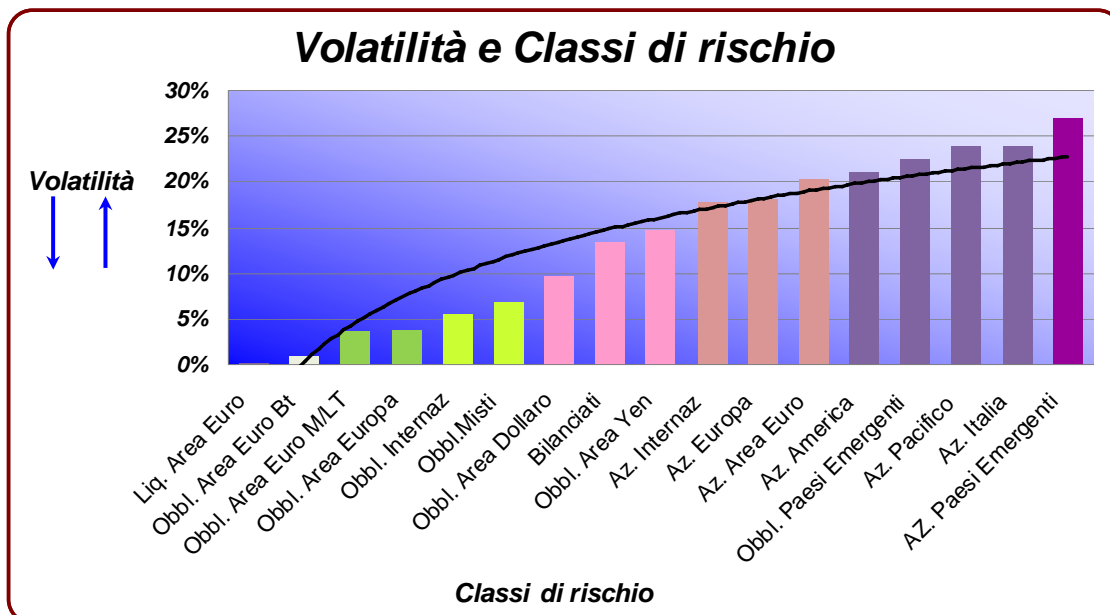


STUDIO MARCELLI

## I SERVIZI DI INVESTIMENTO

### Normativa, Giurisprudenza e Dottrina.

*(quello che occorre conoscere prima, utile dopo, quando si è subito il danno)*



A cura del dott. Roberto Marcelli

Roma, 10 febbraio '08

## Indice

1. Introduzione	pag.	3
2. Svolgimento dei servizi finanziari: criteri generali	“	6
3. La disciplina dei contratti con gli investitori	“	10
4. Obblighi di informativa ed adeguatezza delle operazioni	“	14
5. Conflitto di interesse	“	23
6. Il contratto di gestione	“	27
7. Il <i>benchmark</i>	“	36
8. La nozione di “operatore qualificato” e le operazioni di <i>swap</i> .	“	41
9. Regole specifiche ai singoli servizi finanziari	“	45
10. Gestione surrettizia	“	49
11. Il collocamento di obbligazioni e di altri strumenti finanziari	“	51
12. La nullità del contratto	“	55
13. Onere della prova e risarcimento del danno	“	58
Riferimenti giurisprudenziali	“	62
Fonti normative	“	128

Selezione Sentenze, Documenti e Chiarimenti disponibili sul sito  
[www.studiomarcelli.com](http://www.studiomarcelli.com).



## 1. Introduzione.

Nel corso dell'ultimo decennio il mercato finanziario è stato interessato da radicali mutamenti evolutivi che si sono succeduti rapidamente nel tempo. La normativa di legge ha accompagnato, sospingendo e realizzando un assetto finanziario più consono ed adeguato all'apertura internazionale.

Con la riconduzione del debito pubblico entro limiti definiti e, soprattutto con l'introduzione dell'Euro, si sono allentate le pressioni sul tasso d'inflazione e, di riflesso, sul tasso di interesse. I rendimenti a due cifre, tipici degli anni settanta e ottanta, sono stati ricondotti rapidamente a valori assai modesti. Depurati dall'inflazione, i tassi sugli impieghi *free-risk* sono risultati prossimi allo zero: prima del moderato rialzo dei tassi, intervenuto in questi ultimi due anni, il rendimento dei BOT si era mantenuto assai prossimo al tasso d'inflazione. In tali circostanze l'acquisizione di un effettivo rendimento, il conseguimento di un rendimento reale, non può avvenire senza l'assunzione di rischio, tanto più esteso quanto più ambizioso è l'obiettivo dei risultati che si vuole conseguire nei propri impieghi finanziari.

Il popolo dei BOT è stato gradualmente iniziato al mercato, attraverso l'istituzione di intermediari che lo potessero supportare e attraverso il dispiego di un'estesa normativa volta sia a conseguire livelli di elevata trasparenza dell'operatività sia a creare condizioni giuridiche di tutela di quella forma di risparmio che, nei documenti di studio dei primi anni novanta si definiva "risparmio inconsapevole", cioè quel risparmio gestito direttamente dal Settore Famiglia, poco emancipato, che poteva facilmente andare incontro a rischi impropri, derivanti da un'asimmetria informativa in un mercato evoluto e sofisticato.

Questo, per taluni aspetti, è stato un fenomeno tutto italiano, sia per la storica concentrazione del risparmio presso il Settore Famiglia, sia per scarsa presenza di investitori istituzionali, fondi comuni e fondi pensione, da decenni presenti in altri paesi europei.

L'attività bancaria e, più specificatamente i servizi finanziari prestati alla clientela, hanno subito frequenti implementazioni normative volte a rendere più trasparenti i rapporti, dettando – nel sovra-ordinato interesse al corretto funzionamento del mercato – principi di comportamento e livelli informativi tanto più estesi e penetranti quanto più debole è la forza contrattuale e labile l'*expertise* finanziario del cliente.

Ad un'impostazione dirigistica dell'Autorità Monetaria si è sostituita un'impostazione nella quale regole di mercato, standardizzazioni e trasparenza delle condizioni contrattuali, in

linea con i migliori standard internazionali, vengono a costituire presidi e tutele più funzionali all'evoluzione ed emancipazione di operatori economici e risparmiatori.

In questa fase di transizione del mercato sono emerse con maggiore evidenza talune contraddizioni. La coazione a ripetere schemi culturali pregressi ha spesso condotto ad interpretazioni ed applicazioni che non coglievano compiutamente i nuovi presidi posti a tutela del risparmiatore.

Le disposizioni introdotte nell'ordinamento italiano con il Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e i successivi provvedimenti attuativi emanati dalla Banca d'Italia e dalla Consob, sono stati accompagnati da un'evoluzione interpretativa della giurisprudenza i cui riflessi non hanno tardato a manifestarsi nel contenzioso sottoposto alla gestione dei Tribunali.

Provvedimenti più recenti (legge n. 262/05) – sospinti dai rilevanti danni arrecati ad un'ampia schiera di risparmiatori (Obbligazioni Argentina, Parmalat, Cirio, per citare i più rilevanti) – hanno perseguito l'obiettivo di colmare talune lacune normative ed introdurre elementi di maggiore trasparenza nei rapporti con i risparmiatori. Tuttavia queste ultime norme non hanno avuto il tempo di divenire operative: sono state abrogate dall'art. 10 della legge comunitaria del febbraio scorso, con la quale è stato delegato il Governo di dare attuazione alla Direttiva 2004/39/CE.

Le nuove disposizioni comunitarie definiscono un sistema normativo estremamente puntuale, dal quale il legislatore e le Autorità di vigilanza non possono discostarsi. La scelta è stata quella di passare da un'armonizzazione minima ad un'armonizzazione forte: l'obiettivo è quello di conseguire una normativa uniforme in tutti i paesi della Comunità onde realizzare condizioni paritarie per gli operatori di mercato ed evitare arbitraggi regolamentari.

Il processo di accentramento a livello comunitario della definizione di norme sempre più dettagliate è venuto ad occupare spazi regolamentari che sino ad ora erano di esclusiva competenza delle autorità di governo e di vigilanza nazionale.

Con le modifiche introdotte dalla Direttiva 2004/39/CE (MiFID) e dai provvedimenti di esecuzione (2° Livello), Direttiva 2006/73/CE e Regolamento CE 1287/06 si perviene ad introdurre radicali cambiamenti nell'assetto normativo dei servizi finanziari. Ad un primo confronto con il T.U.F. del '98, appaiono ridotti, in maniera consistente, gli elementi di tutela del cliente *retail*: permane un'apprezzabile protezione nel risparmio gestito, si attenua notevolmente la protezione nel risparmio amministrato.

Le attività finanziarie dei risparmiatori italiani sono per lo più posizionate sul risparmio amministrato: il risparmio gestito, dopo le scarse performance mostrate negli ultimi anni, è venuto assumendo una quota limitata nel portafoglio delle Famiglie italiane.

In presenza di una cultura finanziaria assai limitata, dove l'emancipazione del risparmiatore italiano – a differenza di altri paesi – è ancora ad uno stadio embrionale, il notevole ridimensionamento delle griglie di protezione del risparmiatore *retail*, che si è determinata – a partire dal 1 novembre '07 – rischia di minare ulteriormente la fiducia nei mercati e negli intermediari, già apprezzabilmente compromessa dai fatti intervenuti negli ultimi anni.

Si ha l'impressione che sia mancata un'adeguata rappresentanza delle peculiari esigenze italiane in sede di stesura di Direttive e Regolamenti: ne risulta una normativa che mal si attaglia alla realtà italiana ed appare invece più rispondente ad una cultura anglosassone che per tradizione, storia e prassi regolamentare è più funzionale ad investitori istituzionali che ad investitori *retail*.

Dopo quasi un decennio dal precedente T.U.F., nonostante l'estremo tecnicismo e professionalità della materia finanziaria, i giudici hanno gradualmente maturato un'attenta preparazione e sensibilità agli equilibri contrattuali, alla trasparenza e correttezza dei rapporti e dei comportamenti: sebbene il quadro normativo non sia riuscito a prevenire fenomeni diffusi di irregolarità e anomalie, il piccolo risparmiatore ha spesso trovato ragione nelle aule dei Tribunali.

Con la nuova normativa, stabilita dalle Direttive, si cambiano le regole del gioco, si modificano gli equilibri, si presuppongono livelli di consapevolezza, prima ancora che un'emancipazione finanziaria ne crei le condizioni culturali.

Facendo seguito ad un precedente documento relativo all'anatocismo e all'usura, sono qui di seguito illustrati i variegati aspetti normativi che hanno presieduto, nell'ultimo decennio, la prestazione dei servizi finanziari, nonché le principali problematiche relative all'offerta di servizi finanziari con le quali la Magistratura si è confrontata, pervenendo gradualmente a maturare indirizzi giurisprudenziali ponderati, equilibrati e professionali.

Da questo patrimonio di esperienza e cultura finanziaria, che la giurisprudenza non ha ancora compiutamente metabolizzato, è iniziata, dal 1 novembre '07, una nuova fase di rivisitazione e rielaborazione di equilibri, principi e presidi del risparmio, con tempi di definizione e assestamento non brevi e rischi concreti di confusione e disorientamento tra i piccoli risparmiatori.

## 2. Svolgimento dei servizi finanziari: criteri generali.

I servizi di investimento vengono dalla legge ricondotti in un ambito di attività riservata agli intermediari finanziari. Il settore è disciplinato, oltre che dalle norme generali del codice civile in materia di contratto, da norme speciali che spesso derogano dalle ordinarie norme del diritto comune: l'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto fra intermediario e cliente impone una più attenta tutela di quest'ultimo attraverso peculiari vincoli e gravami imposti all'intermediario nello svolgimento dei servizi finanziari.

Le fonti sono riconducibili alla normativa primaria, essenzialmente il T.U.F. – Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e alla normativa regolamentare emanata dalla Consob (Tribunale di Firenze 18 febbraio 2005, G.U. Angelo Antonio Pezzuti, Rif.:1), principalmente il Regolamento degli Intermediari (Delibera 1 luglio 1998, n.11522) e il Regolamento emittenti (Delibera 14 maggio 1999, n. 11971).

In precedenza già la legge 2/1/91 n.1 e il D. Lgs n. 415/96 avevano disposto principi basilari e obblighi di comportamento, circostanziati con maggior dettaglio nel Regolamento Consob n. 5387 del 2 luglio 1991 dalla Delibera 8850/94 e dalla Delibera 10943/97. Nei casi in cui il contratto quadro sia posto in essere precedentemente al T.U.F. e la prestazione dei singoli servizi finanziari sia successiva, questi ultimi soggiacciono alla nuova normativa in ossequio al principio dello *jus superveniens*. (Tribunale di Taranto, Sez. III Civile, 27 ottobre 2004, G.U. Dr. Luciano Cavallone, Rif.:2)<sup>1</sup>.

Il T.U.F. non riporta una definizione di “servizio di investimento”, bensì ne fornisce all'art. 1 un'elencazione: *a) negoziazione per conto proprio; b) negoziazione per conto terzi; c) collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; e) ricezione e trasmissione di ordini nonché mediazione*<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Da taluni Tribunali si è ritenuto nullo l'ordine impartito sulla base di un contratto – quadro sottoscritto sulla base di normativa non più in vigore per successiva intervenuta modifica legislativa (Tribunale di Treviso del 24 novembre 2006 - Pedona).

<sup>2</sup> Il T.U.F. elenca e regola anche i “servizi accessori” individuati in: a) la custodia e amministrazione di strumenti finanziari; b) la locazione di cassette di sicurezza; c) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento; d) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese; e) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di

I servizi finanziari vengono regolati in un'articolata struttura normativa distribuita su due livelli: disposizioni di carattere generale, che trovano applicazione a tutti i servizi finanziari, e disposizioni peculiari ai singoli servizi. Accanto ad un profilo di diritto privato (tutela del risparmio) emerge un profilo di diritto pubblico (stabilità, competitività e buon funzionamento dei mercati).

Un mercato stabile e competitivo è strettamente funzionale allo sviluppo economico del Paese. Principi di efficienza e trasparenza del mercato consentono di indirizzare il risparmio sulle migliori iniziative imprenditoriali, che vengono così poste in condizione di reperire – più agevolmente e a condizioni migliori – le risorse finanziarie, sollevandole, di tal guisa, da un'esclusiva dipendenza dall'indebitamento bancario. Per contro i risparmiatori possono trovare sul mercato finanziario impieghi più redditizi, commisurando il ritorno finanziario "atteso" alla loro propensione al rischio, in un *trade-off* redditività/rischio: al crescere del rendimento "atteso" cresce la probabilità che tale rendimento non venga conseguito o si trasformi in una perdita.

Gli intermediari finanziari svolgono sul mercato una delicata funzione di *trait d'union*, accostando i risparmiatori agli emittenti i prodotti finanziari, colmando con la loro *expertise* professionale il *gap* informativo che in genere separa il datore dal prenditore dei fondi.

Il legislatore del T.U.F., nel riservare l'attività di prestazione dei servizi finanziari, a speciali categorie di soggetti qualificati ha posto, nel contempo, significativi presidi che, travalicando la tutela del singolo risparmiatore, perseguono il più generale interesse ad un corretto e funzionale mercato finanziario.

L'art. 21 del T.U.F.<sup>3</sup> detta i criteri generali di comportamento che gli intermediari devono tenere nella prestazione dei servizi finanziari.

---

garanzia e collocamento. In precedenza già la legge 2 gennaio 1991 n. 1 e il successivo D. Lgs n. 415/96 avevano disposto principi basilari e obblighi di comportamento, circostanziati con maggior dettaglio nel Regolamento Consob n. 5387 del 2 luglio 1991, integrato successivamente dalla Delibera 8850/94 e dalla Delibera 10943/97. Nei casi in cui il contratto quadro sia posto in essere precedentemente al T.U.F. e la prestazione dei singoli servizi finanziari sia successiva, questi ultimi soggiacciono alla nuova normativa in ossequio al principio dello *jus superveniens*.

<sup>3</sup> T.U.F., art. 21 (*Criteri Generali*):

"1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;

b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;

Tali criteri tendono ad orientare l'attività di prestazione dei servizi a finalità di efficienza, trasparenza e tutela del risparmiatore, congiuntamente a finalità di stabilità, competitività e buon funzionamento del mercato finanziario<sup>4</sup>.

Il compiuto rispetto, sostanziale oltre che formale, della norma, anche se induce un incremento dei costi posti a carico dell'intermediario, è reso necessario dalla superiore necessità di garantire un'effettiva tutela del cliente e, per il suo tramite, l'integrità stessa del mercato.

Il concetto di diligenza, previsto dall'art. 21, comma 1, del T.U.F. travalica la "diligenza del buon padre di famiglia", estendendosi alla "diligenza del buon professionista". La *peritia artis*, anche se non espressamente richiamata, è connaturata nei principi che informano i successivi articoli del T.U.F.: all'art. 23, in tema di danno cagionato al cliente, si impone agli intermediari l'onere di provare la "specifica diligenza richiesta"<sup>5</sup>.

---

*c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;*

*d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;*

*e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.*

*2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente."*

La legge 28/12/05 n. 262 aveva introdotto una modifica all'articolo che però, prima ancora di divenire operativa, è stata abrogata dalla legge 6/2/07, n.13 relativa alla delega al Governo per l'attuazione della Direttiva 2004/39/CE.

<sup>4</sup> Il comma 1, lettera a) dell'art. 21 costituisce una norma direttamente applicabile, a prescindere dalla genericità della sua formulazione. "Sebbene spetti alla Consob, ai sensi dell'art. 6, comma 2 del T.U.F., il compito di specificare i doveri fiduciari introdotti dall'art. 21, comma 1, lett. a), fornendo quindi all'Autorità giudiziaria dei più precisi parametri valutativi ai fini dell'attribuzione – alla parte lesa – di un eventuale rimedio, ciò non esclude la possibilità per le stesse corti di "sanzionare", in sede civile, eventuali violazioni dei doveri fiduciari suddetti, e ciò a prescindere dalla specificazione degli stessi ad opera della Consob". Infatti "Le specifiche regole di condotta elaborate in sede regolamentare completano, ma non esauriscono, la disciplina normativa che gli intermediari devono rispettare nei servizi di investimento: rimane un margine di intervento ex post che consente alle corti di vagliare l'effettività della normativa, dando eventualmente un diverso contenuto alle generiche nozioni di diligenza e/o correttezza, in relazione alla peculiarità e alle circostanze della fattispecie". (F. Sartori. Le regole di condotta degli intermediari finanziari, Giuffrè 2004). Cfr. anche Alpa e Capriglione, Commentari al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Padova, 1998).

<sup>5</sup> "per la responsabilità derivante dalla prestazione dei servizi di investimento, il legislatore ha dunque ritenuto di dover emanare una norma specifica: è infatti previsto che, nei giudizi di risarcimento dei danni arrecati al cliente nella prestazione dei servizi, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiamata. Una previsione analoga figurava già nella L. 1/91: da quest'ultima la nuova disciplina si discosta, in quanto precisa ciò che già poteva ricavarsi in via

Il principio di correttezza è volto a limitare la discrezionalità dell'intermediario a vantaggio del cliente, opportunamente integrato con il principio di trasparenza, che impone all'intermediario di rendere edotto il risparmiatore *“sulla natura e sui rischi delle operazioni, sulle loro implicazioni, e su qualsiasi atto o circostanza necessari per rendere consapevoli scelte di investimento o disinvestimento.”*<sup>6</sup>

Il formalismo negoziale che accompagna e caratterizza i servizi finanziari non delimita diligenza e correttezza al mero rispetto di regole formali, essendo richieste all'intermediario valutazioni che qualificano l'attività dello stesso.

L'art. 21 del T.U.F. richiama anche il concetto di equità, come regola generale di comportamento. *“Sotto questo profilo all'equità possono essere attribuite diverse funzioni: quella di intervenire nei rapporti tra cliente ed intermediario al fine di garantire la parità di trattamento tra clienti appartenenti alla medesima categoria nella ripartizione dei rischi e nell'esecuzione degli ordini, ovvero quella di evitare l'abuso da parte dell'intermediario della posizione contrattuale con riferimento agli oneri di informazione e alla predisposizione delle clausole contrattuali.”*<sup>7</sup>.

La diligenza e la correttezza, richiamate fra i principi base della norma, si ricollegano, da un lato alla professionalità dell'intermediario chiamato a prestare un servizio caratterizzato da peculiari cognizioni tecniche, dall'altro alla necessità di tutelare l'integrità del mercato (Tribunale di Firenze 18 febbraio 2005, G.U. Angelo Antonio Pezzati, e Tribunale di Firenze 19 aprile 2005, Giudice relatore Angelo Antonio Pezzuti, Rif.:3) ed evitare altresì comportamenti che possano poggiarsi sulla disparità di forza contrattuale delle parti. Il T.U.F. è particolarmente attento alla tutela della parte debole del rapporto contrattuale: nei giudizi, mentre è rimesso all'investitore la prova circoscritta al pregiudizio economico e al rapporto causale con il comportamento dell'intermediario, a quest'ultimo viene rimesso l'onere di dimostrare una condotta conforme agli standard di diligenza professionale (art. 23, comma 6)<sup>8</sup> (Tribunale di Roma Sez. 9 del 21 dicembre 2005, Rif.:4).

---

*interpretativa, e cioè che la diligenza richiesta all'intermediario è quella "specificata" prevista per l'operatore professionale.”* (Guffari, Il risparmio consapevole come nuova frontiera della tutela del contraente debole, Atti del convegno ITA, 2002).

<sup>6</sup> Cfr. A. Di Majo, La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare (Banca, borsa e tit. cred., 1993).

<sup>7</sup> Così M. Salvatore, Servizi di investimento e responsabilità civile, Giuffrè 2004.

<sup>8</sup> Già con la legge n. 1/91 il legislatore aveva introdotto l'inversione dell'*onus probandi*, mantenuto poi nei successivi testi di legge.

### **3. La disciplina dei contratti con gli investitori.**

L'art. 23 del T.U.F. (D. Lgs. N. 58/98) prescrive che il contratto originante la prestazione dei servizi di investimento debba essere redatto per iscritto.

All'inizio del rapporto deve essere posto in essere, tra intermediario ed investitore, un contratto quadro (*master agreement*) che si ritiene propedeuticamente rilevante ai fini della validità dei contratti relativi alle singole operazioni effettuate successivamente. Senza il contratto quadro i singoli ordini impartiti dal cliente, seppur regolari quanto a forma e prescrizioni disciplinari, rimangono nulli, in quanto privi di autonomia giuridica (Tribunale di Cagliari n. 120 del 3 gennaio 2007, Rif.:5). La giurisprudenza ha ritenuto nullo anche il contratto quadro che sia stato sottoscritto dalla sola parte che producendolo in giudizio ne abbia eccepito l'invalidità (Tribunale di Mantova 22 marzo 2007, Pres. M. Bernardi, Rel. Laura De Simone, Rif.:6).

Il Regolamento Consob n. 11522/98 disciplina separatamente il contratto quadro e le operazioni di esecuzione. L'art. 30 del Regolamento, nel ribadire che gli intermediari autorizzati non possono fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto, prevede inoltre che tale contratto debba:

- a) *specificare i servizi forniti e le loro caratteristiche;*
- b) *stabilire il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso;*
- c) *indicare le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni;*
- d) *prevedere la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire all'investitore a rendiconto dell'attività svolta;*
- e) *indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e warrant;*
- f) *indicare le altre condizioni contrattuali eventualmente convenute con l'investitore per la prestazione del servizio.*

Come si rileva quindi, nel contratto devono essere riportate le modalità attraverso le quali vengono impartiti gli ordini e le istruzioni, senza alcuna limitazione di forma.

All'art. 60 il Regolamento Consob aggiunge poi che:

“1 Nella prestazione dei propri servizi, gli intermediari autorizzati rilasciano agli investitori, all'atto del ricevimento degli ordini presso la propria sede legale o le proprie dipendenze, un'attestazione cartacea contenente:

- a) il nome dell'investitore;
- b) l'orario, qualora rilevante con riferimento alle modalità di esecuzione, e la data di ricevimento dell'ordine;
- c) gli elementi essenziali dell'ordine e le eventuali istruzioni accessorie.

2 Gli intermediari autorizzati registrano su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori”.

Innanzitutto il contratto deve rispondere ai principi di equilibrio e trasparenza stabiliti dagli artt. 1469 bis e seg. c.c., consentendo un rapporto corretto che permetta al cliente di assumere decisioni consapevoli e quindi operare scelte responsabili. Taluni Tribunali, in sede di contestazione del contratto, nel dichiararne la nullità, hanno richiamato: a) l'obbligo di trasparenza, che comporta un documento contrattuale – di norma predisposto dall'intermediario – idoneo a porre l'utente in condizione di trarre dalla sua semplice consultazione gli elementi necessari per esprimere un consenso consapevole e, quindi, assumere una scelta negoziale responsabile; b) le regole di trasparenza dispiegano i loro effetti, non solo sul piano contenutistico, ma anche sulle modalità di comunicazione, che devono garantire chiarezza e comprensibilità ed essere adeguate alle tecniche di contatto utilizzate con la clientela. Nella circostanza è stata censurata l'oscurità, la scarsa comprensibilità e la non chiarezza del testo contrattuale, che si presentava come una “proposta”, proveniente dal cliente, di “adesione” a un piano finanziario; inoltre la parte normativa del contratto, benché quella di maggior importanza, era scritta in carattere minuto e quasi illeggibile. (Tribunale di Firenze n. 229 del 18 gennaio 2007, Pres. L. Breggia, Rel. A. Pezzuti Rif.:7).

Mentre per il contratto quadro è prescritta la forma scritta *ad substantiam*, per i successivi ordini relativi alle singole operazioni, questi possono assumere forme diverse, anche orali, purché previste in contratto: in questo senso si è espressa la Consob nella Comunicazione n. DIN/5055217 del 3 agosto 2005 e la prevalente giurisprudenza (Cfr. Cassazione n. 111 del 9 gennaio 2004, Tr. Venezia, Sez. II Giudice Unico Caprioli n.2654 del 22 aprile 2004, Tr. Venezia 8 giugno 2005, Tr. Milano, Giudice Bernardini 25luglio 2005). Con il contratto quadro è, infatti, consentito alle parti stabilire differenti modalità di trasmissione e quindi di forma dell'ordine: in difetto di tale previsione, la forma dell'ordine non può che essere scritta a pena di nullità (Tribunale di Milano n. 8499 del 12 luglio 2007, Rif.:8).

Se tuttavia l'operazione non è adeguata, l'art. 29 del Regolamento prevede che l'ordine – qualora non sia telefonico e quindi soggetto a registrazione - debba comunque assumere la forma scritta e riportare espressamente le circostanze e le ragioni dell'inadeguatezza, nonché la volontà dell'investitore a procedere all'esecuzione dell'operazione (Tribunale di Venezia, Sez. I Civ., 5 maggio 2005, Pres. R. Zacco, Rel. F. Spaccasassi, Rif.:9).

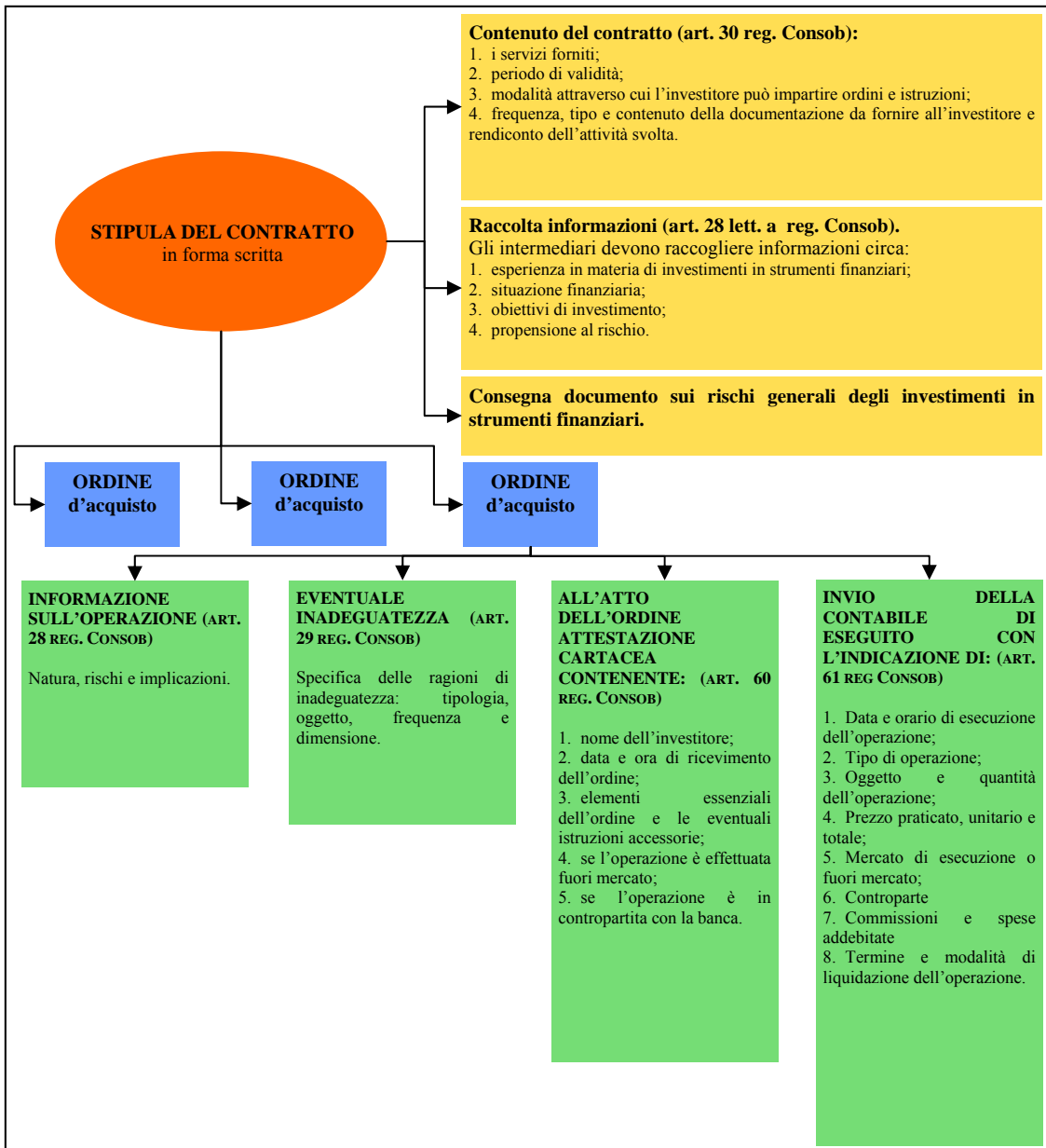
Per quanto concerne l'ordine rilasciato telefonicamente, si osserva che, ancorché l'art. 69 del Regolamento Consob n. 11522/98 preveda la conservazione della registrazione per “almeno due anni”, questo non implica che l'intermediario venga esentato dall'onere della prova in caso di contestazione: la banca è facoltizzata ma non obbligata a distruggere i supporti documentali. Questo suggerisce – per ogni forma di registrazione dell'ordine - una maggiore accortezza all'intermediario che non si voglia trovare scoperto nei giudizi promossi dagli investitori (Tribunale di Milano n. 4994 del 26 aprile 2007, Pres. A. Vanoni, Rel. A. Simonetti Rif.:10).

Analoghe regole di comportamento valgono anche per le operazioni di *trading on line*, seppur realizzate con modalità specifiche al mezzo utilizzato. L'ampia diffusione dell'utilizzo del *trading on line* e la sospinta attività di *trading intraday* che tale canale operativo può sottendere, ha richiamato l'attenzione della Consob, che è intervenuta più volte chiarendo principi e regole di comportamento<sup>9</sup>. E' posto a carico dell'intermediario predisporre procedure tecniche che consentano la conclusione del contratto in forma scritta, avvalendosi eventualmente della firma digitale (DPR n. 513/97), e di gestire efficientemente i numerosi obblighi imposti dal Regolamento Consob n. 11522/98 (acquisire idonea attestazione di avvenuta “consegna” dell'informativa da rendere ai clienti, nonché l'eventuale dichiarazione sottoscritta dal cliente nel caso di rifiuto di fornire le informazioni previste dall'art. 28, comma 1, lett. a); fornire le informazioni sulla natura e i rischi delle operazioni, l'inadeguatezza, il conflitto di interesse, l'attestazione degli ordini, ecc...) <sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Cfr. Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21/3/00.

<sup>10</sup> L'intermediario che riceve un ordine di negoziazione tramite internet è tenuto a rilasciare al cliente l'attestazione di cui all'art. 60, comma 1, regolamento intermediari avvalendosi della stessa rete Internet, con l'avvertenza che le modalità tecniche utilizzate dovranno consentire al cliente di acquisire la disponibilità dell'attestazione su supporto duraturo. Consob. risp. ques. nn. 98063298/1998 e 30396/2000.



#### 4. Obblighi di informativa e adeguatezza delle operazioni.

Il dovere di informare l'investitore viene unito al dovere di informarsi dall'investitore determinando un insieme di obblighi informativi di contenuto ampio ed articolato. Tale flusso di informazioni deve accompagnare il momento in cui viene instaurato il rapporto fra intermediario ed investitore in maniera che il successivo svolgimento delle operazioni in titoli avvenga nella piena conoscenza e consapevolezza degli elementi necessari.

L'art. 21 del T.U.F. dispone l'obbligo di acquisire le informazioni necessarie dal cliente<sup>11</sup> (*know your customer rule*) ed operare in modo che esso sia sempre adeguatamente informato. Nel Regolamento Consob, all'art. 28<sup>12</sup>, si precisa poi che gli intermediari, prima dell'inizio delle prestazioni, devono chiedere all'investitore notizie in merito a quattro distinti aspetti: 1) esperienza in materia di investimenti finanziari, 2) situazione finanziaria, 3) obiettivi di investimento, 4) propensione al rischio<sup>13</sup>. Nella pratica, se non vengono compiutamente rappresentate le finalità e l'utilizzo delle informazioni richieste, queste possono essere intese come un'ingerenza nella sfera personale, sollevando il rifiuto da parte dell'investitore. Tale

---

<sup>11</sup> Il dovere di informare l'investitore ha subito una metamorfosi (ampliandosi) in dovere di informarsi, in primis, sulla situazione del cliente. Si tratta di un dovere sconosciuto al diritto comune, che trova la propria ragione economica e giuridica proprio nella natura spiccatamente fiduciaria del rapporto tra cliente e intermediario (Cfr. Filippo Sartori, *L'adeguatezza delle operazioni: regole di azione e rimedi.*)

<sup>12</sup> Regolamento Consob n. 11522/98, art. 28 (*Informazioni tra gli intermediari e gli investitori*):

*1. Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono:*

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

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

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

<sup>13</sup> Si osserva al riguardo che, mentre in precedenza, il Regolamento Consob adottato in attuazione della legge n. 1/91 imponeva agli intermediari di richiedere informazioni al cliente solo sulla "situazione finanziaria" e sugli "obiettivi di investimento", già con il Regolamento Consob n. 10943/97, introdotto in attuazione del D.Lgs. 415/96, le informazioni da richiedere al cliente erano state estese ai quattro aspetti sopra richiamati.

rifiuto, si precisa nel Regolamento, deve risultare dal contratto ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dal cliente<sup>14</sup>.

Al riguardo la Consob (Comunicazione n. DI/99065403 del 3 settembre 1999) ha precisato: “ *la disciplina vigente non indica specifiche procedure di acquisizione delle informazioni sull’investimento di cui all’art. 28, comma 1, lettera a), del Regolamento n. 11522/98. La definizione di tali procedure è conseguentemente rimessa alla discrezionalità degli intermediari (ferma restando la rispondenza delle procedure ai criteri di cui all’art. 21, comma 1, lettera d) del decreto legislativo n. 58/98 e all’art. 56, comma 2, del Regolamento n. 11522/98)*”. In una precedente Comunicazione la Consob aveva inoltre chiarito che “.... *raccogliere le informazioni per iscritto, anche avvalendosi di un supporto prestampato, sia conforme all’obbligo organizzativo generale di cui all’art. 56, comma 2, lett. a) del Regolamento n. 11522/98. ....si osserva che le informazioni sul cliente non possono limitarsi a quelle acquisite nella fase di compilazione della scheda; l’intermediario deve infatti mantenerle aggiornate, tenendo anche conto dell’operatività del cliente e di ogni altra notizia di cui può venire in possesso nello svolgimento della propria attività.*”

Strettamente collegato a tale aspetto è quanto riportato nel successivo art. 29 del Regolamento Consob, il quale prevede che gli intermediari si debbano astenere dall’effettuare operazioni “non adeguate” per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione<sup>15</sup> (*suitability rule*). Previa compiuta informazione sulle circostanze e ragioni dell’inopportunità, se l’investitore intende comunque dare corso alle operazioni, l’intermediario potrà procedere all’esecuzione dell’operazione, dopo aver raccolto dal cliente specifico assenso dell’ordine e del riferimento alle avvertenze rappresentate<sup>16</sup> (Tribunale di Milano, Sez. VI, 20 marzo 2006, G.U. Carla Romana Raineri, Rif.:11). Occorre per altro osservare come solo l’assenso e il riferimento alle avvertenze debbano assumere la forma scritte, mentre non è prescritto che il contenuto di queste ultime debba essere formalmente riportato nell’ordine o in separato documento (Corte d’Appello Brescia n. 20 del 10 gennaio 2007, Pres. Cusimano, Rel. G. Raqo, Rif.:12).

---

<sup>14</sup> Di norma le banche prevedono, nei moduli prestampati, la possibilità relativa al diniego a fornire le menzionate informazioni. In tali circostanze l’eventuale contestazione di un abusivo recepimento “*absque pactis*” del foglio firmato in parte in bianco, ad opera della banca, deve essere supportata da una querela di falso (C. Cass. 18 febbraio 2004 n. 3155, C. Cass. 24 ottobre 2003 n. 16007).

<sup>15</sup> Risulta in tal modo non adeguata anche quell’attività di trading che risulti eccessiva, rispetto alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento, e che persegua sostanzialmente un incremento delle commissioni percepite dall’intermediario.

<sup>16</sup> Obbligo già previsto dal precedente Regolamento Consob n. 10943/97.

Occorre poi osservare che, anche quando il contratto-quadro è stato posto in essere in epoca precedente l'entrata in vigore del T.U.F. (D. Lgs. N. 58/98), le operazioni di negoziazione effettuate successivamente soggiacciono agli obblighi normativi in essere al momento del perfezionamento delle operazioni stesse (Tribunale di Taranto, Sez. III Civile, 27 ottobre 2004, G.U. Dr. Luciano Cavallone, Rif.:13).

L'obbligo della valutazione dell'adeguatezza si pone sia per i contratti di gestione dove più ampia è la discrezionalità rimessa all'intermediario, sia nei semplici contratti di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini. Nel principio che, anche solo quando vi sia stata una consulenza incidentale, illustrativa o strumentale, con la quale l'intermediario viene a partecipare alla formazione della volontà dell'investitore, insorge un'esigenza di valutazione di adeguatezza: la conoscenza degli strumenti finanziari e dei mercati, che può avere l'investitore ordinario, necessariamente circoscritta per esperienza e cultura, impone all'intermediario la prestazione della diligenza professionale di cui all'art. 1176 c.c..

E' senza dubbio il rischio l'elemento cardine che, posto in relazione con le altre informazioni assunte dal risparmiatore, costituisce la base di valutazione dell'adeguatezza. Il rischio va raffrontato al grado di consapevolezza che una maggiore o minore conoscenza ed esperienza finanziaria può dare, alla rilevanza dell'investimento in rapporto al complesso del patrimonio di cui dispone il risparmiatore, nonché alla sua propensione all'assunzione di rischi.

La moderna teoria fornisce strumenti oggettivi di misurazione del rischio, che sono strettamente collegati alla variabilità dei risultati: così, ad esempio, le azioni, le cui oscillazioni dei prezzi, risultano di norma notevolmente più marcate di quelle osservate sulle obbligazioni, presentano misure di rischio più elevate. Tuttavia questi valori numerici, che rispondono ad oggettivi criteri matematico-statistici, debbono essere resi soggettivi calandoli sulle connotazioni culturali e patrimoniali dell'investitore.

Per un investitore razionale l'avversione al rischio cresce in funzione del valore dell'impiego ma soprattutto in funzione della quota di patrimonio messa a rischio oltre che della incapacità a seguire e gestire (in un impiego diretto) con esperienza e consapevolezza l'investimento stesso. Per una persona di scarsa cultura finanziaria e con un patrimonio modesto risulteranno scarsi i margini di adeguatezza in un'operatività su titoli ad elevato rischio; viceversa per una persona di ampio patrimonio e competenze, anche un impiego, in termini assoluti cospicuo, in derivati o *warrant* ad alto rischio, può risultare adeguato.

Sul concetto di adeguatezza la Consob ha avuto modo di chiarire, con Comunicazione n. DI/98080595 del '98, che *"...si ricorda che secondo l'art. 29, comma 1, del reg. Consob n. 11522/98 l'intermediario deve astenersi dall'effettuare con o per conto degli investitori*

*operazioni non adeguate in relazione alla loro tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. Al fine di valutare l'adeguatezza delle operazioni (c.d. suitability), come disposto dal successivo comma dell'art. 29 citato, l'intermediario tiene conto delle informazioni raccolte dagli investitori ai sensi dell'art. 28, comma 1, lett. a), del reg. Consob n. 11522/98 (esperienza in materia d'investimenti in strumenti finanziari, situazione finanziaria, obiettivi d'investimento, propensione al rischio) e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati, relativa sia al cliente che agli strumenti finanziari oggetto dei servizi medesimi. Circa tale ultimo aspetto, si ricorda che l'intermediario deve disporre di una conoscenza degli strumenti finanziari e dei servizi da esso offerti adeguata al tipo di prestazioni da fornire (art. 26, comma 1, lett. e) del reg. Consob n. 11522/98).*

*Dal quadro regolamentare sopra definito – continua il chiarimento Consob - emerge che la valutazione dell'adeguatezza delle operazioni rappresenta un momento essenziale della corretta prestazione dei servizi d'investimento nei confronti degli investitori non qualificati; l'apprezzamento dei profili di adeguatezza può risultare più o meno complesso, a seconda del tipo di operazioni considerato e delle caratteristiche dell'investitore, ma non può essere omesso.*

*Infatti, nel caso un'operazione disposta dal cliente si configuri come inadeguata, l'intermediario è tenuto al rispetto degli ulteriori adempimenti dettati dall'art. 29, comma 3, del reg. Consob n. 11522/98 e, in particolare, a informare il cliente dell'inadeguatezza dell'operazione disposta e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Inoltre, qualora l'investitore intenda comunque dar corso all'operazione, l'intermediario può eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute.”*

In un'altra Comunicazione (DI/30396 del 21 aprile 2000) più esplicitamente chiarisce: “... Gli intermediari non sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dal cliente anche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso, la valutazione andrà condotta, in ossequio ai principi generali di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio del cliente alla luce anche della pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato).”

Dal mero diniego dell'investitore a rendere all'intermediario le indicazioni utili al proprio profilo di rischio non si può desumere, *a contrario*, una disponibilità al rischio senza limiti. In caso di assenza di informazioni l'intermediario non può che assumere una posizione

diligentemente prudente, pregiudizialmente attestata su un rischio ridotto. Si ritiene, infatti, che dal rifiuto di fornire le informazioni richieste dall'intermediario non possano discendere conseguenze sfavorevoli al cliente (Tribunale di Milano Sez. VI, 20 marzo 2006, G.U. Carla Romana Raineri, Rif.:14).

Occorre per altro osservare che le banche spesso accompagnano il contratto-quadro con una scheda predisposta per l'individuazione del profilo di rischio del cliente, nella quale vi sono delle caselle da sbarrare in funzione degli aspetti che caratterizzano il profilo stesso o in funzione del rifiuto a fornire le informazioni. In tali circostanze la firma apposta dal cliente in calce al menzionato modello non si ritiene che possa, da sola, attestare la richiesta di informazioni sul profilo di rischio se non risultano opportunamente barrate le caselle in corrispondenza con i quattro aspetti (esperienza in materia di investimenti finanziari, situazione finanziaria, obiettivi di investimento, propensione al rischio) o la casella relativa al rifiuto a fornire le informazioni richieste (Tribunale di Torre Annunziata n. 1320 del 22 novembre 2006, Pres. Rel. V. Del Sorbo Rif.:15).

L'art. 28 del Regolamento Consob n. 11522/98 prevede anche che l'intermediario fornisca al cliente adeguate informazioni sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento (*know your merchandise*)<sup>17</sup> (Tribunale di Genova, Sez. I Civile, 22 aprile 2005, Pres. A. Dimundo, Rel. D. Canepa, Rif.:16, Tribunale di Roma, Sez. 9, 21 dicembre 2005, Rif.:17). Tale informazione, come già detto, non deve necessariamente essere scritta, prevedendo il Regolamento Consob, solo l'esplicito riferimento scritto alle avvertenze ricevute, nel caso il cliente voglia dar corso ad un'operazione inadeguata (Corte d'Appello Brescia n. 20 del 10 gennaio 2007, Pres. Cusimano, Rel. G. Rago, Rif.:10).

Questo obbligo di informazione "specifico" si accompagna al duplice obbligo di informarsi, previsto dagli art. 26 e 28, nel precipuo obiettivo di porre il cliente nelle condizioni di operare consapevoli scelte di investimento (Tribunale di Treviso, 10 ottobre 2005, G.U. Dr. Franca Bigi, Rif.:18).

L'obbligo dell'intermediario non può ritenersi assolto con la mera evidenziazione al cliente della rischiosità dell'investimento, bensì solo con l'espressa e specifica informazione degli elementi di pericolosità dell'operazione. Né può valere una evidenziazione dell'inadeguatezza generalizzata a tutte le operazioni, volta a salvaguardare l'intermediario da ogni responsabilità in merito (Tribunale di Bologna, Sez. II civ., 31 maggio 2005, Pres. B. Berlettano, Rel. Marco Marulli, Rif.:19).

---

<sup>17</sup> Obbligo già previsto dal precedente Regolamento Consob n. 10943/97.

Occorre per altro osservare che diciture sull'informazione ricevuta e/o sull'inadeguatezza dell'operazione apposte sull'ordine in forma generica, vengono ritenute, da una parte della giurisprudenza, "clausole di stile", non rispondenti al disposto normativo. Ai sensi dell'art. 1469 bis, 3° comma, si reputano vessatorie fino a prova contraria le clausole che abbiano ad oggetto o per effetto di sancire limitazioni alla facoltà di opporre eccezioni o limitazioni o inversioni dell'onere della prova. Con la sottoscrizione di siffatta dichiarazioni, l'intermediario potrebbe infatti provare di aver fornito all'investitore le informazioni richieste dall'art. 28, 2° comma, del Regolamento Consob, con la conseguenza che toccherebbe all'investitore l'onere di provare di non aver ricevuto alcuna informazione o di aver ricevuto informazioni carenti o fuorvianti. Tali clausole avrebbero quindi l'effetto di rendere inapplicabile l'art. 23, comma 6 del T.U.F. ove è prevista l'inversione dell'onere della prova a vantaggio del risparmiatore.

Di diverso avviso il Tribunale di Venezia (5 maggio 2005, 29 novembre 2005 e 26 marzo 2007), il quale – con riferimento alle clausole di inadeguatezza delle operazioni – ha ritenuto che lo stile stringato con il quale sono redatte, non comporta che dette clausole siano "di stile". Risulta problematico, a giudizio del Tribunale, considerare di stile non già una clausola marginale nell'economia dell'atto ma centrale su un aspetto basilare e fondamentale affinché l'ordine impartito debba o meno essere eseguito dall'intermediario (Tribunale di Venezia, Sez. I Civ., 5 maggio 2005, Pres. R. Zacco, Rel. F. Spaccasassi, Rif.:20).

Una parte della giurisprudenza ha ritenuto che l'informazione sul titolo debba essere estesa anche al periodo successivo all'acquisto: in questo senso viene inteso il disposto dell'art. 21, lettera b) del T.U.F. (D. Lgs. 58/98) che impone agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati (Tribunale di Roma, Sez. II civ., 25 maggio 2005, Pres. R. Misiti, Est. A. Lamorgese, Rif.:21). Al contrario altra parte della giurisprudenza ha ritenuto che l'obbligo di informativa successiva sia circoscritta – a norma dell'art. 28 del Regolamento Consob – al solo servizio di gestione patrimoniale (Tribunale di Milano n.389/07 del 18 ottobre 2006, Pres. Vanoni, Rel. Silvia Brat, Rif.:22, Tribunale di Ancona n. 341 del 2 marzo 2007, Pres. L. Moretta, rel. Fabrizio Melucci, Rif.:23).

Soprattutto per titoli privi di *rating* e/o trattati al di fuori dei mercati regolamentati, e/o per i quali è assente un prospetto informativo dal quale l'investitore possa attingere una compiuta informazione, la funzione dell'intermediario assume una pregnanza particolare (Tribunale di Roma Sez. IX, 11 marzo 2005, Pres. E. De Simone, Rel. O. De Masi, Rif.:24). In tali circostanze infatti, l'asimmetria informativa, fra intermediario e risparmiatore, risulta oltremodo amplificata e, conseguentemente, la tutela del risparmiatore viene sostanzialmente rimessa alla correttezza, trasparenza, diligenza e professionalità richieste all'intermediario dall'art. 21 del

T.U.F. (Tribunale di Cuneo n. 314 del 4 agosto 2006, Pres. Roberta Bonaudi, Rel. G. Paolo Macagno, Marcello Pisanu, Rif.:25).

Né può valere come esimente per la Banca la circostanza che il cliente, in quanto operante già in precedenza nel mercato borsistico, sia consapevole del rischio che corre: il precedente acquisto di titoli azionari non trasforma automaticamente l'investitore in un soggetto esperto in grado di valutare i rischi dell'operazione (Tribunale di Venezia, Sez. II, 22 novembre 2004, G.U. Dr. Caprioli, Rif.:26 e Tribunale di Foggia, 21 aprile 2006, Pres. D. Benedittis, Rel. Carmela Romano, Rif.:27); tanto più poi se i precedenti investimenti erano affidati in gestione ad un operatore professionale (Tribunale di Mantova n. 614 del 18 marzo 2004, G.U. Dr. Mauro Bernardi Rif.:28).

Nelle frequenti emissioni di talune obbligazioni internazionali (Repubblica Argentina, Cirio, Parmalat, ecc.) – intervenute negli anni a cavallo del '00 - collocate per il tramite di *private placement*, precedentemente, contemporaneamente e successivamente cedute a investitori *retail*, sono state spesso riscontrate carenze e inadempienze sia ai prescritti obblighi di informazione, sia alla corretta valutazione del rischio e, di riflesso, all'adeguatezza stessa dell'operazione (Tribunale di Catania 23 gennaio 2007, Pres. G.B. Macrì, Rel. B. Paternò Raddusa, Rif.:29). In alcuni casi la giurisprudenza ha censurato l'atteggiamento silente della Banca che ha ommesso di depositare l'*Offering circular* dell'emissione (Tribunale di Milano n.389/07 del 18 ottobre 06, Pres. Vanoni, Rel. Silvia Brat Rif.:22), in altre ha censurato il fatto che le informazioni asseritamente rese dalla banca all'investitore risultano solo labilmente affermate e prive di alcun riscontro probatorio (Tribunale di Catania 23 gennaio 2007, Pres. G.B. Macrì, Rel. B. Paternò Raddusa, Rif.:27).

L'inadempienza dell'intermediario era a volte accompagnata da carenze nelle procedure interne preposte a supportare la struttura operativa delle informazioni necessarie ad un corretto adempimento degli obblighi imposti dalla normativa; in tali circostanze pertanto si accompagnava anche l'inadeguatezza, ai sensi dell'art. 56 del Regolamento Consob n. 11522/98, dei controlli interni preposti a rilevare e sanare le cause di possibili violazioni normative e regolamentari. In talune circostanze le carenze organizzative sono state dedotte, in via indiretta, ex art. 2729 c.c., da sanzioni comminate dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (Tribunale di Vigevano, 7 agosto 2006, Est. F. Scarzella, Rif.:30).

La Consob ha prestato un'attenzione tutta particolare alle operazioni aventi ad oggetto derivati e *warrant*, in considerazione della maggiore rischiosità che tali operazioni comportano

quando non risultano funzionali ad esigenze di copertura<sup>18</sup>. In tali circostanze infatti il Regolamento Consob prescrive che il contratto fra intermediari e investitore indichi e disciplini, nei rapporti di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e *warrant* (Tribunale di Napoli, 22 marzo 2005, Rif.:31). Inoltre dispone anche che gli intermediari finanziari informino prontamente e per iscritto l'investitore quando le perdite generate dall'operatività in strumenti derivati<sup>19</sup> e *warrant* (non a copertura) abbiano generato una perdita superiore al 50% dei mezzi forniti dall'investitore a garanzia dell'operatività (Tribunale di Nola, 1 marzo 2005, Rif.:32).<sup>20</sup> Per i servizi di gestione la segnalazione delle perdite deve, invece, essere effettuata al superamento del 30% del patrimonio posto a disposizione all'inizio dell'anno.

---

<sup>18</sup> La Consob ha chiarito che possono essere considerate di copertura le operazioni su strumenti finanziari derivati effettuate quando: i) siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità delle altre posizioni detenute dal cliente (c.d. posizioni base); ii) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso di interesse, tipologia, ecc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; iii) le condizioni di cui ai punti precedenti risultino documentate da evidenze interne degli intermediari e siano approvate, anche in via generale con riguardo ad operazioni aventi caratteristiche ricorrenti, dalla funzione di controllo interno. (Comunicazione n. DI/99013791 del 26/2/99).

<sup>19</sup> L'art. 1 del T.U.F. elenca gli "strumenti finanziari derivati" sottoposti alle disposizioni di legge:

- *i contratti futures su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nei precedenti punti e i relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *le combinazioni di contratti o di titoli indicati nei precedenti punti.*

<sup>20</sup> La Consob, in una comunicazione del 14/10/1998 (n. DI/98080595), ha ulteriormente puntualizzato: "Si precisa che ai sensi dell'art. 30, comma 2, del reg. Consob n. 11522/98 (già art. 7, comma 2, lett. f), del reg. Consob n. 10943/97), il contratto con l'investitore deve indicare e disciplinare le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati.

*Il capitale di riferimento a partire dal quale deve essere calcolata la soglia percentuale del 50% delle perdite, al cui raggiungimento l'investitore deve essere informato prontamente e per iscritto ai sensi dell'art. 28, comma 3, del reg. Consob n. 11522/98 (già art. 5, comma 3, del reg. Consob n. 10943/97), deve quindi essere, a norma di regolamento, predefinito e indicato nel contratto all'atto della sua*

Come si rileva, il Regolamento pone esplicitamente, a carico dell'intermediario, un obbligo di informazione successiva solo nel caso di operazioni in strumenti derivati e *warrant* e nel caso di gestione patrimoniale. Tuttavia, come accennato, una parte della giurisprudenza ha ravvisato un più generale obbligo successivo alla prestazione di qualsivoglia servizio, discendente dall'art. 21, lett.b) del T.U.F. e dall'art. 28, comma 2, del Regolamento Consob (Tribunale di Roma, Sez. II civ., 25 maggio 2005, Pres. R. Misiti, Est. A. Lamorgese, Rif.:21).

---

*stipulazione. Nel caso gli investitori decidano di operare su strumenti finanziari derivati in un momento successivo, il contratto dovrà essere integrato con l'indicazione di tale ammontare.*

*In relazione all'esempio riportato nel quesito, e cioè l'acquisto di un'opzione over the counter (O.T.C.), il capitale cui fare riferimento per il calcolo delle perdite sarà da identificarsi nei mezzi forniti all'intermediario per l'acquisto dell'opzione. Ove tali mezzi si limitassero al controvalore dell'opzione, la comunicazione sarà dovuta nel momento in cui il valore dell'opzione si fosse ridotto del 50%.*

In generale, si fa presente che il rispetto dell'obbligo di comunicazione di cui all'art. 28, comma 3, del reg. Consob n. 11522/98 comporta la frequente valorizzazione delle posizioni su strumenti finanziari derivati e il calcolo del relativo risultato economico, nel rispetto dei criteri generali di valutazione prescritti dalla Consob per la redazione dei rendiconti da inviare ai clienti (si vedano gli allegati 4 e 5 del reg. Consob n. 11522/98). Per i contratti derivati per i quali non è previsto un sistema di margini "marking to market" (quali swaps, opzioni e altri contratti O.T.C.), ciò significa che l'intermediario deve comunque essere in grado di determinare il valore della posizione detenuta dal cliente con riferimento alle condizioni di mercato e tener conto delle variazioni di valore cumulate. Una volta che la somma algebrica di tali variazioni abbia determinato una riduzione del 50% del valore del capitale di riferimento indicato nel contratto, l'intermediario deve prontamente avvertire il cliente."

## 5. Conflitto di interesse.

L'art. 21 del T.U.F. prevede che, nella prestazione dei servizi di investimento, gli intermediari debbano "... c) *organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitto di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento*".

La norma pertanto non pone un divieto assoluto, consentendo l'esecuzione di operazioni in conflitto di interesse, preoccupandosi tuttavia che la natura di tale conflitto sia preventivamente portata a conoscenza dell'investitore (*disclosure*).

La Consob all'art. 27 del Regolamento ha precisato obblighi e comportamenti degli intermediari in tema di conflitto di interesse<sup>21</sup>.

La Consob ha per altro chiarito che l'art. 21, lettera c) del T.U.F., sopra riportato, è da intendere, in relazione alla normativa comunitaria, nel senso che gli intermediari devono, prioritariamente, sforzarsi di evitare i conflitti di interesse – sia nell'ambito delle disposizioni prudenziali-organizzative (*Chinese walls*), sia nell'ambito delle regole di comportamento - e, soltanto qualora ciò non sia possibile, sono tenuti a provvedere a che i clienti siano compiutamente informati e trattati in modo equo. Nel caso di utilizzo di moduli o formulari prestampati, occorre l'indicazione, graficamente evidenziata, che l'operazione è in conflitto di interesse.

Recenti sentenze (Tr. Venezia, Sez. II Giudice Unico Caprioli n.2654 del 22/11/04, Tr. Firenze 30 maggio 2004, Giudice Unico Pezzuti, Tribunale di Parma, Sez. I° Civ., 16 giugno 2005, Pres. B. Stellario, Rel. Nicola Sinfisi) hanno poi ritenuto non correttamente assolto

---

<sup>21</sup> Regolamento Consob n. 11522/98, art. 27 (*Conflitti di interesse*):

1. *Gli intermediari autorizzati vigilano per l'individuazione dei conflitti di interessi.*
2. *Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di Società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione. Ove l'operazione sia conclusa telefonicamente, l'assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell'investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente.*
3. *Ove gli intermediari autorizzati, al fine dell'assolvimento degli obblighi di cui al precedente comma 2, utilizzino moduli o formulari prestampati, questi devono recare l'indicazione, graficamente evidenziata, che l'operazione è in conflitto di interessi.*

l'obbligo di informazione della presenza del conflitto di interesse se questo non è accompagnato dalla natura e dalla dimensione dello stesso; in tale evenienza, infatti, il cliente non sarebbe compiutamente posto in grado di valutare l'autorizzazione all'intermediario ad operare in deroga (Tribunale di Rimini n. 442 del 21 aprile 2007, Pres. Est. G. Federico Rif.:33).

Occorre poi osservare che, mentre taluni ritengono che la mancata segnalazione di conflitto di interesse debba essere associata all'accertamento di un effettivo pregiudizio economico (Tribunale di Mantova, Sez. II, n.614 del 18 marzo 2004, G.U. Dr. Mauro Bernardi Rif.:34, Tribunale di Trani 7 giugno 2005, Pres. V. Savino, Rel. G. La bianca, Rif.:35), altri ritengono che la sola violazione del dovere di segnalazione arreca pregiudizio, non occorrendo l'accertamento concreto dello stesso (Tribunale di Milano n. 389/07 del 18 ottobre 2006, Pres. Vanoni, Rel. Silvia Brat Rif.:36).

In tema di conflitto di interesse non è invocabile l'inversione dell'onere della prova previsto dall'art. 23: oltre alla considerazione che l'intermediario non può essere gravato della prova negativa di un fatto, l'art. 23 del T.U.F. (D.Lgs 58/98) attiene alla diligenza e concerne l'azione di risarcimento del danno, mentre l'art. 27 (conflitto di interesse) del Regolamento Consob n. 11522/98 attiene al distinto obbligo della correttezza e prelude all'azione di annullamento, per la quale il danno è solo un elemento sintomatico, non strutturale. (Corte di Appello di Brescia n.20 del 10 gennaio 2007, Pres. Cusimano, Rel. G. Rago, Rif.:37).

Inoltre secondo l'orientamento prevalente, si ritiene che dalla presenza di operazioni effettuate in contropartita diretta con l'intermediario non può automaticamente discendere la sussistenza di un conflitto di interesse: l'intermediario non applica, in tali circostanze, alcuna commissione e lo *spread* percepito dall'operazione costituisce la remunerazione per il rischio assunto nel detenere il titolo in portafoglio sino alla vendita al cliente<sup>22</sup> (Tribunale di Catania 23

---

<sup>22</sup> *"Si osserva che la mancata evidenziazione delle commissioni di negoziazione, nel caso di negoziazioni eseguite dall'intermediario per conto proprio, agendo quindi in qualità di dealer, risponde alla natura tipica di tale modalità di esecuzione degli ordini, che vede l'intermediario, ad esempio, prelevare il titolo oggetto di un'operazione di vendita dal proprio portafoglio, senza disporre di un prezzo a cui ancorare la commissione.*

*Diversamente, quando l'intermediario si rivolge al mercato, agendo in qualità di broker, è corretto commisurare la remunerazione per il servizio prestato in ragione di una percentuale commissionale da applicarsi sul prezzo pagato o corrisposto per il titolo oggetto della negoziazione.*

*La diversa natura economica del servizio di negoziazione per conto proprio rispetto alla negoziazione per conto di terzi si riflette nelle modalità attraverso cui il servizio viene pagato: il dealer, infatti, lucra sugli spread applicati (differenza tra il prezzo a cui è disposto a vendere e il prezzo a cui è disposto a comprare) che devono remunerare, oltre ai costi diretti relativi alle transazioni, il rischio di mercato insito nelle posizioni assunte, rischio che il broker non sostiene.*

gennaio 2007, Pres. G.B. Macrì, Rel. B. Paternò Raddusa, Rif.:38). Affinché si possa configurare conflitto di interesse occorre la presenza di una finalità ulteriore e diversa da quella ordinariamente perseguita dall'intermediario quando svolge una funzione di *dealer*, attività consentita e disciplinata.

Il conflitto di interesse si ravvisa quando i titoli siano stati acquisiti nell'ambito di rapporti di affari e/o di società del Gruppo (Tribunale di Roma, sez. II, 23 maggio 2005, Pres. R. Misiti, Rel. G. Buonuomo, Rif.:39). Si è ravvisato il conflitto di interesse anche quando la cessione dal portafoglio dell'intermediario non è stata preventivamente e compiutamente comunicata al cliente raccogliendone l'assenso (Tribunale di Vigevano, 7 agosto 2006, Est. F. Scarzella, Rif.:40).

Nel servizio di collocamento si ritiene che possano emergere i presupposti del conflitto di interesse se l'intermediario abbia dato all'emittente forme di garanzia che comportino l'acquisizione al proprio portafoglio della quota parte non collocata.

Non si può, invece, ravvisare il conflitto di interesse dalla semplice esistenza di un'esposizione creditoria della banca nei confronti dell'emittente i cui titoli sono stati acquistati per conto del cliente (Tribunale di Parma n. 636 del 14 maggio 2007, Pres. Stellaro, Rel. Poppi Rif.:41).

La disciplina del conflitto di interesse subisce, nel servizio di gestione, un temperamento riconducibile alla circostanza che il gestore, nella serie continuativa di operazioni svolte, si potrebbe trovare nella condizione di dover, per ciascuna operazione, raccogliere preventivamente l'autorizzazione dell'investitore. Assumendo spesso le tipologie di conflitto di interesse forme standardizzate, correttezza e tempestività della gestione hanno suggerito che tale autorizzazione possa essere rilasciata *una tantum* nel contratto di gestione entro limiti

---

*Le norme regolamentari vigenti riflettono le diversità suddette. Nel caso del dealer, la trasparenza è raggiunta richiedendo la comunicazione preventiva del prezzo a cui l'intermediario è disposto a negoziare. Da quanto sopra, si comprende come il divieto di aggiungere commissioni al prezzo preventivamente pattuito previsto nell'art. 32, comma 5, del reg. Consob n. 11522/98 abbia la funzione di tutelare il cliente.*

*A ciò si aggiunga che l'intermediario, diversamente da quanto affermato da codesto Comitato, è comunque tenuto a praticare la c.d. best execution anche nel caso in cui stia operando in contropartita diretta con il cliente su titoli di Stato.*

*Infatti, nonostante l'art. 9 del regolamento Consob n. 11768/98 in materia di mercati escluda i titoli di Stato e garantiti dallo Stato quotati dagli obblighi di concentrazione, l'art. 32, comma 3, del regolamento Consob 11522/98 richiede comunque agli intermediari autorizzati di eseguire in conto proprio o in conto terzi le negoziazioni alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse." Consob Comunicazione n. DI/99014081 dell'1-3-1999 (Informazioni sulle operazioni eseguite dagli intermediari in contropartita diretta con la clientela aventi ad oggetto titoli di Stato).*

percentuali predefiniti in funzione della natura del conflitto di interesse e della tipologia degli strumenti finanziari oggetto della gestione.

Tuttavia i pregnanti elementi di conflitto di interesse che si vengono a determinare quando il gestore investe il patrimonio del cliente in quota di OICR, promossi o gestiti dallo stesso e dalle Società del Gruppo, ha indotto la Consob ad intervenire con due successive Comunicazioni precisando:

- nella prima (Comunicazione n. DI/20844 del 16 marzo 2000), la Consob raccomanda ai gestori : “ ... di assumere, nell’ambito del contratto concluso con i risparmiatori, l’impegno, qualora il patrimonio venga investito in parti di OICR “collegati”, che: a) non saranno addebitate spese di qualsiasi natura relativamente alla sottoscrizione o al rimborso delle parti di tali OICR acquistati; b) la parte del portafoglio rappresentata da parti di OICR “collegati” non sarà considerata ai fini del computo delle commissioni di gestione.”

- nella seconda (Comunicazione n. DIN/1009635 dell’8 febbraio 2001), la Consob ha poi chiarito: “con riferimento alle GPF aventi ad oggetto parti di OICR collegati, si ribadisce che risulta giustificata la remunerazione del gestore individuale (e l’addebito alla clientela di ulteriori spese) ove questi presti effettivamente un servizio aggiuntivo rispetto a quello “incorporato” nelle quote o nelle azioni in cui il patrimonio viene investito. Non risulta invece consentito gravare il cliente con una duplicità di oneri a fronte di un solo servizio eventualmente ricevuto dall’investitore.”

## 6. Il contratto di gestione.

Mentre taluni servizi di investimento – quali la negoziazione, la trasmissione degli ordini, il collocamento, sono caratterizzati da una minore discrezionalità dell'intermediario, il servizio di gestione è, senza dubbio, il più pervasivo sul piano fiduciario, in quanto il cliente rimette all'intermediario una delega a gestire il proprio patrimonio, seppur nei limiti discrezionali imposti dalla disciplina normativa e dal contratto<sup>23</sup>. Tra le parti si istaura un rapporto fiduciario: il risparmiatore trasferisce il controllo del proprio patrimonio finanziario all'intermediario affinché questi lo gestisca nell'esclusivo interesse del risparmiatore stesso. Vi è un diretto rapporto fra la discrezionalità rimessa all'intermediario e i rischi che questi ponga in essere comportamenti opportunistici, avvalendosi della menzionata asimmetria informativa che generalmente caratterizza il rapporto. Per tale ragione il servizio di gestione è regolato da norme più articolate e stringenti di quelle previste per gli altri servizi finanziari.

Tra i servizi di investimento, previsti al comma 5 dell'art. 1 del T.U.F. (D. Lgs n. 58/98), è ricompresa la “gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi”<sup>24</sup>. La gestione su “base individuale” si fonda su un rapporto personalizzato nel quale vengono individuate le caratteristiche e il tipo di strumento finanziario più adatto alle esigenze dell'investitore. È la delega alla “decisione”, oltre che all'esecuzione, che caratterizza la “gestione” e la distingue dalla mera “amministrazione”. La linea di gestione dovrebbe risultare diversa da investitore a investitore: nella realtà operativa i rapporti di gestione hanno subito un'ampia standardizzazione e l'elemento di personalizzazione è risultato nel tempo alquanto ridimensionato.

Diversamente dalla gestione collettiva del risparmio – nella quale l'investitore non è titolare di alcun potere gestorio - nella gestione individuale invece, l'investitore ha un rapporto

---

<sup>23</sup> Si può, con Enriques (Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento, Riv. Soc., 1998) definire la gestione di portafogli come *“il servizio con il quale il cliente delega l'intermediario a compiere sia le scelte di investimento relative ad un dato portafoglio (da intendersi come insieme di valori mobiliari e denaro) sia le attività necessarie affinché tali scelte siano tradotte in termini operativi (trasmissione degli ordini relativi ovvero diretta esecuzione dei medesimi); coesistente all'attività di gestione è l'attribuzione all'intermediario di uno spazio di “autonomia decisionale” che permetta valutazioni discrezionali nell'individuazione delle operazioni da eseguire per conto della clientela”*.

<sup>24</sup> Nel T.U.F. non viene data una definizione della gestione su base individuale. Il regolamento Consob nel trattarla diffusamente (Sez. IV “gestione di portafogli”, capo II “norme per la prestazione dei singoli servizi”, libro III “prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva”, ne connota le caratteristiche fornendone indirettamente una definizione.

diretto con il gestore al quale ha affidato il proprio investimento e può interferire nell'attività di gestione. Nella gestione collettiva il denaro dell'investitore confluisce in un patrimonio comune e condiviso con altri partecipanti, nella gestione individuale il denaro dell'investitore resta separato da quello degli altri e gli strumenti finanziari acquistati dal gestore per suo conto vengono all'investitore titolati. Nella gestione collettiva il singolo investitore non può ordinare o richiedere al gestore di eseguire singole operazioni: tale diritto gli è invece riconosciuto nell'ambito dell'attività di gestione individuale; questo aspetto connatura un minor grado di discrezionalità rimesso al gestore.

Per il contratto di gestione – regolato dagli art. 23 e 24 del T.U.F. – è prevista la forma scritta, imposta *ad substantiam*, risultando sanzionati con la nullità i patti contrari alle disposizioni del citato art. 24.

Collocandosi nell'ambito della disciplina del mandato, la diligenza dell'agente mandatario deve assumere un connotato particolarmente rigoroso, e ciò in considerazione tanto della natura professionale e specializzata dell'incarico che della posizione certamente dominante assunta dell'intermediario in tali ambiti negoziali, trattandosi di soggetto cui è generalmente rimesso il potere di costante verifica e controllo del mercato bancario e finanziario, stante la spiccata tecnicità della materia in questione (Cassazione 26 febbraio 1998, n. 2079).

Oltre alla redazione in forma scritta del contratto di gestione, l'art. 23 del T.U.F. prevede l'onere della consegna al cliente di un esemplare del contratto stesso, dovere riconducibile all'obbligo dell'intermediario di informare adeguatamente il cliente; la mancata consegna della copia del contratto viene a costituire un inadempimento contrattuale e fonte di responsabilità civile per l'intermediario.

Infatti l'onere della consegna al cliente di un esemplare del contratto non è un elemento di forma del contratto, ma costituisce secondo la giurisprudenza (Tribunale di Milano, 27 marzo 2000) un dovere di carattere imperativo riconducibile all'obbligo dell'intermediario di informare adeguatamente il cliente<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> "Il formalismo che caratterizza la disciplina normativa in esame non si limita ai vincoli attinenti al mezzo utilizzato per la manifestazione della volontà, ma ricomprende anche i vincoli attinenti al contenuto della dichiarazione negoziale. .... la Consob ... indica dettagliatamente il contenuto (informativo) del contratto con il cliente, non lasciando ampio spazio alla volontà delle parti. La Commissione, spingendosi più avanti del legislatore, condiziona la liceità dell'attività di investimento e, a parere di chi scrive, la validità del regolamento negoziale. La mancata osservazione delle disposizioni di cui all'art. 30 del regolamento Consob n. 11522/98 sembra, infatti, comportare la nullità del relativo contratto di investimento per contrarietà a norme imperative." (Così F. Sartori, op. cit.).

Il T.U.F. (D. Lgs n. 58/98), nell'enunciare i principi contrattuali, lascia alla normativa secondaria l'individuazione degli specifici contenuti contrattuali. L'art. 6 del T.U.F., nell'attribuire alla Consob il potere di emanare norme attinenti al comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori, espressamente richiama la finalità di "*assicurare che la gestione del risparmio in base individuale si svolga con modalità aderenti alle specifiche esigenze dei singoli investitori*". La Consob, nel Regolamento n. 11522/98 condiziona, soprattutto per le gestioni di portafoglio, assai ampiamente l'attività prestata dall'intermediario<sup>26</sup>: nel contratto, la mancata osservanza delle prescrizioni stabilite dagli art. 30, 37 e seguenti del Regolamento – per giudizio prevalente della dottrina<sup>27</sup> – ne comporta la nullità per contrarietà a norme imperative, indipendentemente da un'espressa previsione e non rilevando la natura secondaria della norma.

Prima della conclusione del contratto, all'investitore devono essere prospettate le tipologie di investimento e i livelli di rischio che le caratterizzano. Un documento sui rischi generali dell'investimento deve essere consegnato all'investitore e questi ne deve dare atto per iscritto. L'investitore deve rappresentare i tempi di impiego del capitale, gli obiettivi che intende perseguire, i rischi che può o vuole correre. Il promotore (o il gestore) deve raccogliere dette informazioni e deve prospettare e illustrare la linea di investimento che più si attaglia alle esigenze del cliente. Solo in questo momento matura il perfezionamento del contratto, ma vi è tutta un'attività preparatoria nella quale possono configurarsi responsabilità pre-contrattuali.

La disciplina del T.U.F. e del Regolamento Consob mira a tutelare il cliente, estendendo la responsabilizzazione del gestore alla fase formativa delle volontà espresse nel contratto stesso e perseguendo condizioni di informazione e trasparenza che possano consentire una corretta e consapevole aderenza delle scelte contrattuali alle esigenze dell'investitore.

---

<sup>26</sup> Il riferimento al mandato assume "*una portata, ed una funzione, meramente (ed eventualmente) integrativa, poiché la fattispecie è già sufficientemente tipizzata dal legislatore e certamente non è riconducibile, dunque, ad un mandato tout court.*" (così Cossu, *La gestione di portafogli di investimento*, Milano, 2002). L'osservazione non è di poco conto ove si consideri che, qualora si riconosca al contratto di gestione di portafoglio un'autonomia tipologica, le norme sul mandato sarebbero applicabili solo in via analogica; se, al contrario, si ritenesse che la gestione di portafoglio appartenga al tipo contrattuale del mandato, la normativa civilistica prevarrebbe rispetto alla disciplina di natura regolamentare. La minuziosa regolamentazione contenuta nell'art. 24 del T.U.F. induce a ritenere il contratto di gestione di portafoglio un contratto tipico.

<sup>27</sup> Cfr. Del Prato, *Autorità indipendenti, norme imperative e diritto dei contratti: spunti* (Riv. Dir. Priv., 2001). *Napoletano, Lo svolgimento dei servizi di investimento (Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria, 1999).*

Occorre per altro richiamare il diritto di recesso, disposto dal comma 6 dell'art. 30 del T.U.F., per i contratti conclusi fuori sede, da esercitarsi entro sette giorni dalla data di sottoscrizione. All'investitore è riconosciuto uno *jus poenitendi* limitatamente ai casi di collocamento di strumenti finanziari e di servizio di gestione di portafogli individuali. Questo rispecchia la menzionata attenzione prestata dal legislatore alla tutela del cliente.

Il Regolamento Consob n. 11522/98, nel richiamare all'art. 30 gli elementi essenziali del contratto relativo ai servizi di investimento, introduce all'art. 37, per lo specifico servizio di gestione di portafogli, ulteriori prescrizioni, *in primis* "le caratteristiche di gestione"<sup>28</sup>.

Il minor grado di discrezionalità di cui gode il gestore individuale, rispetto al gestore collettivo deriva dalle istruzioni vincolanti che l'investitore esprime già al momento iniziale del rapporto. La "linea di gestione" che viene caratterizzata nel contratto viene di fatto a costituire un quadro di riferimento che delimita i confini di discrezionalità del gestore<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> Regolamento Consob n. 11522/98, art. 37 (*Gestioni di portafogli. Contratti con gli investitori*):

1. In aggiunta a quanto stabilito dall'art. 30, il contratto con gli investitori deve:

a) indicare le caratteristiche della gestione;

b) individuare espressamente le operazioni che l'intermediario non può compiere senza la preventiva autorizzazione dell'investitore; ove non siano previste restrizioni indicare espressamente tale circostanza;

c) con riguardo agli strumenti finanziari derivati, indicare se detti strumenti possono essere utilizzati per finalità diverse da quella di copertura dei rischi connessi alle posizioni detenute in gestione;

d) indicare se l'intermediario è autorizzato a delegare a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando, nel caso in cui la delega non riguardi l'intero portafoglio, gli strumenti finanziari, i settori o i mercati di investimento con riferimento ai quali l'autorizzazione viene rilasciata e, in ogni caso, gli eventuali limiti e condizioni dell'autorizzazione;

e) specificare che l'investitore può recedere in qualsiasi momento dal contratto ovvero disporre, in tutto o in parte, il trasferimento o il ritiro dei propri valori, senza che a esso si addebitata alcuna penalità.

2. Il contratto con l'investitore deve altresì indicare se l'intermediario è autorizzato a fare uso, in relazione alle caratteristiche dalla gestione prescelta, della leva finanziaria e in che misura. In tale caso, il contratto deve indicare il limite massimo di perdita al raggiungimento delle quali l'intermediario è tenuto a riportare la leva finanziaria a un valore pari a uno, nonché l'avvertenza che l'uso di una misura della leva finanziaria superiore all'unità può provocare, in casi di risultati negativi della gestione, perdite anche eccedenti il patrimonio conferito in gestione e che, pertanto, l'investitore può trovarsi in una situazione di debito nei confronti dell'intermediario.

3. Dal momento del recesso, gli intermediari autorizzati non possono compiere atti di gestione sul patrimonio gestito salvo che detti atti si rendano necessari al fine di assicurare la conservazione del patrimonio stesso. Essi possono altresì eseguire le operazioni già disposte dall'investitore e non ancora eseguite salvo che le stesse non siano già state revocate."

<sup>29</sup> "Elemento caratteristico del contenuto del contratto di gestione, quale plasmato dalla disciplina secondaria, è rappresentato dall'obbligo di indicare le "caratteristiche" della gestione. L'espressione richiama, in generale, la tipologia della gestione prescelta: il cliente viene, così, chiamato a definire il

Il Regolamento Consob dà una precisa definizione delle caratteristiche di gestione. Dette caratteristiche di gestione (art. 38) vengono individuate in quattro distinti aspetti<sup>30</sup>: a) categorie di strumenti finanziari; b) tipologia delle operazioni; c) misura della leva finanziaria; d) benchmark, che vengono poi dettagliatamente descritti nei successivi articoli (39/42) del Regolamento.

L'indicazione delle categorie di strumenti finanziari nelle quali può essere investito il patrimonio gestito deve essere effettuata secondo i criteri fissati dall'art.39<sup>31</sup>. Detti criteri sono

---

“tipo” di gestione cui intende accedere ( ad esempio: gestione sui soli mercati domestici, ovvero sui mercati internazionali, gestione in titoli azionari, ovvero anche in strumenti di altro tipo, ecc.).” (F. Annunziata, La disciplina del mercato mobiliare, Ed. Giappichelli, 2003). Cfr. anche V. Santoro – Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari, RS 1994.

<sup>30</sup> Regolamento Consob n. 11522/98, art. 38 (*Caratteristiche della gestione*):

1. Per caratteristiche della gestione si intendono:

- a) Le categorie di strumenti finanziari nelle quali può essere investito il patrimonio gestito e gli eventuali limiti;
- b) La tipologia delle operazioni che l'intermediario può effettuare sui suddetti strumenti finanziari;
- c) La misura massima della leva finanziaria che l'intermediario può utilizzare;
- d) Il parametro oggettivo di riferimento al quale confrontare il rendimento della gestione.

<sup>31</sup> Regolamento Consob n. 11522/98, art. 39 (*Categorie di strumenti finanziari*):

1. Ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, formano categorie distinte di strumenti finanziari:

- a) titoli di debito;
- b) titoli rappresentativi del capitale di rischio, o comunque convertibili in capitale di rischio;
- c) quote o azioni di organismi di investimento collettivo;
- d) strumenti finanziari derivati;
- e) titoli di debito con una componente derivativa (c.d. titoli strutturati)

2. Nell'ambito delle suddette categorie, costituiscono parametri generali di differenziazione degli strumenti finanziari:

- a) la valuta di denominazione;
- b) la negoziazione in mercati regolamentati;
- c) le aree geografiche di riferimento;
- d) le categorie di emittenti (emittenti sovrani, Enti Sopranazionali, emittenti societari);
- e) i settori industriali.

3. Costituiscono parametri specifici di differenziazione degli strumenti finanziari:

a) con riferimento ai titoli di debito:

1. la durata media finanziaria ( duration);
2. il merito creditizio dell'emittente (rating) ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti;

b) con riferimento ai titoli rappresentativi del capitale di rischio: il grado di capitalizzazione dell'emittente;

c) con riferimento alle quote o azioni emesse da organismi di investimento collettivo:

1. la conformità degli organismi stessi alle disposizioni dettate dalla normativa comunitaria;
2. la volatilità;

articolati in modo tale da fornire al cliente informazioni il più possibile dettagliate in ordine ai diversi elementi che concorrono a formare il profilo di rischio-rendimento dell'investimento in strumenti finanziari. L'art. 39 infatti individua le categorie distinte di strumenti finanziari in funzione della divisa, dei mercati, degli strumenti finanziari, dell'emittente e, per i titoli di debito, della *duration* (durata finanziaria).

La formulazione dell'art. 39 del Regolamento Consob, a decorrere dall'1 luglio 2003, è stata ampliata, con Delibera n. 13710/02, aggiornandola con i nuovi strumenti finanziari introdotti sul mercato<sup>32</sup>. Ciò nel presupposto – commenta l'ABI (Serie Tecnica n. 35 del 3 giugno 2003) – che quanto più ampia è la discrezionalità di cui il gestore ha bisogno per svolgere la propria attività, tanto più egli deve essere in grado di specificare, a tutela della posizione dell'investitore, l'ampiezza di tale discrezionalità, anche in termini di profilo di rischio.

---

*d) con riferimento agli strumenti finanziari derivati non utilizzati per finalità di copertura e ai titoli strutturati: il risultato finanziario a scadenza (c.d. pay-off).*

(Articolo così sostituito, a decorrere dal 1° 7.2003, con delibera n. 13710 del 6.8.2002).

<sup>32</sup> Regolamento Consob n. 11522/98, art. 39 (in vigore sino all'1/7/03):

*Categorie di strumenti finanziari*

*1. Ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, formano categorie distinte di strumenti finanziari:*

*a) con riferimento alla divisa in cui sono espressi, quelli denominati in divise di Stati appartenenti all'Unione Europea, agli Stati Uniti d'America, al Giappone, agli altri Stati appartenenti all'OCSE, a tutti gli altri Stati;*

*b) con riferimento al mercato sui quali sono negoziati, quelli negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'Unione Europea, quelli negoziati in un mercato di uno Stato appartenente all'OCSE, quelli negoziati in un mercato di un altro Stato, quelli non negoziati in alcun mercato;*

*c) con riferimento agli strumenti finanziari emessi dagli organismi di investimento collettivo, quelli emessi da organismi di investimento collettivo assoggettati alle disposizioni delle direttive dell'Unione Europea, quelli emessi da organismi di investimento collettivo non assoggettati alle disposizioni delle direttive comunitarie ma aventi sede in Stati appartenenti all'OCSE, quelli emessi da organismi di investimento collettivo aventi sede in tutti gli altri Stati;*

*d) per i titoli di debito, con riferimento all'emittente, quelli emessi o garantiti da Stati appartenenti all'OCSE o emessi da enti internazionali di carattere pubblico, quelli emessi o garantiti da Stati non appartenenti all'OCSE, quelli emessi da altri emittenti. Nell'ambito di questi ultimi, i titoli devono essere distinti in base al rating ottenuto da agenzie di valutazione indipendenti;*

*e) per i titoli di debito, con riferimento alla durata finanziaria (duration), quelli con durata finanziaria non superiore all'anno, quelli con durata finanziaria superiore all'anno e non superiore a 36 mesi, quelli con durata finanziaria superiore a 36 mesi.*

Come si riscontra, sia nella precedente versione che in quella aggiornata, vengono individuati parametri generali e parametri specifici di differenziazione, tutti aspetti che devono essere compiutamente indicati nel contratto di gestione sottoscritto dal cliente<sup>33</sup>.

Più complessa risulta l'individuazione del profilo di rischio di un portafoglio e la sua coerenza con le esigenze espresse dall'investitore. La moderna teoria economica impiega a tal fine modelli, elaborati da Markowitz e Sharpe, che consentono di gestire il *trade-off* rischio/rendimento e di realizzare portafogli efficienti, che perseguono – fissato un predeterminato rischio – il massimo rendimento conseguibile sul mercato. Impieghi di portafoglio ad elevato rischio conseguono, nel medio-lungo termine, un rendimento medio atteso più elevato, ma la variabilità dei risultati, in periodi più brevi, risulta marcatamente più elevata. Un investitore che desidera un reddito elevato dovrà necessariamente assumere rischi più elevati di conseguire, nel breve-medio termine, anche perdite significative. L'aspettativa di reddito che desidera conseguire l'investitore è data dalla differenza fra il capitale iniziale e quello che si vuole conseguire alla fine dell'orizzonte temporale di impiego, la propensione al rischio è data dal grado di sicurezza con il quale l'investitore vuole conseguire l'obiettivo. Obiettivi di reddito moderato possono essere conseguiti probabilisticamente in sicurezza, obiettivi di reddito elevato possono essere perseguiti solo assumendo il rischio di non raggiungere l'obiettivo e di conseguire invece un obiettivo minore o una perdita. Sta alla diligenza professionale dell'intermediario di ponderare opportunamente la composizione del portafoglio gestito al fine di meglio perseguire le esigenze espresse dall'investitore (Tribunale di Palermo, Sez. III civ., 17 gennaio 2005, Rel. Dr. Giulia Malsano, Rif.:42).

Se il rischio sistematico di un investitore, che risulta dal *trade-off* tra rischio e rendimento, è sintomatico di una *policy* conservativa, la composizione più appropriata presenterà, ad esempio, in parte preponderante obbligazioni ed in parte minoritaria azionario. Al contrario, se l'investitore ha adottato una politica di investimento aggressiva sembra ragionevole una composizione sospinta prevalentemente su azioni e solo minoritariamente su obbligazioni.

L'art. 24 del T.U.F. e l'art. 30 del Regolamento Consob prevedono inoltre che “*il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere*”. E' questa

---

<sup>33</sup> “Le regole comportamentali si devono, quindi, tradurre in obbligazioni puntuali e più stringenti rispetto a quelle gravanti, di regola, sulle parti di una relazione contrattuale non fondata sulla fiducia. In altri termini, la fiducia che l'investitore (contraente debole) ripone nell'intermediario (contraente forte) giustifica una serie di « regole di azione » paternalistiche, finalizzate a tutelare (la fiducia del) il contraente debole contro eventuali azioni opportunistiche poste in essere dal contraente forte.” (F. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, 2004).

una peculiarità della gestione individuale, che non si ritrova nella gestione collettiva. Il cliente può impartire istruzioni particolari, riferentesi sia a singole operazioni di acquisto o vendita, sia a modifiche attinenti le caratteristiche di gestione<sup>34</sup>.

Occorre infine richiamare la pratica generalizzata dei contratti prestampati; i contratti risultano sostanzialmente predisposti dall'intermediario: non si realizza l'incontro di due volontà al termine di un processo di trattativa, bensì il cliente si limita ad indicare i parametri e le caratteristiche di gestione ma subisce "l'architettura" del rapporto di gestione. In tali circostanze, il meccanismo previsto dagli art. 1341 e 1342 c.c. non appare adeguato a tutelare compiutamente il contraente debole che non ha partecipato alla predisposizione del contratto. Gli oneri di informazione e trasparenza, nonché la previsione dei contenuti minimi del contratto, previsti dal legislatore, vengono pertanto ad assumere una specifica rilevanza per un più efficace presidio di tutela del contraente debole<sup>35</sup>.

L'art. 62, comma 2 del Regolamento prevede infine che, nella prestazione dei servizi di gestione su base individuale di portafogli di investimento, gli intermediari autorizzati inviano al domicilio dell'investitore almeno con cadenza trimestrale il rendiconto relativo al periodo di riferimento, redatto secondo lo schema indicato dalla Consob nell'Allegato 5 del Regolamento stesso.

L'art. 62 non dispone nulla in ordine alle modalità di inoltro della suddetta documentazione, con la conseguenza che detto invio può avvenire a mezzo lettera ordinaria, essendo nella piena disponibilità e responsabilità dell'intermediario la scelta della modalità di invio ritenuta più idonea ad assicurare che, fermo restando il rispetto del termine per l'invio, il

---

<sup>34</sup> "La norma ribadisce ciò che, notoriamente, rappresenta uno degli stessi tratti distintivi del servizio di gestione individuale rappresentato dalla possibilità per il cliente di intervenire direttamente – mediante la formulazione di istruzioni vincolanti – nell'attività gestoria; possibilità che invece è da escludere nella gestione collettiva del risparmio. L'ampia formulazione dell'art. 24 è idonea a ricomprendere non soltanto gli ordini specifici che il cliente intenda di dover di volta in volta impartire (ad esempio: acquistare o vendere un determinato strumento finanziario), ma più in generale ogni altro aspetto attinente all'attività gestoria: dalle strategie generali di investimento al profilo di rischio della gestione, ecc." (F. Annunziata, op. cit. Ed. Giappichelli, 2003).

<sup>35</sup> L'ingresso del concetto di "trasparenza" si è reso necessario con il diffondersi dei contratti di massa. "Mentre prima le parti raggiungevano il punto di equilibrio dato dal consenso, spesso attraverso trattative lunghe e faticose, in cui le posizioni si decantavano mediante il dialogo chiarificatore, idoneo a condurre ad un'esatta conoscenza della questione e quindi ad operare scelte meditate e convinte, oggi i rapporti di massa hanno fatto emergere "scambi senza accordo", privi di trattative o meglio svuotati della libertà di trattativa, in quanto gli scambi di massa avvengono senza accordi." (V. Carbone, La responsabilità degli intermediari, in Dreop. 2002).

cliente riceva effettivamente il rendiconto in un ragionevole lasso di tempo. Rientra nella disponibilità e responsabilità dell'intermediario la scelta delle modalità con le quali dimostrare di avere adempiuto agli obblighi previsti dall'art. 62 del Regolamento. (Cfr. Consob.risp. ques. n. 1005620/2001).

## 7. Il benchmark

L'art. 42 del Regolamento Consob prevede che nel servizio di gestione di portafoglio, ai fini della definizione delle caratteristiche di gestione, l'intermediario indichi anche un *benchmark* di riferimento coerente con i rischi ad esso connessi<sup>36</sup>.

Il *benchmark* quindi – in uno con le caratteristiche di gestione previste dall'art.38 – esprime, non solo quantitativamente ma anche qualitativamente, il profilo di rischio della gestione e consente all'investitore di avere in sede di rendicontazione trimestrale, la percezione precisa dell'andamento della gestione ai fini della valutazione dell'operato del gestore.

Il parametro non impegna il gestore al raggiungimento di un rendimento non inferiore al Benchmark, non essendovi in genere obbligo di risultato: vi è bensì un obbligo di mezzi, di professionalità, di aderenza ai criteri e margini di rischio prestabiliti.

Solo in particolari gestioni, accompagnate da un'esplicita garanzia, il gestore assume un'obbligazione di risultato, che si realizza attraverso un apposito contratto accessorio - che non deve influenzare le scelte di investimento e lo stile gestionale - nel relativo contratto di gestione. In questi termini si è espressa la Consob in una recente precisazione (Comunicazione n. DIN/5051791 del 22 luglio 2005), per esprimere l'esaustiva unitarietà del contratto di gestione. In tale precisazione la Consob ha, tra l'altro, ribadito, tra i criteri-guida di carattere generale, che: *“le caratteristiche della gestione devono essere chiaramente illustrate nel relativo documento contrattuale (art. 24, comma 1, lett. a), del d.lgs. n. 58/98: art. 37 del regolamento Consob n. 11522/98”* aggiungendo, nella stessa comunicazione: *“Il principio di trasparenza e correttezza nei confronti degli investitori rende incompatibile con il quadro vigente uno schema in cui le caratteristiche del servizio di gestione, pur formalmente (ma parzialmente) individuate nel relativo documento contrattuale, fossero sostanzialmente integrate o modificate sulla base del separato accordo di garanzia.”*

La normativa Consob persegue l'obiettivo di ricomprendere ed esplicitare compiutamente nei contratti gli aspetti che caratterizzano la gestione onde consentire al cliente di comprendere, al momento della sottoscrizione del mandato, la misura e la natura del rischio a

---

<sup>36</sup> Regolamento Consob n. 11522/98, art. 42 (Parametri oggettivi di riferimento):

1. Ai fini della definizione delle caratteristiche della gestione, l'intermediario deve indicare all'investitore un parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi a essa connessi al quale commisurare i risultati della gestione.
2. Tale parametro deve essere costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo.

cui va incontro. L'ampio margine fiduciario rimesso all'intermediario, reso necessario per un'efficiente gestione del patrimonio dell'investitore, impone all'intermediario stesso un'esatta individuazione dei margini discrezionali rimessi, soprattutto sotto il profilo del rischio, inteso come esposizione alle perdite. Questo viene perseguito con la definizione preventiva dei criteri e caratteristiche di gestione integrati dall'indicazione del Benchmark.

Il Benchmark viene a costituire un indicatore tecnico che esprime sinteticamente in un valore numerico le caratteristiche di gestione: in questo senso fissate queste ultime, l'individuazione del Benchmark è consequenziale.

La Consob ha più volte chiarito (cfr. da ultimo la Comunicazione n. DIN/5076376 del 17 novembre 2005): *".....occorre preliminarmente richiamare che la correttezza e trasparenza comportamentale richiesta agli intermediari nella prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento si sostanzia, tra l'altro, nel fornire agli investitori informazioni sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni del servizio reso, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento (art. 21, comma 1, lett. a) e lett. b) del d.lgs. n. 58/1998; art. 28, comma 2, del regolamento CONSOB n. 11522/1998).*

*A tal fine, il contratto inerente al servizio di gestione individuale deve indicare, tra gli elementi essenziali, le caratteristiche della gestione (art. 24, comma 1, lett. a), del d.lgs. n. 58/1998; art. 37 del regolamento CONSOB n. 11522/1998), tra cui figura "il parametro oggettivo di riferimento al quale confrontare il rendimento della gestione" (art. 38, lett. d), del regolamento CONSOB n. 11522/1998). Tale parametro deve essere "coerente con i rischi a essa connessi" (art. 42, comma 1, del regolamento CONSOB n. 11522/1998) agevolando, per tal via, ex ante, la scelta di investimento e, ex post, la valutazione dei risultati prodotti dall'attività gestoria.*

*Il benchmark è costituito da un predefinito portafoglio di attività finanziarie, "costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo" (art. 42, comma 2, del regolamento CONSOB n. 11522/1998), rappresentativo dei rischi di mercato cui tipicamente è esposto il patrimonio gestito; esso deve, pertanto, essere coerente con la politica e gli obiettivi della gestione di portafoglio, nonché accettato dal gestore come strategia neutrale di investimento.*

*Il benchmark contribuisce anche a determinare il c.d. stile gestionale: nel caso di stile "passivo" ci si limiterà a replicare la composizione del parametro prescelto, mentre nel caso di stile "attivo" la composizione del portafoglio differirà, in modo più o meno marcato, da quella del parametro in relazione ai criteri di selezione degli strumenti finanziari adottati.*

*Deve, tuttavia, rilevarsi che il benchmark è specificamente indicativo del rischio-rendimento atteso del portafoglio gestito ove la composizione patrimoniale dello stesso consegue da strategie di investimento basate su una predefinita politica di asset allocation (investimento in determinate classi di strumenti finanziari, mercati e/o settori industriali). Il rischio cui è esposta la gestione sarà, infatti, primariamente valutato in relazione al benchmark stesso”.*

Naturalmente vi deve essere congruenza fra i criteri e le caratteristiche di gestione definite a norma degli art. 38 e 39 e il Benchmark di riferimento disposto dall’art. 42 del Regolamento Consob<sup>37</sup>: un tasso di breve periodo sarà coerente con una gestione di liquidità, un indice obbligazionario (Rendistato, Rendiob, CityGroup Government Bond Index) sarà coerente con una gestione rivolta ai titoli obbligazionari, un indice azionario (Comit, Morgan Stanley Capital Index) sarà coerente con caratteristiche di gestione incentrate sui mercati azionari. Per le gestioni miste, le cui caratteristiche prevedono la contemporanea presenza di titoli di liquidità, titoli obbligazionari e titoli azionari, spesso il Benchmark di riferimento viene espresso come media ponderata dei relativi indici di comparto (ad esempio: 30% Rendiob, 40% Rendistato, 30% Comit).

Ad ogni Benchmark è associato un rischio, misurato statisticamente dalla volatilità che caratterizza il parametro assunto a riferimento. E’ evidente, ad esempio, che un impiego di liquidità (a breve) o un impiego su titoli governativi a breve-medio termine presentano, nel corso del tempo, un rendimento alquanto stabile e quindi margini di rischio minimi, mentre un impiego in obbligazioni societarie (si veda il caso di Parmalat e Cirio) e, ancor più, in azioni presentano livelli di rischio che possono assumere livelli altissimi: la variabilità dei prezzi di mercato per questi ultimi titoli è notevolmente maggiore di quella storicamente osservata in titoli governativi (di primari paesi) e di breve termine. Il rischio associato ad un portafoglio viene tecnicamente misurato proprio in base alle variazioni osservate statisticamente sul mercato nei prezzi dei titoli che compongono il portafoglio stesso (*standard deviation*). Un portafoglio risulta efficiente (correttamente gestito) se, posto un limite di rischio (variabilità), consegue il massimo rendimento nel rispetto di tale vincolo. Evidentemente un impiego azionario, ad esempio, fornirà un rendimento apprezzabilmente più alto di un impiego

---

<sup>37</sup> “La formalizzazione dei rapporti tra intermediario e cliente, pur avendo il benefico effetto di agevolare la prova della diligenza-professionalità e della buona fede, minimizzando i rischi di controversie e riducendo l’asimmetria informativa in corte, non deve indurre l’interprete, e soprattutto l’autorità giudiziaria, a credere che, nell’ambito dell’atto”, non vi sia spazio per un comportamento negligente e soprattutto doloso. Le soluzioni “formaliste” devono limitarsi a ridurre lo spazio di intervento ex post del giudice, non, per contro, neutralizzarlo.” (Così F. Sartori, Le regole di condotta degli intermediari finanziari, Giuffrè, 2004).

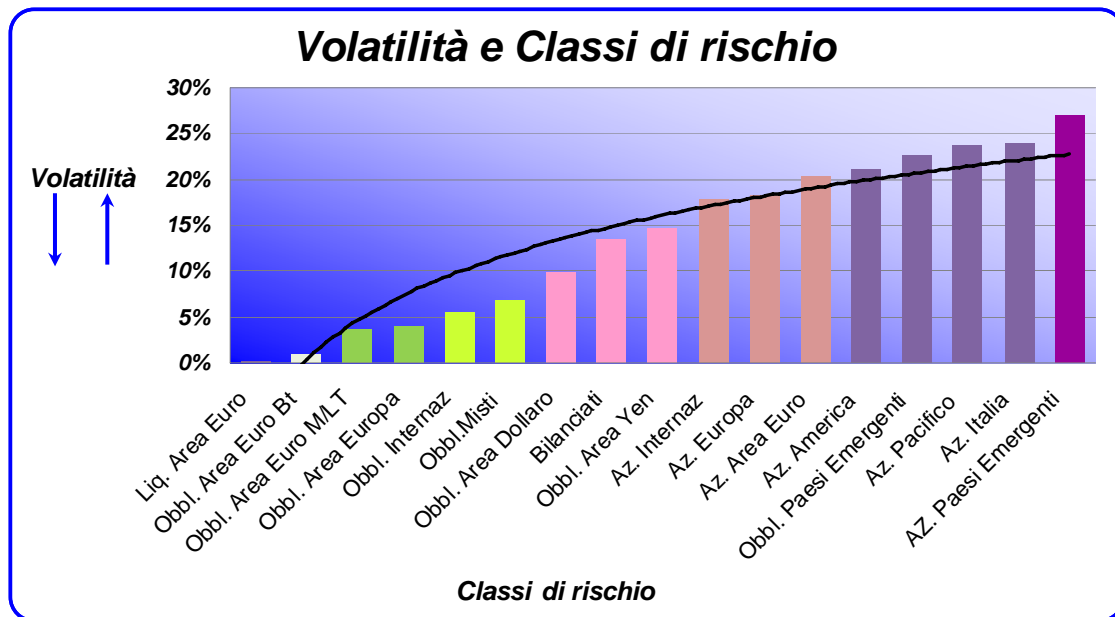
obbligazionario (6 – 8 punti percentuali nelle serie storiche di lungo periodo), ma tale rendimento potrà essere probabilisticamente conseguito solo nella media di una serie molto lunga di anni, in ciascuno dei quali la performance potrà subire una significativa variabilità, potendo oscillare da -20/30% a +20/30%: gli indici di borsa di questi ultimi anni ne forniscono un'ampia evidenza.

Pertanto, soprattutto per portafogli caratterizzati da un limitato orizzonte temporale (3/5 anni), a meno di un'elevata propensione al rischio, si preferisce concentrare la parte prevalente degli impieghi nel breve termine e nel comparto di primari titoli governativi obbligazionari, limitando, al più, a qualche punto percentuale la componente azionaria. Si osservi che la variabilità dei titoli azionari può risultare sino a 30/40 volte più alta dei titoli monetari: pertanto anche una quota alquanto limitata di impieghi azionari può indurre significative variazioni del rendimento complessivo del portafoglio.

Non essendo stata definita la classificazione di rischio, che la legge di tutela del risparmio aveva demandato ad uno specifico Regolamento Consob, per meglio comprendere l'entità di rischio associata a ciascun strumento finanziario, può essere utile riferirsi ad un'analisi condotta da Assogestioni (Associazioni delle SGR, SIM e SICAV), che ha ricostruito 7 classi di rischio nelle quali possono essere ricompresi gli strumenti finanziari (esclusi *warrant* e derivati)<sup>38</sup>.

Classe di rischio	Range	Categoria Assogestioni	Rischio (Volatilità)
1	0-2,5	Liq. Area Euro	0,1%
		Obbl. Area Euro BT	1,0%
2	2,5-5	Obbl. Area M/LT	3,7%
		Obbl. Area Europa	3,9%
3	5-10	Obbl. Internaz	5,5%
		Obbl. Misti	6,9%
4	10-15	Obbl. Area Dollaro	9,8%
		Bilanciati	13,4%
		Obbl. Area Yen	14,7%
5	15-20	Az. Internaz	17,8%
		Az. Europa	18,2%
		Az. Area Euro	20,3%
6	20-25	Az. America	21,0%
		Obbl. Paesi Emergenti	22,6%
		Az. Pacifico	23,8%
		Az. Italia	23,9%
7	>25	Az. Paesi Emergenti	26,9%

<sup>38</sup> Il documento completo è reperibile al sito: <http://www.assogestioni.it/>.



Come si rileva, il grado di rischio sale rapidamente dallo 0,1% dei BOT all'1% per titoli obbligazionari con durata sino a 2,5 anni, per passare a valori via via più alti sino al 20% dei titoli azionari e al 26% per gli azionari dei Paesi emergenti. Tali valori fanno meglio comprendere come, anche una quota limitata di portafoglio impiegata in questi ultimi comparti, possa amplificare apprezzabilmente il rischio complessivo di portafoglio stesso.

## 8. La nozione di “operatore qualificato” e le operazioni di swap.

La disciplina finanziaria ha tenuto conto dell’asimmetria informativa che può sussistere nel rapporto fra intermediario ed investitore prevedendo un flusso informativo più intenso e continuo nel caso di un operatore non professionale, sollevando invece gli intermediari da oneri che possono indurre costi ed impedimenti ad una fluida e tempestiva operatività nel caso di operatori che per natura ed esperienza sono in grado, in via autonoma, di colmare ogni carenza informativa.

Il T.U.F. all’art. 6, 2° comma, ha quindi graduato la disciplina consentendo l’esclusione degli “operatori qualificati” da norme di protezione più pervasive. La definizione di “operatore qualificato” è stata rimessa alla Consob che all’art. 31 stabilisce:

*“Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d’origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso di requisiti di professionalità stabiliti dal testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società e persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.”*

Come si osserva gli “operatori qualificati”, da un lato vengono oggettivamente individuati in particolari soggetti (SGR, SICAV, Fondi pensione, società di assicurazione, SIM, Fondazioni bancarie, promotori finanziari<sup>39</sup>, ecc...), dall’altro vengono individuati attraverso una documentazione e/o dichiarazione attestante la specifica competenza ed esperienza in materia finanziaria.

L’art. 31 del Regolamento Consob individua le disposizioni che non si applicano nei rapporti con Operatori qualificati:

- art. 27. Conflitto di interesse;
- art. 28. Informazioni fra gli intermediari e gli investitori;
- art. 29. Operazioni non adeguate;
- art. 30, comma 1, 2 e 3. Contratti con gli investitori, fatta eccezione per il servizio di gestione;
- art. 32, commi 3,4 e 5. Negoziazione: *best execution*;

---

<sup>39</sup> Inseriti dal 6/8/02 con Delibera Consob n. 13710.

art. 37. Contratto di gestione individuale, fatta eccezione per gli aspetti di cui al comma 1, lettera d); ▪ art. 38. Caratteristiche della gestione; ▪ art. 39. Gestione: categorie di strumenti finanziari; ▪ art. 40. Gestione: tipologia delle operazioni; ▪ art. 41. Gestione: leva finanziaria; ▪ art. 42. Gestione: parametri oggettivi di riferimento; ▪ art. 43. Gestione: mercato di riferimento dei premi e delle operazioni di riporto e prestito di titoli, nonché titoli e prezzi di riferimento delle operazioni di pronti contro termine; ▪ art. 44. Gestione: strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati; ▪ art. 45. Gestione: conflitti di interesse; ▪ art. 47. Gestione: indicazioni in materia di concessione di finanziamenti; ▪ art. 60. Attestazione degli ordini; ▪ art. 61. Informazioni sulle operazioni eseguite; ▪ art. 62. Rendicontazioni periodiche.

Come si osserva, risulta assai ampio l'insieme delle norme di tutela che vengono meno in presenza di un "operatore qualificato": in considerazione dei minori oneri che accompagnano la prestazione del servizio, di norma gli intermediari prevedono per gli "operatori qualificati", un diverso contratto, una più alta soglia patrimoniale di ingresso, un distinto servizio finanziario e un diverso livello commissionale. Rimane tuttavia impregiudicata la possibilità, per gli operatori qualificati, di convenire con l'intermediario un diverso accordo che ricomprenda, in tutto o in parte, l'applicazione degli articoli sopra riportati<sup>40</sup>.

In tema di negoziazione di derivati la normativa di riferimento varia apprezzabilmente se l'operazione è posta in essere da un operatore non qualificato. In tal caso infatti, fatte salve le operazioni di copertura, si configura spesso un'inadeguatezza per tipologia che impone all'intermediario il rispetto dei vincoli disposti dall'art. 28 e 29 del Regolamento Consob e, nel

---

<sup>40</sup> La Direttiva 2004/39/CE, approvata nell'aprile del '04, in via di recepimento, con riguardo all'"operatore qualificato", fa riferimento a criteri di maggiore oggettività. Accanto ai soggetti che per la loro attività e per le loro caratteristiche imprenditoriali vengono considerati "operatori qualificati" ("clienti professionali" nella Direttiva), ivi comprese le grandi imprese, viene evidenziata una categoria di clienti che su richiesta possono essere trattati come "operatori qualificati". Per questa seconda categoria di clienti è richiesta tuttavia all'intermediario una valutazione della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente che deve, per altro, soddisfare almeno due dei seguenti criteri:

- aver effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- avere un portafoglio di strumenti finanziari superiore a €. 500.000;
- aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

E' inoltre prevista una particolare procedura che prevede: i) la richiesta del cliente di essere trattato come cliente professionale; ii) la comunicazione dell'intermediario nella quale sono precisati le protezioni e i diritti di indennizzo che il cliente potrebbe perdere; iii) l'ulteriore dichiarazione del cliente, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita delle protezioni.

caso di negoziazione diretta, gli obblighi di segnalazione preventiva e il rispetto della *best execution*.

La dichiarazione di “operatore qualificato” è stata di recente frequentemente impiegata nei contratti sottostanti operazioni di *swap* di tassi e di valute che hanno interessato numerose imprese di varia dimensione e tipo di attività. Una parte della giurisprudenza (Tribunale di Novara 18 gennaio 2007, Pres. Di Oreste, Relatore Bruno Conca, Rif.:43, Tribunale di Torino n. 5930 del 18 settembre 2007, Pres. G. Oberto, Rel. Simonetta Rossi Rif.:44) ritiene che una dichiarazione di “operatore qualificato”, rilasciata su moduli predisposti dall’intermediario, costituisca una mera clausola di stile e non esima l’intermediario stesso dal verificare – a norma della diligenza professionale richiesta dall’art. 21 del T.U.F. – la rispondenza della dichiarazione rilasciata dal legale rappresentante<sup>41</sup>: il concetto di professionalità connesso presuppone, per una società, risorse umane ed organizzative a ciò preposte, oltre ad una esperienza e competenza maturate nel tempo. Secondo altri giudici la dichiarazione resa dal legale rappresentante della società esenta l’intermediario dall’onere di verificare l’effettivo possesso delle competenze, per così dire autocertificate dal cliente (Tribunale di Milano, sez. VI, n. 4882 del 26 aprile 2006 - Pres. A. Bernardini, Rel. S. Puliga, Rif.:45). Tali giudici hanno ritenuto che l’accertamento in concreto del requisito di professionalità non debba essere rimesso alla valutazione della banca, bensì al prudente apprezzamento del legale rappresentante della società, soggetto che, in quanto investito del potere di rappresentanza della persona giuridica è, per legge, idoneo ad impegnarne la volontà.

Mentre in presenza di un “operatore qualificato” viene meno per l’intermediario l’obbligo informativo previsto dall’art. 28 del Regolamento Consob n. 11522/98 e, di riflesso, le prescrizioni previste dall’art. 29 per le operazioni non adeguate, quando tale qualifica non sussiste, per le operazioni di *swap* – e, più in generale, dei derivati, nella variegata casistica esistente sul mercato – l’adeguatezza che l’intermediario deve verificare è strettamente connessa alla presenza o meno di una funzione di copertura dei rischi. La Consob, nella Comunicazione n. DI/99013791, individua tale funzione, nell’ambito dei servizi di negoziazione e raccolta ordini, nelle operazioni che: i) siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente; ii) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d’interesse, tipologia, etc.) dell’oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine; iii) siano adottate procedure e misure di controllo

---

<sup>41</sup> Cfr. R. Lener, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996. - F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2001.

interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente. (Tribunale di Novara 18 gennaio 2007, Pres. Di Oreste, Relatore Bruno Conca, Rif.:46).

Le operazioni di swap, effettuate dagli intermediari finanziari con gli operatori economici, risultano frequentemente effettuate sulla base di un generale accordo scritto regolante i rapporti, limitatamente a tale ambito di operatività, accompagnato da una richiesta operativa di swap, predisposta su moduli Banca, sottoscritta dall'operatore e controfirmata dalla Banca stessa; in tali circostanze l'”accordo” supplisce al contratto-quadro previsto dall'art. 23 del T.U.F. (Tribunale di Novara 18 gennaio 2007, Pres. Di Oreste, Relatore Bruno Conca, Rif.:47).

## 9. Regole specifiche ai singoli servizi finanziari.

Accanto ai principi e norme generali di comportamento, ulteriori regole sono disposte dal T.U.F. per i singoli servizi finanziari.

Con riferimento al servizio di negoziazione, gli intermediari autorizzati devono eseguire gli ordini rispettando la priorità di tempo, di ricezione dell'ordine e eseguendo le negoziazioni alle migliori condizioni possibili: tale ultima condizione si considera soddisfatta se l'operazione è stata eseguita in un mercato regolamentato. Se gli intermediari autorizzati effettuano operazioni in contropartita diretta con l'investitore, al prezzo comunicato non possono essere aggiunte commissioni.

Per il servizio di negoziazione, come per gli altri servizi finanziari offerti dagli intermediari, il Regolamento Consob n. 11522/98 prevede, oltre all'attestazione scritta dell'ordine menzionata in precedenza (art.60), anche la contabile relativa all'operazione eseguita.

Infatti l'art. 61 del menzionato Regolamento stabilisce che: *“Nella prestazione dei servizi di negoziazione, gli intermediari autorizzati inviano al domicilio dell'investitore per ogni operazione eseguita, entro il settimo giorno lavorativo successivo a quello di esecuzione, una nota relativa all'operazione stessa in cui sono distintamente riportate le seguenti informazioni: a) l'orario, qualora rilevante con riferimento alle modalità di esecuzione, e la data di esecuzione dell'operazione; b) il tipo di operazione; c) il mercato regolamentato in cui l'operazione è stata eseguita ovvero se la stessa è stata eseguita fuori mercato; d) lo strumento finanziario e le quantità oggetto dell'operazione; e) il prezzo praticato, unitario e totale; f) se la controparte dell'investitore è costituita dall'intermediario; g) le commissioni e le spese addebitate; h) gli eventuali effetti fiscali; i) il termine e le modalità di liquidazione dell'operazione.”*

In alternativa a tale obbligo, il contratto relativo alla prestazione dei servizi di negoziazione e ricezione ordini può prevedere, ai sensi dell'art. 62, comma 1, l'invio agli investitori *“di un rendiconto mensile redatto secondo lo schema di cui all'Allegato n. 4”* del Regolamento.

Nella prestazione del servizio di negoziazione, l'intermediario finanziario può assumere la funzione di *dealer*, ponendosi come contropartita del cliente, acquisendo o cedendo i titoli dal proprio portafoglio, oppure, alternativamente, può assumere la funzione di *broker*, limitandosi semplicemente ad acquistare o vendere i titoli sul mercato per conto del cliente.

Nel primo caso l'intermediario lucra lo *spread* fra prezzo di vendita e prezzo di acquisto, che remunera, oltre ai costi di transazione, il rischio di mercato insito nelle posizioni di portafoglio; nel secondo caso, invece, la remunerazione del servizio è data dalla commissione applicata sul prezzo praticato dal mercato.

La Consob, nel Regolamento 11522/98, nel prevedere, per entrambe le tipologie, il rispetto della *best execution* (esecuzione delle operazioni alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse) all'art. 32, comma 5, dispone che: *“Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio gli intermediari autorizzati comunicano all'investitore, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale sono disposti a comprare o vendere gli strumenti finanziari ed eseguono la negoziazione contestualmente all'assenso dell'investitore; sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione.”*, mentre nel successivo comma 6 dispone che *“Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi, ferma restando l'applicazione delle commissioni e delle spese, il prezzo praticato all'investitore è esclusivamente quello ricevuto o pagato dall'intermediario.”*

Viene pertanto perseguita con differenti modalità la trasparenza delle operazioni, coerentemente con la diversa natura economica del servizio di negoziazione per conto proprio rispetto alla negoziazione per conto di terzi.

Con riferimento al servizio di collocamento, l'attività è espressamente richiamata nell'art. 30 del T.U.F. e negli artt. 30 e 36 del Regolamento Consob n.11522/98.

Mentre l'art. 30 del T.U.F. regola, al 6 comma, l'efficacia del contratto di collocamento fra emittente e risparmiatore, l'art. 30 del Regolamento Consob - nel prescrivere un apposito contratto scritto, fra intermediario e risparmiatore, come documento preliminare ad ogni forma di servizio finanziario - introduce esplicitamente una deroga per i servizi di collocamento. Ne consegue che il rapporto del servizio di investimento prestato dall'intermediario collocatore può non assumere un'evidenza formale, assumendo invece rilevanza il contratto diretto fra il soggetto emittente e risparmiatore.

Tuttavia nell'attività di collocamento mediante offerta fuori sede viene sovente a determinarsi, attraverso il promotore finanziario, una serie di pregnanti rapporti fra intermediario ed investitore. Secondo alcuni, qualora l'intermediario svolga, successivamente al collocamento, un'attività continuativa di assistenza al cliente, quale si configura nel caso di offerta fuori sede e a distanza, attività caratterizzata spesso dal fatto che l'intermediario riceve, attraverso i promotori finanziari, le disposizioni successive del cliente relative ai servizi finanziari, si può ritenere travalicato il servizio di collocamento. In tali circostanze il contratto –

tra intermediario e risparmiatore - assume le caratteristiche di un accordo-quadro contenente le obbligazioni gravanti sull'intermediario nell'esercizio del servizio che si può qualificare promozionale e assistenziale<sup>42</sup>. Per tale accordo-quadro la Consob ha previsto la forma scritta. Mentre nelle OPA e nelle OPV il contratto si risolve in un unico atto, nel collocamento di Fondi – ad esempio - si configura più spesso un rapporto di durata con il risparmiatore che, se svolto nei termini sopra menzionati, richiederebbe la forma scritta di un accordo-quadro fra intermediario e cliente, alla stregua degli altri servizi finanziari realizzati fuori sede per il tramite del promotore finanziario.

Occorre poi rilevare che, a norma dell'art. 31 del T.U.F. (D. Lgs. 58/98) *“il soggetto abilitato che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal promotore finanziario, anche se tali danni siano conseguiti a responsabilità penale”*.

L'attività del promotore finanziario, assunta esclusivamente da persone fisiche, in qualità di dipendenti o agenti, è espressamente prevista per l'offerta fuori sede. Data la rilevante posizione che viene ad assumere il promotore finanziario, la normativa è tesa a realizzare una completa tutela del risparmiatore: è previsto il vincolo di monomandato e il rischio dell'illecito operato del promotore non può essere ricondotto al risparmiatore, ma ricade sull'intermediario che sceglie il collaboratore, se ne avvale, lo organizza e lo controlla. E' sufficiente che il risparmiatore provi la qualità di promotore e l'illecito stesso.

La responsabilità solidale dell'intermediario non è esclusa anche quando sia stata operata dal risparmiatore un'irregolare forma di pagamento, in difformità dalle indicazioni ricevute e dalla normativa Consob, se non nel caso in cui si evidenzi una colpa esclusiva del risparmiatore; per imprudenza non scusabile, tale da rivestire un'incidenza causale determinante ed unica nella creazione del danno (Tribunale di Brescia, 23 dicembre 2002). Anche la Suprema Corte è intervenuta recentemente precisando che le norme riguardanti le modalità di pagamento pongono un obbligo di comportamento esclusivamente in capo al promotore e non possono tradursi in un onere di diligenza a carico del risparmiatore che si vuole tutelare. (Corte di Cassazione n. 8229 del 7 aprile 2006, Rif.:48). Più recentemente la giurisprudenza, di fronte a diffusi fenomeni di ammissione dei fatti e confessione da parte del promotore, ha temperato la

---

<sup>42</sup> La Consob, recependo le indicazioni del CESR (Committee of European Securities Regulators), nella revisione (in corso) del Regolamento, ha esplicitato l'esenzione dalla forma scritta per i soli servizi di collocamento che non comportino un rapporto di durata con l'investitore. Anche là dove il collocamento è accompagnato da un servizio di consulenza si impone la preventiva sottoscrizione di un contratto scritto (cfr. Comunicazione Consob n. DIN/1083623 del 23 novembre 2001).

responsabilità dell'intermediario, rimettendo tali forme di prove al libero apprezzamento del giudice. (Tribunale di Milano n. 4547 del 17 aprile 2007, Pres. A.M. Vanoni, rel. A. Simonetti Rif.:49 ).

## 10. Gestione surrettizia.

La gestione individuale si distingue da quella collettiva o “in monte” essendo svolta nell’interesse del singolo cliente che ha conferito l’incarico, sia pure con la standardizzazione derivante dal ricorso a linee di gestione predeterminate. L’investitore affida all’intermediario denaro e/o valori confidando nella gestione professionale e ampiamente discrezionale dello stesso.

La gestione individuale costituisce un servizio finanziario previsto dall’art. 1 del T.U.F., demandato ad intermediari finanziari autorizzati e svolto secondo atti formali e canoni di comportamento dettagliatamente individuati nello stesso T.U.F. e nel Regolamento Consob 11522/98.

Si ha una gestione surrettizia quando, nell’ambito di un servizio di collocamento, ricezione e trasmissione di ordini, si svolge una vera e propria attività gestionale: l’intermediario, o il promotore finanziario, compie le scelte di impiego, *switch* e realizzo in luogo del risparmiatore, premunendosi talvolta con ordini prefirmati. In luogo di un normale servizio di collocamento, ricezione e trasmissione di ordine viene così posto in essere un servizio di gestione senza l’autorizzazione, la competenza e l’organizzazione prescritta dalle disposizioni.

La Consob ha avuto modo di precisare le circostanze che possono prefigurare una gestione surrettizia in una comunicazione del 4/3/02 (n. DIN/2014610). Nella Comunicazione si rappresenta che il costante orientamento della Commissione individua l’ipotesi di attività di gestione c.d. surrettizia (o impropria o abusiva) nel caso in cui vengano poste in essere, da parte dei promotori finanziari “*per conto di una rilevante parte della clientela, un elevato numero di operazioni di conversione tra comparti del medesimo fondo caratterizzate da evidenti analogie*” o “*un elevato numero di operazioni sostanzialmente identiche, con i medesimi parametri, contestualmente o in un breve lasso di tempo*”. La Commissione sottolinea inoltre che, in una pluralità di casi, ha ritenuto che la sussistenza tanto del criterio “quantitativo” quanto di quello temporale, valga a qualificare una determinata operatività come gestione surrettizia anche quando le operazioni siano state formalmente disposte dai clienti mediante la sottoscrizione su appositi moduli (c.d. gestione con preventivo assenso): ciò in quanto in tale ipotesi, non sono prodotti elementi idonei da un lato ad escludere la discrezionalità del promotore, dall’altro a provare l’autonoma determinazione della clientela nelle proprie scelte di investimento. Aggiunge infine la Consob che non è possibile formulare un giudizio preventivo ed aprioristico circa la configurabilità di una fattispecie astratta come ipotesi di gestione

surrettizia; ciò in quanto occorre valutare se, in concreto, le operazioni poste in essere – anche nell’eventualità in cui siano state formalmente disposte dai clienti mediante la sottoscrizione di appositi moduli – siano o meno, nella sostanza, decise dal promotore finanziario e se, quindi, siano riconducibili alla sfera di discrezionalità ed all’iniziativa di quest’ultimo piuttosto che dello stesso investitore.

Occorre tuttavia osservare che la Cassazione ha espresso al riguardo un diverso avviso con le sentenze 4081/03, 12126/04 e da ultimo con Sentenza 26 gennaio - 12 aprile 2005.

## **11. Il collocamento e la vendita di obbligazioni e di prodotti strutturati.**

In talune delle vicende che hanno occupato più recentemente i Tribunali italiani (obbligazioni Argentina, Ciro, Parmalat, “4 You”, per citare i casi più rilevanti) gli strumenti finanziari sono pervenuti nel patrimonio dei risparmiatori attraverso forme spurie di collocamento, non regolamentate specificatamente dal T.U.F.

Il T.U.F. fornisce, all’art. 1, una definizione assai ampia di “sollecitazione all’investimento”: *ogni offerta invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolto al pubblico, finalizzato alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari incluso il collocamento tramite soggetti abilitati.*

Nei successivi artt. 94-101, ne regola lo svolgimento, prescrivendo la preventiva comunicazione alla Consob alla quale è demandato l’autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo, predisposto secondo canoni, modalità e contenuto volti a porre l’investitore nelle condizioni di pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria, sull’evoluzione dell’attività dell’emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

L’art. 100 del T.U.F. individua una serie di ipotesi di sollecitazioni alle quali non si applicano le norme della sollecitazione: tra tali ipotesi è ricompresa la sollecitazione rivolta agli investitori professionali, i quali non abbisognano di quella estesa tutela prevista invece per i privati risparmiatori.

Pertanto il collocamento privato, rivolto a soggetti qualificati, non richiede tutta la messe di informazioni previste nel prospetto informativo, né il vaglio e l’autorizzazione della Consob.

La procedura impiegata sui mercati internazionali risulta più snella, venendo, di regola, predisposta un’*“Offering circular”*, documento informativo assai tecnico, redatto secondo una prassi consolidata e riservato esclusivamente agli investitori istituzionali. Le modalità operative sono anch’esse diverse: il collocamento e lo stesso mercato hanno di norma inizio ancor prima dell’emissione (*grey market*).

Il collocamento privato presso intermediari e investitori istituzionali non impedisce, tuttavia, il successivo trasferimento, mediante contratti di vendita ai singoli investitori,

nell'ambito della prestazione del servizio di investimento<sup>43</sup>. Nelle circostanze descritte – prima delle modifiche al T.U.F. introdotte dalla legge n. 265/05 - la successiva vendita a clientela italiana di titoli collocati sul mercato internazionale, non era soggetta a particolari obblighi, salvo la comunicazione alla Banca d'Italia, prevista dall'art. 129 del T.U.B. E tale servizio è stato spesso realizzato nella fase che ha preceduto sia l'emissione, sia l'eventuale ammissione alle quotazioni in un mercato regolamentato, nazionale od estero.

In tali circostanze, la minore trasparenza delle operazioni e la labile informazione di cui dispone il risparmiatore, rende più pregnanti e significativi gli obblighi generali di comportamento posti a carico degli intermediari; soprattutto se il servizio di investimento è prestato nella fase di *grey market*, quando anche lo stesso intermediario non dispone ancora delle informazioni riportate nell'“*Offering circular*”.

D'altra parte la cessione dei titoli in parola è avvenuta attraverso modalità che non assumevano, a giudizio della Consob, quegli aspetti di uniformità e standardizzazione che caratterizzano un'operazione di offerta al pubblico e che pertanto giustificano la necessità del prospetto informativo. In risposta ad un quesito (97006042/97), la Consob ha infatti precisato

---

<sup>43</sup> La vendita al privato risparmiatore, effettuata da una banca del consorzio o da altro intermediario, viene a costituire un'operazione di mercato secondario, distinto dal mercato primario di collocamento: per gli obblighi di prospetto informativo risultano determinanti le modalità attraverso le quali tale vendita viene effettuata. In un documento della Banca d'Italia (Bollettino Economico, novembre '03) si precisa: “In relazione alla possibile vendita di euro-obbligazioni a investitori privati, in Italia l'assenza del prospetto informativo impedisce alle banche – sia quelle che sottoscrivono inizialmente i titoli sia quelle che li acquistano dalle banche collocatrici, di sollecitare il pubblico a comprare i valori mobiliari. Le banche possono tuttavia vendere i titoli del proprio portafoglio ai clienti che ne facciano richiesta, nell'ambito di un'attività di negoziazione in conto proprio. La sequenza assunzione a fermo-negoziazione sul mercato secondario non implica violazione dell'obbligo di prospetto. Non sono messi in discussione né la liceità della vendita di titoli sul mercato secondario, neppure nella fase di *grey market*, né la presenza di attività in qualche modo propositive da parte degli intermediari, a meno che non si ricada nella fattispecie della violazione della normativa sulla sollecitazione all'investimento. Anche nella fase di *grey market* possono avvenire sia l'iniziale sottoscrizione dei titoli da parte degli investitori professionali (che li acquistano dalle banche collocatrici facenti parte del consorzio) sia la negoziazione degli stessi con la clientela che ne faccia richiesta. In generale, infatti, l'analisi delle procedure di collocamento di obbligazioni emesse sull'Euromercato mostra come le banche che prendono parte ai consorzi di collocamento detengano, alla chiusura dello stesso, quote generalmente modeste dei titoli collocati, destinate a ridursi ulteriormente nei mesi successivi. Inoltre, le quantità di titoli nel portafoglio delle altre banche (quelle che li acquistano in qualità di investitori professionali dalle banche collocatrici) tende anch'essa a ridursi, in modo significativo, successivamente alla chiusura del collocamento. Tale comportamento delle banche è in linea con il ruolo prevalente da esse svolto sul mercato obbligazionario, finalizzato a fornire i servizi necessari per favorire lo scambio di fondi tra emittenti e acquirenti”.

che: “la sottoscrizione da parte di una banca dell’intera emissione obbligazionaria non costituisce prestazione del servizio di collocamento se la banca non assume impegni in ordine al successivo collocamento sul mercato. La successiva vendita delle obbligazioni alla propria clientela da parte della banca configura una normale attività di negoziazione in contropartita diretta in esecuzione di ordini di acquisto ricevuti dalla clientela stessa, a condizioni, quindi, diverse a seconda dell’acquirente e del momento dell’operazione. Ove la banca procede invece alla realizzazione di una campagna di offerta con modalità caratterizzate dalla formulazione di proposte standardizzate e, quindi, dall’effettuazione di transazioni non negoziate con i clienti, allora l’operazione presenterebbe i connotati dell’offerta al pubblico, con conseguente applicazione della normativa sulla sollecitazione all’investimento”.

Come accennato, una particolare attenzione ha rivestito il collocamento di titoli nella fase del *grey market*. Infatti in tale fase, non essendo ancora disponibile l’*Offering circular* dell’emissione, unico documento esterno che possa fornire una completa informativa sui titoli da collocare, rimane complesso per lo stesso intermediario – soprattutto se non è membro del consorzio – acquisire un’adeguata informazione sui titoli prospettati/richiesti dal risparmiatore.

Anche successivamente all’emissione l’*Offering circular* rimane nelle disponibilità dei membri del consorzio e degli investitori istituzionali che ne facciano richiesta. Per altro la formulazione inglese del documento e l’estremo tecnicismo del contenuto ne renderebbe assai ardua una corretta valutazione da parte del risparmiatore. Per quest’ultimo l’unica fonte di informazione rimane pertanto l’intermediario, cui viene rimessa – in misura più pregnante - la valutazione di adeguatezza dell’operazione alle esigenze del risparmiatore.

In talune circostanze il regolamento di emissione limitava la vendita dei titoli ai soli investitori istituzionali, ma tale vincolo si è ritenuto, da taluni tribunali, operante esclusivamente nella fase di emissione (Tribunale di Ancona n. 341 del 2 marzo 2007, Pres. L. Moretta, rel. Fabrizio Melucci, Rif.:50).

Occorre per altro osservare che, anche per le negoziazioni che avvengono nei Sistemi di Scambi Organizzati (S.S.O.)<sup>44</sup> è prevista una disposizione di portata derogatoria (art. 205 del T.U.F.): le offerte di acquisto e vendita di strumenti finanziari effettuate in mercati regolamentati o nei Sistemi di Scambi Organizzati, da soggetti ammessi alle negoziazioni negli

---

<sup>44</sup> Il sistema di Scambi Organizzati viene definito dalla Consob come un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica: a) di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari; b) di far incontrare dette proposte in modo da determinare la conclusione dei contratti. Con comunicazione del 17 aprile 2003 la Consob ha adottato una serie di misure in materia di informazione per accrescere la trasparenza di tali mercati.

stessi, non costituiscono sollecitazione all'investimento con la conseguenza che in tali ipotesi non risulta necessaria la pubblicazione del prospetto di sollecitazione.

E' frequentemente accaduto che titoli, in collocamenti attraverso *private placement*, sono stati, già nella fase del *gray market*, posti, dagli stessi intermediari partecipanti al Consorzio, nel S.S.O. proprio e/o di banche commerciali collegate da rapporti di Gruppo o d'affari.

La giurisprudenza prevalente ha escluso che la negoziazione, ad opera degli intermediari finanziari, delle obbligazioni sopra descritte possa configurare un'attività di sollecitazione all'investimento e, di riflesso, l'obbligo del prospetto informativo (Tribunale di Padova 17 novembre 2005, Rif.:51). Tuttavia il Tribunale di Milano - discostandosi sensibilmente dalla precedente giurisprudenza - ha colto nelle emissioni sull'euro mercato della Cirio, elementi di violazione delle norme sul collocamento, ravvisando un'interposizione fittizia dell'investitore istituzionale al solo scopo di eludere la normativa più protettiva prevista per l'offerta pubblica diretta (Tribunale di Milano n. 3575 del 20 marzo 2006, G.U. Carla Romana Raineri Rif.:52); più recentemente anche il Tribunale di Torino, con riferimento alle modalità operative impiegate dall'intermediario, ha ravvisata, nell'offerta di titoli Cirio, una sollecitazione al pubblico risparmio (Tribunale di Torino n. 3078 dell'8 maggio 2007, Rif.:53).

Una fattispecie particolare è costituita dai prodotti strutturati che taluni intermediari hanno ceduto alla clientela: si tratta per lo più di combinazioni di strumenti finanziari, in taluni casi associati a piani di accumulo (BTP-TEL, BTP-INDEX, My Way, 4 You). In tali circostanze non si è reso necessario il prospetto informativo configurandosi la fattispecie come operazione di mercato secondario. Nei casi in parola sono stati ravvisati l'indeterminatezza dell'oggetto del contratto (Tribunale Parma n. 667 del 17 maggio 2007, Rif.:54), la scarsa comprensione dell'operazione prospettata e la carenza di informazioni (Tribunale di Monza n. 2501 del 26 giugno 2006, Rif.:55), (Tribunale di Pescara 28 febbraio 2006, Pres. A.M.Bozza, Rel C. Romandini, Rif.:56), l'inadeguatezza (Tribunale di Parma, n. 246 del 24 gennaio 2007 Rif.:57) (Tribunale di Brindisi, Sez. Civ., 21 febbraio 2005, G.U. Dr. Valentino Lenoci, Rif.:58), la mancanza di trasparenza e correttezza dell'informazione (Tribunale di Teramo n. 429 del 18 maggio 2006, Pres. Rel. Dr. Luigi Cirillo, Rif.:59), il collocamento fuori sede e l'assenza della facoltà di recesso (Tribunale di Bari n. 496 del 26 febbraio 2007, Pres. L. Di Lalla, Est. Raffaella Simone, Rif.:60).

## 12. La nullità del contratto.

L'adempimento degli obblighi previsti dall'art. 21 del T.U.F., oltre allo specifico interesse volto a conseguire scelte di investimento efficienti e pienamente consapevoli, persegue interessi più generali ricondotti dal legislatore del T.U.F. all'integrità del mercato, oltre che alla tutela del risparmio<sup>45</sup>. Secondo un orientamento giurisprudenziale il richiamo ad un interesse di carattere pubblico attribuisce alla norma una natura imperativa, determinando nei casi di violazione dell'art. 21 del T.U.F., la nullità del contratto<sup>46</sup>. Attraverso la tutela dell'investitore si viene, di fatto, a perseguire il più generale interesse del corretto funzionamento dei mercati finanziari: la mancanza di un'espressa previsione di nullità del contratto viene sostanzialmente colmata dal principio generale posto dall'art. 1418 c.c. (Tribunale di Rieti 29 marzo 2006, Pres. Dr. Alessandro Arturi G.U. rel. Dr. Elena Fulgenti, Rif.:<sup>61</sup>). Anche le fonti regolamentari provenienti dalla Consob rappresentano materia imperativa in quanto pongono in essere i principi generali del T.U.F., costituendo con questo un *corpus unicum*, da valutarsi unitariamente.

Un altro orientamento giurisprudenziale ha ravvisato invece un'annullabilità del contratto per vizio di consenso quando per errore o per dolo il comportamento dell'intermediario risulti preordinato a carpire il consenso stesso dell'investitore. In tale indirizzo il mancato rispetto degli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario, che abbia compromesso il processo di formazione della volontà dell'investitore, determinando un consenso viziato da errore sostanziale o da artifici o da raggiri, determina l'annullamento del contratto ai sensi dell'art. 1428 c.c. (Tribunale di Parma, Sez. I° Civ., 16 giugno 2005, Pres. B. Stellario, Rel. Nicola Sinisi, Rif.:<sup>62</sup>).

Da ultimo, un diverso orientamento giurisprudenziale, che viene ormai prevalendo a seguito della posizione assunta dalla Suprema Corte (Cass., n. 19024 del 29 settembre 2005, Rif.:<sup>63</sup>), la nullità del contratto può essere determinata solamente dalla violazione che incide sul

---

<sup>45</sup> "La violazione dei doveri fiduciari, che gravano l'intermediario, si riverbera sul buon funzionamento del mercato finanziario e sui suoi principali attori. Altrimenti detto, il mancato rispetto sistematico degli obblighi comportamentali da parte degli operatori neutralizza la linfa vitale del mercato mobiliare, ovvero la fiducia che i risparmiatori ripongono nelle loro controparti e di conseguenza l'efficiente funzionamento del mercato" (Cfr. A. Sartori, op. cit.).

<sup>46</sup> Cfr. Corte di Cassazione, Sez. I n. 3272 del 7/3/01, C. Appello Milano 11/1/02 e 13/6/03, Tr. Mantova, Giudice Bernardi 18/3/04, Tr. Bari 24/5/04, Tr. Firenze, Giudice Unico Pezzuti 30/5/04, Tr. Venezia, Sez. II, Giudice unico Caprioli 22/11/04, Tr. Palermo, Sez. III Civile Pres. Monteleone 17/1/05, Tr. Ferrara 6/4/05, Tr. Firenze, Giudice Unico Pezzuti 18/2/05 e 19/4/05, Tr. Brindisi, Sez. Civile Giudice Unico Lenoci 21/2/05.

contenuto del contratto stesso, non anche quella relativa alla condotta prenegoziale o esecutiva del contratto. Più precisamente l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a detta ipotesi. Il mancato rispetto degli obblighi previsti dall'art. 21 del T.U.F. e dagli art. 26/29 del Regolamento Consob n. 11522/98, possono al più consentire di esperire l'azione risarcitoria e/o di risoluzione del contratto per inadempimento. La posizione dell'intermediario che ha violato gli obblighi di informazione appare, in tali circostanze, del tutto simile a quella di qualsivoglia altro professionista (medico, avvocato, notaio) che, ricevuto un incarico per la soluzione di un determinato caso sottoposto al suo vaglio, non fornisca al cliente quelle informazioni grazie alle quali lo stesso può operare una scelta consapevole e dar seguito o meno ad ulteriori sviluppi, anche negoziali rispetto all'originaria prestazione di una consulenza o diagnosi. Lo stesso art. 23, comma 6 del T.U.F. nel richiamare una responsabilità di carattere risarcitorio, riconducibile ad un inadempimento contrattuale, confermerebbe questa interpretazione. (Tribunale di Bari 7 novembre 2006, G.U. Luigi Agostinacchio, Rif.:<sup>64</sup>).

Sono rimaste comunque controverse le conseguenze derivanti dalle irregolarità in cui incorrono le banche nell'espletamento dei servizi finanziari: taluni Tribunali hanno assunto posizioni diverse da quelle indicate dalla Suprema Corte, con argomentazioni puntuali e circostanziate (Tribunale di Trento n. 218 del 1 febbraio 2007, Pres. Palestra, Rel. D. Erlicher, Rif.:<sup>65</sup>).

Le perplessità e le incertezze sollevate hanno indotto la Suprema Corte di Cassazione ad esprimersi nuovamente sul tema, questa volta a Sezioni Unite (Sentenza del 19 dicembre '07, n.26725), richiamando la tradizionale distinzione tra norme di comportamento e norme di validità del contratto e riaffermando che la violazione delle prime – ancorché l'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza assuma carattere imperativo – non incide nella genesi dell'atto negoziale, nel senso che non è idonea a provocarne la nullità. Gli obblighi che precedono e accompagnano la stipulazione del contratto-quadro, come quello di consegnare al cliente il documento informativo sui rischi generali e quello relativo all'acquisizione delle informazioni previste all'art. 21, comma 1, punto b), ove non ricorrano le condizioni previste dall'art. 1427 e segg. c.c. che determinano l'annullabilità, configurano una responsabilità precontrattuale, dalla quale dalla quale può solo discendere un obbligo di risarcimento del danno. La violazione dei doveri dell'intermediario, nella fase successiva alla stipulazione del contratto, costituisce un inadempimento contrattuale: conseguentemente ne discende un obbligo risarcitorio e, ove ricorrano le condizioni previste dall'art. 1455, la risoluzione del contratto stesso.

Ne si può sostenere - precisa la Cassazione – che operazioni inadeguate o in conflitto di interesse, integrando veri e propri doveri a “non fare”, costituiscano contratti vietati da norme imperative e quindi illeciti e perciò nulli. Tali operazioni, ancorché consistano in atti di natura negoziale, attengono alla fase esecutiva del contratto-quadro e costituiscono, al pari del dovere d’informazione, una specificazione del primario dovere di diligenza, correttezza e professionalità a cui si deve informare il comportamento degli intermediari. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei menzionati doveri di comportamento può determinare la nullità del contratto-quadro o dei singoli atti negoziali conseguenti.

Questo accostamento ai doveri informativi degli obblighi di non effettuare operazioni inadeguate o in conflitto di interesse, senza una specifica autorizzazione scritta, risulta assai discosto da quanto ripetutamente espresso dalla giurisprudenza, oltre che dalla dottrina: in entrambe le ipotesi menzionate, il difetto dell’autorizzazione scritta rende il contratto giuridicamente mancante o minorato e comunque contrario a una norma imperativa<sup>47</sup>.

Giova infine rilevare che, per i titoli della Repubblica Argentina che sono stati oggetto di OPS si è, da taluni intermediari, sostenuta l’inammissibilità della domanda di nullità e di risoluzione per inadempimento in quanto l’investitore, accettando l’offerta di scambio dei titoli detenuti ha trasferito all’offerente, come si prevede nella OPS, la proprietà, la titolarità e ogni altro diritto, titolo e interesse relativo alle obbligazioni esistenti validamente conferite e scambiate nell’Offerta di Scambio, con rinuncia ad ogni pretesa ad esse relativa o da esse derivante: la giurisprudenza non ha ritenuto di accogliere tale eccezione non potendo la rinuncia essere estesa alle azioni contrattuali ed extracontrattuali proposte verso la banca quale soggetto prestatore del servizio di investimento (Tribunale Milano n. 4994 del 26 aprile 2007, Pres. A. Vanoni, Rel. A. Simonetti, Rif.:<sup>66</sup>).

---

<sup>47</sup> Cfr. F. Sartori, La rivincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Il Caso.it*.

### **13. Onere della prova, risarcimento del danno e termini di prescrizione.**

La diligenza e la correttezza, richiamata fra i principi base della norma, si ricollegano, da un lato alla professionalità dell'intermediario chiamato a prestare un servizio caratterizzato da peculiari cognizioni tecniche, dall'altro alla necessità di evitare comportamenti che possano poggiarsi sulla disparità di forza contrattuale delle parti<sup>48</sup>.

Il T.U.F. è particolarmente attento alla tutela della parte debole del rapporto contrattuale: nei giudizi, mentre è rimesso all'investitore la prova del pregiudizio economico e del rapporto causale con il comportamento dell'intermediario, all'intermediario viene rimesso l'onere di dimostrare una condotta conforme agli standard di diligenza professionale (art. 23, comma 6)<sup>49</sup> (Tribunale di Genova, n. 1230 del 15 marzo 2005, Rel. Dr. D. Canepa, Rif.:<sup>67</sup>).

L'intermediario assume un'obbligazione di mezzi, non di risultati, dovendo prestare un'attività professionale idonea a supportare l'investitore nel perseguimento dei suoi obiettivi di reddito. Il mancato conseguimento del risultato non può pregiudizialmente implicare un'inadempienza dell'intermediario. Quest'ultima si configura nella correttezza, diligenza e professionalità prestata all'investitore, a prescindere dal conseguimento o meno del risultato: tale rischio permane interamente a carico dell'investitore.

L'art. 23 del T.U.F. fa riferimento alla diligenza dell'intermediario e non al nesso di causalità fra il danno e l'inadempimento che permarrebbe sull'investitore. Questo nesso può solo essere presunto dall'inadempimento, a meno che l'intermediario non fornisca al giudice elementi di valutazione che facciano ritenere che, anche in assenza dell'inadempimento, la scelta dell'investitore non sarebbe mutata (Tribunale di Torre Annunziata n. 1320 del 22 novembre 2006, Pres. Rel. V. Del Sorbo, Rif.:<sup>68</sup>).

---

<sup>48</sup> Si osserva per altro che l'intermediario è tenuto, a norma dell'art. 28, comma 5 della Delibera Consob n. 11522/98, a porre sollecitamente a disposizione dell'investitore ogni documento e registrazione che lo riguardi. Nel caso tale disposto venga omissso, è ammissibile il ricorso al procedimento sommario di cui all'art. 19 d. lgs. n. 5/2003 al fine di ottenere la consegna di documenti da utilizzare quali prove in un eventuale giudizio (Cfr. Tribunale di Ferrara 4 giugno 2007 – Est. P. Sangiuolo).

<sup>49</sup> Un'analogia disposizione era contenuta nell'art. 13 della legge n. 1/91 che prevedeva: "nei giudizi di risarcimento dei danni derivanti dallo svolgimento delle attività di cui all'art. 1, comma 1, in violazione della presente legge, dei regolamenti e delle disposizioni emanate dalle autorità di vigilanza, spetta alla società o al soggetto convenuto l'onere della prova di aver agito con la diligenza del mandatario."

Quanto poi al conflitto di interesse, la prova spetta a chi invoca la violazione della norma, non potendo gravare sull'intermediario la prova negativa di un fatto. D'altra parte l'inversione dell'onere della prova, richiamato, dall'art. 23, comma 6, del T.U.F. (D. Lgs. 58/98), opera nei giudizi di risarcimento dei danni, non nell'azione di annullamento, a cui è riferibile il conflitto di interessi (Corte di Appello di Brescia n.20 del 10 gennaio 2007, Pres. Cusimano, Rel. G. Rago, Rif.<sup>69</sup>).

Da parte dell'intermediario finanziario viene talvolta chiamato a testimoniare il funzionario che ha curato l'operazione con il cliente. Al riguardo si pone il problema dell'ammissibilità di tale teste, per il quale una parte della giurisprudenza ha ravvisato, in talune circostanze, l'incapacità a testimoniare prevista dall'art. 246 c.p.c., (Tribunale di Genova, Sez. I Civile 22 aprile 2005, Pres. A. Dimundo, Rel. D. Canepa, Rif.:<sup>70</sup>), mentre un'altra parte ha escluso tale incapacità (Tribunale di Mantova, 11 aprile 2006, Pres. A. Dell'Aringa, Rel. L. De Simone, Rif.<sup>71</sup> e Corte di Appello di Brescia n.20 del 10 gennaio 2007, Pres. Cusimano, Rel. G. Rago Rif.:<sup>72</sup>).

Né si può richiedere una prova testimoniale per provare patti contrari al contenuto di un contratto regolarmente sottoscritto dalle parti. Ai sensi dell'art. 2722 c.c. non possono essere adotte prove testimoniali contrarie alle dichiarazioni rese in contratto o in documento che, quantunque sottoscritto da una delle parti, sia idoneo per il suo contenuto a rivelare la convenzione intervenuta fra le parti (Tribunale di Venezia, Sez. I Civ., 5 maggio 2005, Pres. R. Zacco, Rel. F. Spaccasassi, Rif.:<sup>73</sup>).

Non si può, per altro ritenere che, all'investitore che rimproveri al gestore un comportamento causativo di perdita o di minor guadagno, sia preclusa ogni domanda risarcitoria se non abbia contestato tempestivamente le risultanze dell'informativa periodica prevista dall'art. 62, comma 2 del Regolamento Consob.

La dottrina esclude che *"...l'approvazione (tacita o espressa) che fa seguito alla comunicazione dell'eseguito mandato...possa eliminare qualsiasi responsabilità del gestore per mala gestio, visto che questa trae fondamento dal (diverso e) generalissimo principio del neminem laedere"* (L. Salamone, Osservazioni a Tribunale di Napoli, 5 maggio 2000 in tema di gestioni patrimoniali, in BBTC, 2001).

Il Regolamento Consob non riporta alcuna menzione dell'approvazione, tacita o espressa, da parte del cliente dei Rendiconti trimestrali disposti dal comma 2 dell'art. 62 del Regolamento stesso<sup>50</sup>. Né è ritenuta possibile un'applicazione in via analogica dell'art. 1982

---

<sup>50</sup> L'approvazione tacita è stata surrettiziamente introdotta dall'ABI nello schema di contratto per il servizio di gestione (ABI, Circolare FI/LG/00339 del 19 gennaio 1999).

c.c. e/o dell'art. 119 del TUB relativi all'estratto conto o dell'art. 1712, 2° comma, c.c. relativo all'acquiescenza del creditore alla prestazione inesatta, con rinuncia tacita a far valere l'inesatto adempimento del mandatario (a quest'ultimo riguardo, Cfr. Cass. n. 426 del 15 gennaio 2000).

La valutazione dei danni, sia contrattuali che extracontrattuali, richiamata dall'art. 2056 c.c., è riportata negli artt. 1223, 1226 e 1227 c.c. e, per quelli derivati da inadempimento contrattuale, anche dall'art. 1225 c.c..

Il danno viene dalla norma distinto in due componenti: danno emergente e lucro cessante. Nel concetto di risarcimento, infatti, *"...trovano compensazione tutte le ripercussioni economiche negative riconducibili casualmente all'illecito o all'inadempimento, così che il patrimonio del danneggiato viene posto in una situazione equivalente, almeno sotto l'aspetto quantitativo, a quella in cui si sarebbe trovato in assenza dell'evento lesivo"* (Cass. 2145/69; Cass. 2458/80; Cass. 6325/87; Cass. 6856/88; Cass. 198/89; Cass. 7971/90).

L'intermediario deve prestare la propria opera perseguendo la valorizzazione del patrimonio del cliente, impiegando la propria struttura organizzativa, informativa e professionale; l'opera prestata deve inoltre risultare coerente con gli obiettivi e il profilo di rischio del cliente. In questo senso l'intermediario assume un'obbligazione di mezzi, informazioni e professionalità. Il mancato raggiungimento degli obiettivi perseguiti non può certo essere ricondotto automaticamente alla responsabilità dell'intermediario: nel caso di inadempimento si renderà necessario distinguere la quota di perdita e mancato reddito dell'investimento imputabile al mercato, dalla quota che invece rappresenta il diretto riflesso del comportamento inadempiente dell'intermediario; dall'inadempimento discende anche l'obbligo della restituzione delle commissioni percepite a qualunque titolo dall'intermediario.

Nella valutazione del risarcimento del danno, mentre non si pongono, di norma, particolari problemi per la determinazione del danno emergente – costituito dalla diminuzione della sfera patrimoniale dell'investitore conseguente all'inadempimento – margini di problematicità e incertezza potrebbero incontrarsi nella determinazione del lucro cessante, patrimonio netto che l'investitore avrebbe conseguito se non fosse intervenuto l'inadempimento.

Per il danno emergente possono insorgere problemi quando sono implicate obbligazioni le cui possibilità di rimborso sono connesse alla ristrutturazione della società emittente. In una vertenza avente ad oggetto obbligazioni Cirio ancora non scadute, il Tribunale di Bologna, 31 maggio 2005, ha ritenuto che l'insolvenza del Gruppo abbia solo precluso – in conseguenza della sottoposizione alla procedura dell'amministrazione controllata – la corresponsione dei rendimenti periodici (cedole), di tal che solo in relazione a ciò si è determinato un danno patrimoniale concreto ed attuale.

L'obiettivo non può che essere la perfetta compensazione della parte lesa, lasciando il risparmiatore indifferente tra adempimento e inadempimento. In merito al lucro cessante insorgono talune difficoltà di valutazione, dovendosi misurare il vantaggio potenziale che l'investitore avrebbe conseguito se l'intermediario si fosse comportato professionalmente. In mancanza di elementi concreti la giurisprudenza ha spesso fatto riferimento al tasso legale<sup>51</sup> (Tribunale di Padova 13 gennaio 2006, Pres. M. Farini, Rel. D. Bruni, Rif.:<sup>74</sup>). In talune circostanze ha invece impiegato categorie omogenee all'interno della massa dei prodotti finanziari, organizzando "panieri" di prodotti con caratteristiche simili a quelli oggetto del contratto nel quale si è riscontrata la violazione di legge, sulla base di un criterio di ragionevolezza che tiene conto delle indicazioni fornite dall'investitore e delle sue peculiari caratteristiche e atteggiamenti manifestati all'intermediario<sup>52</sup>.

La giurisprudenza si è espressa nel senso di ritenere applicabile la prescrizione quinquennale per l'azione di annullamento del contratto, a decorrere dal momento in cui l'errore o il dolo sia stato scoperto (ad esempio all'atto del default del Governo per i titoli argentini), mentre è decennale per l'azione di risoluzione del contratto per inadempimento e conseguente risarcimento del danno (Tribunale di Roma, sez. II, 23 maggio 2005, Pres. R. Misiti, Rel. G. Buonuomo, Rif.:<sup>75</sup>, Tribunale di Torre Annunziata n. 1320 del 22 novembre 2006, Pres. Rel. V. Del Sorbo Rif.:<sup>76</sup>).

Imprescrittibile è l'azione di nullità: tuttavia la connessa azione di ripetizione dell'indebitato è esercitabile, secondo un orientamento giurisprudenziale, entro dieci anni dalla dichiarazione di nullità del contratto (Cass. 12 settembre 2000, n. 12038; Cass. 19 maggio 2004), secondo altro orientamento giurisprudenziale, entro dieci anni dalla conclusione del contratto (Cass. 13 aprile 2005, n.7651; Cass. 9 luglio 1987, n. 5978).

---

<sup>51</sup> Il ricorso della giurisprudenza alla valutazione equitativa può incentivare, da parte degli intermediari, comportamenti poco virtuosi. Un risarcimento non idoneo a ripristinare lo status quo ante può indurre gli intermediari a non affrontare i costi organizzativi necessari ad una corretta tutela dell'investitore.

<sup>52</sup> In tal senso si è espresso il Tribunale di Bari nella sentenza n. 1020 del 3 maggio 2001, il quale ha ribadito che la quantificazione dell'aspettativa dell'investitore ad un maggior profitto deve essere effettuata utilizzando "categorie omogenee all'interno della massa dei prodotti finanziari: in particolare organizzando "panieri" di prodotti con caratteristiche simili a quelli oggetto del contratto di cui l'investitore assume la violazione, delineando in tal modo un parametro di riferimento, da adeguare alle caratteristiche specifiche del contratto in questione".

## RIFERIMENTI GIURISPRUDENZIALI

---

1. “Nei Regolamenti della Consob si possono certamente individuare potestà ontologicamente normative e fonti atte ad incidere con modalità particolarmente incisive sulla sfera giuridica soggettiva dei destinatari delle norme. Si tratta, insomma, di disposizioni costitutive di diritto, che vanno ad integrare l’ordinamento giuridico generale, a condizionare l’autonomia negoziale, ad incidere sui rapporti tra privati, a costituire un parametro generale ed astratto della validità degli atti e dei comportamenti realizzati dagli operatori di mercato” (**Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005, G.U. Angelo Antonio Pezzuti** ).

2. “ Né la legge n. 1 del 1991 (peraltro quasi completamente abrogata già prima dell'anzidetto contratto dall'art. 66 d. lgs.415 del 1996), né lo stesso d.lgs. 415 del 1996 [anch'esso successivamente abrogato ex art.214, c.1 °, lett. jj) del d.lgs.58 del 1998] possono essere le discipline di riferimento nel caso de quo. Al riguardo si pensi che persino lo svolgimento di un rapporto negoziale (che non si sviluppi in ulteriori e successivi accordi negoziali, ma i cui effetti si producano nel corso del tempo) è, secondo la Suprema Corte, soggetto alla disciplina vigente nel momento in cui esso si dipana producendo effetti, piuttosto che a quella in vigore nel momento in cui lo stesso è stato concluso. Si veda, ad esempio, in tal senso, Cass. Sez. 1 Sentenza n. 13739 del 18 settembre 2003, secondo cui, in tema di contratti bancari, la clausola (stipulata anteriormente all'entrata in vigore della legge sulla trasparenza bancari 17 febbraio 1992, n. 154) che determini gli interessi dovuti dalla clientela in misura superiore a quella legale, limitandosi a fare riferimento a condizioni praticate usualmente dalle aziende di credito sulla piazza, è in ogni caso divenuta inoperante a partire dal 9 luglio 1992 (data di acquisto dell'efficacia delle disposizioni della detta legge 17 febbraio 1992, n. 154), atteso che la previsione imperativa posta dall'art. 4 di essa, laddove sancisce la nullità delle clausole di rinvio agli usi per la determinazione dei tassi interesse, se non incide, in base ai principi regolanti la successione delle leggi nel tempo, sulla validità delle clausole contrattuali inserite in contratti già conclusi, impedisce tuttavia che esse possano produrre per l'avvenire ulteriori effetti nei rapporti ancora in corso, non ancora esauriti alla data di inizio dell'operatività della norma; si veda, ancora, la fattispecie relativa alla normativa in tema di interessi che superino il tasso soglia usurario nel corso del rapporto (L. 7 marzo 1996, n. 108), per la quale, in virtù del contrario avviso della Cassazione (con le note sentenze nn. 1126, 5286 e 14899 del 2000), solo un'espressa disposizione normativa in tal senso (l'art. 1 del D.L. 29 dicembre 2000, n. 394, convertito con modificazioni nella L. 28 febbraio 2001, n. 24) ha chiarito che le disposizioni

---

applicabili nella fase dello svolgimento del rapporto fossero quelle vigenti al momento della stipula, piuttosto che al momento della maturazione dei relativi effetti.” (**Tribunale di Taranto, Sez. III Civile, 27 ottobre 2004, G.U. Dr. Luciano Cavallone**).

3. “Se nel contesto della legge del 1991 gli obblighi di diligenza e correttezza risultavano espressamente finalizzati alla “cura dell’interesse del cliente”, con l’art. 21, tali obblighi sono imposti “nell’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati”. Ne consegue che correttezza e diligenza, di cui alla disciplina dei servizi di investimento, esprimono concetti più ampi di quelli sottesi alle norme codicistiche, “operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l’investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse ma anche più in generale (e in via di principio) in relazione allo svolgimento dell’attività economica come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e a garantire l’integrità del mercato.” (**Tribunale di Firenze, 18 febbraio 2005, G.U. Angelo Antonio Pezzuti e Tribunale di Firenze, 19 aprile 2005, Giudice relatore Angelo Antonio Pezzuti**).

4. Art. 23, comma 6, del T.U.F.: “Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l’onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta”. Questa norma opera esclusivamente sul piano probatorio, nel senso che introduce il principio secondo cui l’onere della prova dell’esatto e corretto adempimento è a carico del debitore (in questo caso, della banca) e a vantaggio del creditore (cliente). Essa non introduce alcuna inversione o facilitazione dell’onere – che, secondo i principi generali, è a carico di chi agisce in giudizio – di precisa allegazione dei fatti costitutivi della domanda, soltanto all’esito della quale può scattare l’onere probatorio (contrario) posto a carico del debitore o, in alternativa, operare il meccanismo della non contestazione (**Tribunale di Roma, Sez. 9, 21 dicembre 2005**).

5. “Riguardo all’aspetto funzionale, l’art. 30 del regolamento d’attuazione del TUF, adottato con deliberazione Consob 1 luglio 1998, n. 11522, disponendo che i servizi d’investimento non possono essere forniti se non sulla base del contratto quadro, attribuisce alla previa stipula di quest’ultimo la natura di presupposto giuridico della successiva attività esecutiva dell’intermediario. Il contratto de quo, pertanto, come sostengono autorevole dottrina e parte della giurisprudenza (Tribunale di Rovereto 18 gennaio 06 e Tribunale di Catania 3 dicembre 05) e come pare riconoscere la stessa convenuta, può essere avvicinato allo schema del mandato senza rappresentanza. Da esso, tuttavia, si distingue per una peculiare caratteristica. Infatti, l’ordine, eventualmente impartito dal mandante ai sensi dell’art. 1711, comma 2, del cod. civ.,

---

può, se presenta i necessari requisiti di forma e sostanza, integrare gli estremi di un autonomo contratto di mandato e, quindi, essere valido nonostante l'inesistenza del mandato "a monte" e sopravvivere alla sua eventuale caducazione. Invece, in caso di inesistenza od invalidità del contratto quadro, il predetto effetto non può mai verificarsi perché il vincolo tra il contratto stesso, l'ordine del cliente e l'esecuzione da parte dell'intermediario è, come si è visto, per legge indissolubile. Conseguenza che, in mancanza del contratto quadro, che gli attribuisce fondamento causale, l'ordine dato dall'investitore, seppure in forma scritta, quando occorre, seppure "consapevole" e specifico, seppure, insomma, immune da vizi intrinseci ed astrattamente equiparabile ad un autonomo mandato, resta sempre e comunque nullo perché sfornito di propria causa, e la sua esecuzione, nei rapporti tra intermediario ed investitore, non può produrre alcun effetto giuridico. In particolare, nell'ipotesi in cui il servizio abbia ad oggetto l'acquisto di strumenti finanziari, resterà ovviamente valido il contratto a mezzo del quale l'intermediario si sia procurato da un terzo la disponibilità dei titoli, ma nessuna conseguenza si verificherà nell'ambito del rapporto tra l'intermediario stesso ed il suo cliente". (**Tribunale di Cagliari, 3 gennaio 2007, n.120**).

6 "... Per regola generale, nei contratti nei quali la forma scritta è prescritta ad substantiam, tale forma è richiesta come elemento costitutivo del negozio, ragion per cui in difetto del suddetto requisito il negozio non si perfeziona.

Il contratto di negoziazione di cui si discute nella presente causa, prodotto sia da parte attrice che da parte convenuta, risulta sottoscritto unicamente da Z. D. e Z. L..

Né può ritenersi che la produzione in giudizio ad opera della parte che non ha sottoscritto il contratto determini il perfezionamento del negozio nella forma documentale prescritta, posto che l'incontro delle volontà può dirsi determinato solo se la controparte del processo, che ha già sottoscritto il contratto, al momento della produzione non manifesti la volontà di revoca (Cass. 14 aprile 2004, n. 7075; Cass. 11 marzo 2000, n. 2826).

E' anche vero che nel documento in atti è specificato che "un esemplare del presente contratto mi/ci viene rilasciato debitamente sottoscritto dai soggetti abilitati a rappresentarvi", per cui potrebbe apparire che la stipulazione sia avvenuta, a mente del disposto dell'art. 1326 c.c., ma nessuna delle due parti ha prodotto il documento contrattuale recante la sottoscrizione dell'Istituto bancario, per cui - allo stato degli atti - considerata la contestazione specifica sollevata, e valutato che sussistenza del requisito formale non può essere ricavata aliunde, attraverso la produzione di altri documenti che non costituiscono il contratto, lo stesso non può ritenersi sussistente.

---

Considerato peraltro che gli attori hanno prodotto in giudizio unicamente il contratto dagli stessi sottoscritto, deve ritenersi che proprio questo e solo questo sia stato agli stessi consegnato dalla Banca, apparendo del tutto inverosimile che l'Istituto di Credito abbia rilasciato due copie del medesimo documento, l'una sottoscritta dai clienti e l'altra sottoscritta dalla Banca.

In questa sede neppure può tenersi in considerazione dell'esecuzione del contratto, manifestata anche con l'acquisto delle obbligazioni argentine per cui è causa, non essendo ammissibile la convalida del negozio nullo, atteso il disposto dell'art. 1423 c.c..

Dalle considerazioni che precedono deriva che il contratto di negoziazione sopra indicato deve essere dichiarato nullo per carenza di forma. **(Tribunale di Mantova, 22 marzo 2007, Pres. M. Bernardi, Rel. Laura De Simone).**

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

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

Il semplice esame del testo contrattuale evidenzia, al contrario, l'oscurità, la scarsa comprensibilità e la non chiarezza della disciplina patrizia. Il contratto non si presenta, al primo impatto visivo, come tale, ma solo una come “proposta” proveniente dal cliente di “adesione” a un piano finanziario. Da ciò emerge una realtà distorta di quanto effettivamente accaduto. Infatti, implicitamente, il contratto attesta che ciascuno dei soggetti sottoscrittori, si sia presentato presso la banca e che, avendo ben a mente quando attestato nel documento e manifestando quindi, anche approfondito livello culturale e conoscenza degli strumenti finanziari, abbia di sua iniziativa proposto alla banca l'adesione al piano.

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

Esso, inoltre, già dal primo esame presenta degli elementi fortemente contraddittori. Nella prima pagina del contratto risulta in bianco e non spuntata la parte relativa alla dichiarazione del

---

cliente di aver ricevuto le informazioni necessarie per la conoscenza del piano di investimento e di aver fornito alla banca le notizie utili per consentire alla stessa di valutare l'adeguatezza per il cliente dell'operazione è rimasta in bianco. La mancata spuntatura delle proposizioni induce a ritenere che il cliente non sia stato informato di nulla. Tuttavia nel proseguo del testo il Sig. XX, in caratteri minuti, dichiara di aver ricevuto "adeguate informazioni sulla natura, sulle caratteristiche, sui rischi e sulle implicazioni dei servizi".

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

La seconda parte del testo contrattuale è quella normativa. Essa, benché – almeno in teoria – sia di maggiore importanza, è al contrario scritta in un carattere ancor più minuto e quasi illeggibile se non avvicinandosi molto al documento. Tale testo di circa quattro pagine è diviso in più sezioni evidenziate sempre in caratteri estremamente minuti con numerazione degli articoli che ricomincia da capo in ogni sezione, rendendo più complesso anche l'individuazione delle clausole oggetto dei richiami e in particolare della sottoscrizione separata..." (**Tribunale di Firenze, 18 gennaio 2007, n. 229 Pres. L. Breggia, Rel. A. Pezzuti**, Cfr. anche Tribunale di Firenze 19 aprile 05, Rel A.A. Pezzuti e Brindisi 21 giugno 05, Pres. V. Fedele, Rel. M. Palmieri).

8 " Ritiene il Collegio che il requisito della forma scritta prescritto ora dall'art. 23 TUF e prima dall'art. 18 D. Lgs. 415/96 riguarda non solo il contratto quadro ma anche ogni singola operazione posta in essere e, quindi, anche il singolo negozio speculativo di esecuzione del contratto, quindi l'ordine dato all'intermediario dall'investitore di acquisto di uno strumento finanziario se non diversamente stabilito nel contratto quadro. La disciplina era differente sotto la precedente legge 1/91 (si veda Cass. 10598/05 e Cass. 11495/01), ma poiché tutte le operazioni di investimento in Carrier 1 per cui è causa sono state poste in essere dopo l'entrata in vigore del TUF devono ritenersi valide anche se originate da ordini telefonici purché tale previsione fosse stata contemplata nel contratto di servizi a monte. Con il contratto quadro infatti è consentito alle parti (artt. 23 comma 1 TUF e 30 comm 2 lett. c) stabilire differenti modalità di trasmissione e quindi di forma dell'ordine: per telefono, con il servizio phone banking, attraverso comunicazione informatica; sussistendo tale previsione è valido anche l'ordine impartito e trasmesso con la forma diversa da quella scritta; in difetto di tale previsione

---

la forma dell'ordine non può che essere scritta a pena di nullità (relativa) ex art. 23 TUF (Cass. 19024/2005) (**Tribunale di Milano, 12 luglio 2007, n. 8499**).

**9.** “La produzione di un ordine strutturato in modo tale che risulti evidente la volontà del cliente, anche contro le indicazioni della banca, non solo ha un'efficacia deterrente e comunque responsabilizzante verso il cliente, ma serve anche a lasciare un'inequivocabile traccia di un'avvertenza che altrimenti si presterebbe alle tante incertezze insite nella ricostruzione testimoniale degli accertamenti” (**Tribunale di Venezia, Sez. I Civ., 5 maggio 2005, Pres. R. Zacco, Rel. F. Spaccasassi**).

**10.** “Posto che la forma degli ordini stabilita dall'art. 1 delle condizioni generali di contratto e dal Regolamento Consob (art. 29) è prescritta e pattuita *ad probationem*, la volontà contrattuale non può essere dimostrata, salva l'applicazione eccezionale dell'art. 2724 c.c. che, nel caso in esame, non rileva perché la banca non ha dedotto prove orali, né con testimoni, né con presunzioni ex artt. 2725 e 2729 comma 2 c.c. In particolare si osserva che non può ritenersi integrante la fattispecie di cui all'art. 2724 c.c. il fatto che la banca abbia distrutto i suoi registri, su cui avrebbe dovuto annotare le operazioni, necessari, ai sensi dell'art. 1 del contratto quadro, per dare prova degli ordini; la banca ha sostenuto di non essere tenuta in applicazione dell'art. 54 del Regolamento Consob 5387/91 alla conservazione oltre il termine di cinque anni decorso dagli ordini per cui è causa. Si ritiene che la citata disposizione regolamentare stabilisce il termine minimo di conservazione al fine dell'attività ispettiva e di controllo Consob, ma non autorizza la distruzione della documentazione (registrazione) che è forma *ad probationem* dell'ordine in forza della pattuizione contenuta nel contratto quadro, quando l'operazione non si è esaurita perché è ancora in essere il rapporto di mandato per la negoziazione in strumenti finanziari e il cliente non ha ancora disinvestito il titolo cui la registrazione si riferisce”. (**Tribunale di Milano, 26 aprile 2007, n. 4994 Pres. A. Vanoni, Rel. A. Simonetti**).

**11.** “Giova poi in proposito evidenziare che l'adeguatezza di un'operazione va valutata sotto molteplici profili, cioè adottando tutti i criteri stabiliti dall'art. 29 1° comma Reg. Consob n. 11522/98.

Come statuito dalla richiamata norma, ogni operazione può essere inadeguata per tipologia, per oggetto, per frequenza o, ancora, per dimensione.

Ne deriva che ognuna delle cause per le quali l'operazione può stimarsi inadeguata deve essere specificamente posta all'attenzione dell'investitore e spiegata nel suo contenuto, onde porre l'investitore medesimo nella condizione di valutare al meglio l'opportunità di procedere o meno

---

all'investimento (in questo senso si confronti Tribunale di Mantova 1 dicembre 04 e Tribunale di Monza 16 dicembre 04).

Nel caso di specie l'operazione di acquisto non era sicuramente adeguata per oggetto, trattandosi di titoli ad elevato rischio di perdita del capitale investito e dunque di titoli assai differenti per natura e rischiosità, alla quota di Fondo BPM liquidata al fine di effettuare l'acquisto.

L'elevata rischiosità dei titoli non poteva neppure dirsi omogenea al basso livello di rischio cui la Banca avrebbe dovuto prudenzialmente attenersi in assenza di informazioni sulla propensione al rischio provenienti dalla cliente. Inoltre l'operazione suddetta risultava del tutto inadeguata con riferimento alla tipologia dell'investitore, trattandosi di una pensionata.” (**Tribunale di Milano Sez. VI, 20 marzo 2006, G.U. Carla Romana Raineri**).

12. “ (...) che, quanto alla pretesa violazione dell'art. 29 Reg. Consob, sotto il profilo che l'oggetto dell'avvertimento dovrebbe risultare per iscritto, rileva la Corte che il suddetto articolo non prevede tale formalità laddove si consideri:

- l'art. 29 va letto in uno con l'art. 28 che stabilisce che gli intermediari possono effettuare o consigliare operazioni solo dopo aver fornito all'investitore “informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento”: l'informazione può essere scritta ma nulla esclude che possa essere anche orale perché nel nostro ordinamento vige la regola della libertà di forme tranne nei casi in cui la legge preveda espressamente una determinata forma;
- lo stesso principio si trova ripetuto nell'art. 29/3 il quale richiede solo che, per iscritto, risulti “l'esplicito riferimento alle avvertenze ricevute” nel caso in cui l'investitore intenda comunque dare corso ad un'operazione che l'intermediario giudica non adeguata;
- l'avvertimento quindi, è l'unico elemento che si richiede per iscritto, perché, per la sua solennità, è tale da poter mettere in guardia l'investitore, di farlo riflettere e porlo di fronte alle proprie responsabilità: in altri termini, la *ratio* sottesa a tale disposizione consiste nel fatto che, quando si passa dalle parole (*rectius*: informazioni) ai fatti (*rectius*: investimento vero e proprio), l'avvertimento diventa l'unico elemento che, anche a livello psicologico, è in grado di svegliare dalla trance speculativa l'investitore ingolosito da strabilianti opportunità finanziarie, avvisandolo che, una volta compiuto l'investimento, non può più tornare sulla decisione presa: da qui un invito a riflettere e a meglio ponderare sulla azzardata scelta che si accinge a compiere e sulla quale è stato precedentemente edotto;

---

▪ nel caso di specie, è provato che il Sig. XXX, persona già di per sé perfettamente in grado di valutare l'alta rischiosità dell'investimento sulle obbligazioni argentine, venne prima adeguatamente informato dei rischi cui andava incontro e, poi, avvertito per iscritto: di conseguenza, essendo stata tutta la procedura rispettata, la doglianza di nullità dell'ordine dev'essere respinta. (**Corte d'Appello Brescia, 10 gennaio 2007, n. 20 Pres. Cusimano, Rel. G. Rago**).

13. “Va, anzitutto, rilevato che non possono esservi dubbi circa il fatto che, al rapporto negoziale di cui si tratta (e cioè all'ordine d'acquisto delle obbligazioni in oggetto, accettato dalla Banca), debbano applicarsi le norme vigenti al momento della sua conclusione, non certo quelle anteriori ed oramai integralmente abrogate o sostituite da discipline successive. Né la regola trova deroga per la circostanza che gli attori, il 25 giugno 1997, avessero sottoscritto con la filiale di Taranto dell'allora Banca Commerciale Italiana un regolare contratto avente per oggetto il cosiddetto conto gestione famiglia e rapporti collegati (concernente l'attivazione non solo di un rapporto di conto corrente cointestato a firma disgiunta agli attori, ma anche di un collegato rapporto di deposito titoli con connesso incarico per la prestazione del servizio di negoziazione, sottoscrizione e raccolta di ordini su strumenti finanziari): infatti, se è vero che tale negozio ben poteva e doveva sottostare alle regole vigenti in quel momento, in relazione a quegli effetti che si esaurivano nell'ambito temporale di loro vigore, è altrettanto vero che lo stesso non prevedeva che le parti si fossero accordate al fine di ritenere inoperante una normativa successivamente intervenuta in relazione allo svolgimento di quell'originario e programmatico contratto nei singoli negozi via via nel tempo conclusi tra le parti (ed è ben difficile che ciò potesse, logicamente, neppure essere previsto, attesa l'imperatività di norme che si andrà ad esaminare).

Sicché, né la legge n. 1 del 1991 (peraltro quasi completamente abrogata già prima dell'anzidetto contratto dall'art. 66 d.lgs. 415 del 1996), né lo stesso d.lgs. 415 del 1996 [anch'esso successivamente abrogato ex art. 214, comma 1°, lett. jj) del d.lgs. 58 del 1998] possono essere le discipline di riferimento nel caso de quo. Al riguardo si pensi che persino lo svolgimento di un rapporto negoziale (che non si sviluppi in ulteriori e successivi accordi negoziali, ma i cui effetti si producano nel corso del tempo) è, secondo la Suprema Corte, soggetto alla disciplina vigente nel momento in cui esso si dipana producendo effetti, piuttosto che a quella in vigore nel momento in cui lo stesso è stato concluso. Si veda, ad esempio, in tal senso, Cass. Sez., 18 settembre 2003, n. 13739, secondo cui, in tema di contratti bancari, la clausola (stipulata anteriormente all'entrata in vigore della legge sulla trasparenza bancari 17 febbraio 1992, n. 154) che determini gli interessi dovuti dalla clientela misura superiore a quella

---

legale, limitandosi a fare riferimento condizioni praticate usualmente dalle aziende di credito sulla piazza, è in ogni caso divenuta inoperante a partire dal 9 luglio 1992 (data di acquisto dell'efficacia delle disposizioni della detta legge, 17 febbraio 1992, n. 154), atteso che la previsione imperativa posta dall'art. 4 di essa, laddove sancisce la nullità delle clausole di rinvio agli usi per la determinazione dei tassi interesse, se non incide, in base ai principi regolanti la successione delle leggi nel tempo, sulla validità delle clausole contrattuali inserite in contratti già conclusi, impedisce tuttavia che esse possano produrre per l'avvenire ulteriori effetti nei rapporti ancora in corso, non ancora esauriti alla data di inizio dell'operatività della norma; si veda, ancora, la fattispecie relativa alla normativa in tema di interessi che superino il tasso soglia usurario nel corso del rapporto (L. 7 marzo 1996, n. 108), per la quale, in virtù del contrario avviso della Cass. (con le note sentenze nn. 1126, 5286 e 14899 del 2000), solo un'espressa disposizione normativa in tal senso (l'art. 1 del d.lgs., 29 dicembre 2000, n. 394, convertito con modificazioni nella L. 28 febbraio 2001, n. 24) ha chiarito che le disposizioni applicabili nella fase dello svolgimento del rapporto fossero quelle vigenti al momento della stipula, piuttosto che al momento della maturazione dei relativi effetti.

Ma se, quindi, salvo diverso avviso del legislatore, gli effetti di un negozio giuridico sono disciplinati dalle disposizioni vigenti al momento in cui gli stessi maturano, piuttosto che in quello in cui s'è concluso l'accordo che li determina, tanto non può che esser vero, a maggior ragione, nell'ipotesi in oggetto, in cui l'originario contratto programmatico è stato via via attuato mediante ulteriori accordi negoziali mano a mano conclusi tra le parti (essendo peraltro logico che l'accordo attuativo di altra precedente pattuizione sottostia alle norme imperative del momento in cui è concluso).

Un'ultima precisazione, in tema, appare ad ogni modo opportuna: quand'anche il ragionamento che precede non fosse corretto, le considerazioni che seguiranno ben potrebbero esser fondate (piuttosto che sulla normativa più giù richiamata) sull'art.17, comma 1°, lett. a) e b), del d.lgs. 415 del 1996 (che ricalca il comma 1°, dell'art. 21 del d.lgs. 58 del 1998, di cui si dirà a breve), sull'art. 18, comma 5°, del d.lgs. 415 del 1996 (a sua volta praticamente identico all'art. 23, comma 6°, del d.lgs. 58 del 1998, anch'esso a breve menzionato) e, infine, sull'art. 6 della deliberazione CONSOB n. 8850 del 9 dicembre 1994 (nella quale, in maniera non dissimile da quanto previsto dalla successiva deliberazione 1 luglio 1998 n. 11522, si statuisce che "gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un cliente disposizioni relative ad operazioni che ... non appaiano adeguate per il cliente ..., lo informano compiutamente di tali circostanze e delle ragioni per cui non è opportuno procedere all'esecuzione di tali operazioni"). (**Tribunale di Taranto, Sez. III Civile, 27 ottobre 2004, G.U. Dr. Luciano Cavallone**).

---

**14** “Il rifiuto del cliente a fornire informazioni non vale ad esonerare l’intermediario dall’obbligo di informazione e dalla verifica del profilo di adeguatezza del prodotto finanziario oggetto di negoziazione. La giurisprudenza ha affermato che in caso di rifiuto a fornire le informazioni l’intermediario deve attestare le modalità del proprio operare su livelli di tutela elevati, dovendo desumere da tale rifiuto “una propensione al rischio minima o ridotta, una scarsa conoscenza degli strumenti finanziari e, di conseguenza, obiettivi di investimento orientati alla conservazione del capitale investito, piuttosto che alla massimizzazione della redditività” ciò in quanto dalla interpretazione della disciplina regolamentare citata non possono discendere conseguenze sfavorevoli al cliente”. (**Tribunale di Milano Sez. VI, 20 marzo 2006, G.U. Carla Romana Raineri**, così anche Tribunale di Mantova, 1 dicembre 2004, di Monza A. Roda, 16 dicembre 2004, di Treviso, 26 novembre 2004, n. 2579, di Roma R. Caliento, O. De Masi, G. Muscolo 8 ottobre 2004).

**15.** “Allegato a tale contratto v’è una scheda prestampata volta alla individuazione del profilo del cliente in cui vi sono delle caselle da sbarrare e con le quali il cliente stesso attesta di aver fornito le necessarie informazioni volte a individuare: la sua esperienza pregressa — la sua situazione finanziaria — i suoi obiettivi di investimento — la sua propensione al rischio. Sempre sulla stessa scheda vi sono altre “caselle” da sbarrare, con le quali il cliente attesta che, sebbene richiesto puntualmente dalla Banca, egli ha ritenuto di non rispondere e non fornire le informazioni di cui sopra, necessarie per l’individuazione del profilo del cliente stesso.

In sostanza si tratta di un modellino con il quale la Banca si cautela facendosi attestare dal cliente di aver ottemperato agli obblighi di legge (TUF e Reg. Consob) circa le informazioni da richiedere per l’individuazione del profilo del cliente.

Orbene nella fattispecie in esame il modellino in questione risulta debitamente sottoscritto sia dall’attrice che dal di lei marito, ma lo stesso non risulta compilato in nessuna parte e/o casella.

Con lo stesso pertanto i coniugi D./Espinosa non hanno attestato assolutamente nulla: né che la Banca li abbia “intervistati” come ivi previsto, né che essi abbiano risposto, né che essi si siano rifiutati di rispondere.

Appare pertanto evidente che i funzionari della Banca, nell’istruire la pratica relativa all’ordine di acquisto si siano preoccupati di far firmare il modellino in questione alla stregua di una semplice formalità burocratica (richiesta presumibilmente dai propri uffici superiori), omettendo però di assumere effettivamente le necessarie informazioni.

A tal proposito va osservato che la Banca non ha formulato alcuna richiesta istruttoria e segnatamente alcuna prova per testi volta a dimostrare che comunque l’obbligo di informazione risultava assolto (e ciò indipendentemente da qualsivoglia giudizio circa l’ammissibilità di tale

---

prova alla luce della scheda di cui sopra)”. (**Tribunale di Torre Annunziata, 22 novembre 2006, n. 1320 del Pres. Rel. V. Del Sorbo**).

16. “Vige a carico degli intermediari un obbligo di conoscenza che è più della semplice informazione, conoscenza che l’investitore risparmiatore non potrà mai acquisire. Qualora, quindi, la banca si sottragga al dovere di informare il cliente in ordine alla tipologia e affidabilità del titolo e, dunque, al livello di adeguatezza dell’operazione è possibile affermare che la banca medesima ha tenuto un comportamento negligente e non corrispondente al “need of protection” degli investitori professionali.” (**Tribunale di Genova, Sez. I Civile, 22 aprile 2005, Pres. A. Dimundo, Rel. D. Canepa**).

17. “Pertanto l’intermediario, avuto riguardo all’indicato profilo virtuale dell’investitore ed in assenza di altri elementi inequivocabilmente indicativi di una particolare esperienza maturata dalle parti attrici sui mercati finanziari, avrebbe dovuto informare i propri clienti non soltanto dei rischi generici connessi all’elevato tasso di rendimento dei titoli, ma anche degli ulteriori specifici elementi conoscitivi (andamento dei bilanci e dell’attività finanziaria svolta dall’emittente, solidità patrimoniale, grado di affidabilità riconosciuta dalle più note agenzie internazionali, rischio di default con conseguente perdita anche del capitale investito) volti ad individuare in modo approfondito le caratteristiche proprie dell’emittente fornendo così una preventiva e compiuta rappresentazione della peculiare situazione economica e finanziaria del gruppo Cirio.” (**Tribunale di Roma Sez. 9, 21 dicembre 2005**).

18. “La dichiarata esperienza e la propensione al rischio del cliente non esimono comunque l’intermediario dal fornire un’informazione precisa sulle caratteristiche delle singole operazioni d’investimento: la banca non si può limitare a ricevere gli ordini di acquisto o di vendita di titoli, ma è tenuta a prestare un’attività ulteriore, è tenuta all’informazione, con la diligenza di un operatore che deve essere particolarmente qualificato ed informato. Ogni investitore, quale che sia la propensione al rischio manifestata, ha diritto a un’informazione completa e veridica sulla specifica operazione; l’art. 21 comma 1° lett. b), parte seconda, d.lgs. 58/1998 impone agli intermediari di operare in modo che i clienti, senza distinzione alcuna, “siano sempre adeguatamente informati”, e l’art. 28 comma 2 Reg. Consob cit. vieta di “effettuare operazioni... se non dopo aver fornito all’investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione”, così da consentire di “effettuare consapevoli scelte di investimento”. Queste norme si fondano, evidentemente, sulla riconosciuta differenza tra l’intermediario e l’investitore non professionale, non solo per

---

conoscenze, ma anche per capacità di valutazione dei diversi strumenti finanziari.”  
**(Tribunale di Treviso, 10 ottobre 2005, G.U. Dr. Franca Bigi ).**

**19.** E' indubbio che così facendo la Banca, non disponendo delle informazioni privilegiate utili a conoscere il profilo patrimoniale del proprio investitore, si sia voluta prudenzialmente attenere ad un criterio di massima capace di porla a riparo dalle implicazioni negative dell'operazione ordinata. L'autorizzazione però non può costituire un comodo espediente cui gli intermediari ricorrono ogni qualvolta il profilo patrimoniale del proprio cliente non sia pienamente conoscibile o, peggio, per scansare preventivamente il rischio sotteso a qualsiasi investimento in strumenti finanziari. Gli intermediari abilitati a prestare i servizi di investimento sono operatori professionali particolarmente qualificati (in genere banche o società di intermediazione mobiliare) che dispongono delle conoscenze, delle capacità e delle risorse necessarie per operare "con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati" (art. 21 TUF), sicché ogni operazione di investimento deve comunque essere ponderata in ragione della rischiosità che essa rivesta per l'investitore, anche quando questo si astenga dal dare le informazioni richieste.

Si tratta in definitiva di trovare un giusto punto di equilibrio tra "*know your customer rule*" e "*suitability rule*" e l'art. 29 effettivamente persegue questo obiettivo, imponendo che l'intermediario, richiesto di dar corso ad un'operazione non adeguata informi l'investitore delle "circostanze e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione". Ora è da credere che se le finalità della norma regolamentare siano quelle di assicurare la composizione del conflitto tra interesse dell'investitore a far eseguire l'operazione malgrado l'operatore, anche in ragione delle scarse informazioni possedute sulla situazione patrimoniale del proprio cliente, lo abbia avvertito della sua inadeguatezza, e l'interesse dell'intermediario ad evitare l'esposizione generale da un'operazione giudicata rischiosa, esse possono essere soddisfatte solo attraverso un'informativa che sia quanto mai puntuale delle circostanze e delle ragioni per le quali l'intermediario reputi che l'operazione non sia adeguata alla classe di rischio cui appartiene il proprio cliente. Non basta cioè una semplice comunicazione cui faccia seguito la dichiarazione dell'investitore che intende comunque procedere all'operazione.” **(Tribunale di Bologna, Sez. II civ., 31 maggio 2005, Pres. B. Berlettano, Rel. Marco Marulli).**

**20.** “Infine, resta da valutare se quanto contenuto nell'ordine in riferimento alle avvertenze ricevute non sia una c.d. clausola di stile. Di queste ultime si è detto che sono quelle superflue (Cass. civ., 18 Settembre 2003, n. 13734), quelle con generico riferimento alla violazione di tutte le obbligazioni contenute nel contratto (Cass. civ., 26 Luglio 2002, n. 11055), quelle

---

generiche ed indeterminate (Cass. civ., 1 Dicembre 2000, n. 15380). La clausola di stile, generica e generalizzata, prescinde dalla peculiarità dell'atto cui è inserita; è, per così dire, in sé decontestualizzata e tale rimane se inserita in un atto senza reale volontà e consapevolezza, senza cioè un concreto aggancio all'atto cui è inserita. Non lo è, invece, qualora, pur sinteticamente, si riferisca ad aspetti significativi dell'atto cui accede ed in esso organicamente si inserisca quale utile norma e non vuoto orpello. Non a caso non sono state ritenute di stile la clausola con cui l'impresa, in un appalto pubblico, dichiara di aver preso visione dei luoghi (la citata Cass. civ. n. 13734); né è stata ritenuta di stile la clausola in base al quale l'alienante garantisce la libertà del bene da ipoteche, pesi e trascrizioni pregiudizievoli, pur se sintetica e onnicomprensiva". (**Tribunale di Venezia, Sez. I civ., 5 maggio 2005, Pres. R. Zacco, Rel. F. Spaccasassi**)

**21.** Inoltre, è importante considerare che la banca era tenuta ad informare il cliente sull'andamento del titolo anche successivamente al suo acquisto. Non soltanto in base al principio generale di buona fede nell'esecuzione del contratto (artt. 1175 e 1375 c.c.) ma anche in base a specifiche disposizioni normative. L'art. 21, lett. b, del t.u.i.f. (che costituisce norma primaria rispetto al regolamento Consob), nell'imporre agli intermediari di "operare in modo che [i clienti] siano sempre adeguatamente informati", al fine di consentire ad essi di effettuare "consapevoli scelte di investimento o disinvestimento" (art. 28, comma 2, del Reg. Consob), si riferisce ai servizi di investimento indicati all'art. 1, comma 5, del t.u.i.f. senza alcuna distinzione tra le varie tipologie di servizi (tra cui rientrano anche le negoziazioni di strumenti finanziari per conto proprio e di terzi). Nessuna informazione la banca ha dato al cliente del crollo del titolo argentino a partire dal mese di ottobre del 1999 in cui fu declassato da Moody's in categoria B1 (affidabilità "bassa") e nemmeno dopo il marzo 2001 quando fu declassato anche da Standard&Poor's ed ulteriormente da Moody's (in categoria B2). (**Tribunale di Roma, Sez. II civ., 25 maggio 2005, Pres. R. Misiti, Est. A. Lamorgese**)

**22.** Peraltro, nel portafoglio titoli dell'attrice non risultano presenti, all'epoca dei fatti di causa, altre obbligazioni Cirio relative a precedenti emissioni mentre la presenza di altri tipi di obbligazioni (corporate bond) può, al più, dimostrare il profilo di rischio dell'investitore che, però, attiene ad un profilo diverso dell'operazione di investimento compiuta dalla G., investitore sicuramente alla ricerca di rendimenti superiori a quello offerti dai comuni B.O.T. ma giammai orientato verso operazioni speculative ad alto rischio.

La convenuta non ha depositato in atti neppure la *offering circular* diffusa in sede di emissione dei titoli e destinata agli investitori istituzionali in ordine al contenuto della quale la difesa della

---

Banca è significativamente silente. (**Tribunale, 18 Ottobre 06, n.389/07 del Pres. Vanoni, Rel. Silvia Brat**).

23. “ (...) parte attrice deduce che la banca avrebbe avuto l’obbligo di tenere informati i clienti sull’andamento del titolo anche dopo l’acquisto. L’obbligo in questione sarebbe desumibile, anche per i rapporti di mera negoziazione dall’art. 21 lett. b) del T.U.F., il quale genericamente dispone che i soggetti abilitati devono “acquisire le informazioni necessarie dal cliente e operare in modo che siano sempre adeguatamente informati”.

Tale interpretazione non è condivisibile.

A prescindere dal fatto che l’espressione utilizzata dal legislatore può essere interpretata anche nel senso che i clienti devono essere sempre adeguatamente informati in occasione del conferimento dei singoli ordini (e non necessariamente anche dopo), va osservato che il T.U.F. si è limitato a dettare dei principi di massima in ordine alla condotta che devono tenere gli intermediari con i clienti nella prestazione dei servizi di investimento (diligenza, correttezza, trasparenza, adeguata informazione), demandando alla Consob, a norma dell’art. 6 comma 2° lett. b) e c), la disciplina dettagliata del comportamento che i primi devono osservare nei rapporti con gli investitori (lett.b), nonché gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi (lett. c).

Orbene l’art. 28 del regolamento Consob prevede al comma 4°, solo nel caso in cui il cliente abbia preventivamente affidato all’intermediario la gestione del patrimonio mobiliare, l’obbligo di quest’ultimo di informare prontamente e per iscritto l’investitore delle perdite effettive o potenziali in misura pari o superiore al 30% del controvalore totale del patrimonio messo a disposizione alla data di inizio di ciascun anno, o se successiva, a quella di inizio del rapporto.

Il regolamento, per contro, non prevede analoghi obblighi di informativa dell’intermediario successivi al conferimento dell’ordine, in caso di mancato affidamento della gestione del portafoglio titoli.

E’ dunque decisiva, quanto al caso di specie, la circostanza che tra le parti, oltre al contratto di negoziazione, intercorreva unicamente un rapporto di deposito titoli, talché la banca non era tenuta a segnalare al cliente il progressivo deterioramento delle condizioni economiche dell’emittente onde porlo in condizioni di smobilizzare l’investimento. (**Tribunale di Ancona, 2 marzo 2007, n. 341 Pres. L. Moretta, rel. Fabrizio Melucci**).

24. “Quel che balza con evidenza è infatti che l’assenza di rating dei titoli presso la Borsa di Lussemburgo, e cioè di un’obiettiva valutazione del rischio di credito – concernente la più o

---

meno probabilità che l'emittente non sia in grado di onorare i propri obblighi di pagamento delle cedole o di rimborso del capitale obbligazionario – avrebbe dovuto consigliare l'intermediario, che è un operatore professionale al quale è richiesto un adeguato livello di diligenza, di procurarsi un'effettiva conoscenza dei prodotti finanziari negoziati, al di là di quella ricavabile dalle notizie da chiunque acquisibili sulla stampa specializzata o con la mera lettura dei bilanci sociali.” (**Tribunale di Roma Sez. IX, 11 marzo 2005, Pres. E. De Simone, Rel. O. De Masi** ).

**25.** “Il titolo Argentina 8,5% emesso il 1 gennaio '99 fu ceduto dalla BNL agli attori il giorno stesso del collocamento. L'informazione resa agli attori, con riguardo a titoli di così peculiare rischiosità da essere riservati a “investitori speculativi”, è stata palesemente insufficiente, con conseguente violazione degli obblighi specifici sanciti dall'art. 28 del Reg. Consob n. 11522/98 e di quelli più generali di correttezza e diligenza previsti dall'art. 21 T.U.F. e dall'art. 26 Reg. Consob citato” (**Tribunale di Cuneo, 4 agosto 2006, n. 314 Pres. R. Bonaudi, Rel. G. P. Macagno, M. Pisanu**).

**26.** Né può valere come esimente per la Banca la circostanza che gli attori in quanto operanti già in precedenza nel mercato borsistico attraverso l'acquisizione dei titoli azionari, come la Fiat, Parmalat, Mediobanca, erano consapevoli del rischio che correavano.

Sul punto giova rilevare che l'acquisto di tali titoli, notoriamente a bassa volatilità, unitamente a quelli dello Stato come risulta dagli atti di causa, non trasforma automaticamente l'investitore, nella specie un pensionato ed una casalinga (come risulta dall'estratto conto), in un soggetto esperto in grado di valutare i rischi dell'operazione. (**Tribunale di Venezia, Sez. II, 22 novembre 2004, G.U. Dr. Caprioli**).

**27.** “Neanche può valere, quale esimente per la banca, la circostanza che il cliente non fosse “nuovo ai mercati finanziari”, in quanto la normativa di settore non esonera, in tal caso, l'intermediario dall'obbligo di informare il cliente sullo specifico strumento finanziario oggetto di investimento, rilevando, piuttosto, le caratteristiche soggettive dell'investitore al diverso fine di apprezzare l'adeguatezza dell'operazione (*suitability rule*: art. 29 Reg. Consob n. 11522/98)”. (**Tribunale di Catania 23 gennaio 2007, Pres. G.B. Macrì, Rel. B. Paternò Raddusa**.)

**28.** “Appare inoltre fondato il rilievo secondo cui l'istituto avrebbe comunque dovuto segnalare l'inadeguatezza dell'operazione ai sensi dell'art. 29 del regolamento sopra menzionato (c.d. *suitability rule*) in considerazione della sua dimensione (sia in termini assoluti sia perché si

---

trattava della metà del patrimonio mobiliare dei clienti), della natura altamente rischiosa dei titoli prescelti e della circostanza che i clienti fossero investitori non professionali (funzionario di amministrazione statale il G. e casalinga la moglie).

A tale riguardo va rilevato che la banca ha sostenuto di non aver violato la c.d. *suitability rule* in considerazione della propensione al rischio manifestata dai clienti anche in relazione alla pregressa operatività posto che in precedenza il G. aveva investito i propri risparmi in una gestione patrimoniale B.A.M. del tipo C3 (ossia la più rischiosa dopo quella puramente azionaria secondo la classificazione interna dell'istituto) e che al funzionario l'attore avrebbe riferito di avere investito i propri risparmi in una Sicav ed in una polizza Index tramite la Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza (circostanza questa non negata dal G. e riferita sin dall'atto introduttivo dalla difesa della B.A.M. che pertanto, ex art. 118 c.p.c., può ritenersi provata).

Dal documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari risulta che i clienti avevano indicato quale proprio obiettivo di investimento (in una graduatoria da uno a cinque in cui al numero più basso corrisponde il rischio minimo) il punto 4 (prevalenza della rivalutabilità rapportata al rischio di oscillazione dei corsi) mentre, in ordine alla propensione al rischio, nell'ambito delle opzioni alta, media e bassa, essi avevano indicato quella media.

Orbene alla stregua di siffatte evidenze deve ritenersi non provato che il profilo di rischio dei clienti potesse individuarsi in quello puramente speculativo posto che la gestione patrimoniale in precedenza accesa presso la B.A.M. riguardava comunque una gestione (sia pure la più aggressiva) di tipo bilanciato (caratterizzata quindi anche dalla presenza di titoli obbligazionari emessi dallo stato) e che si trattava comunque di uno strumento finanziario affidato alla gestione di un operatore professionale (analoghe considerazioni valgono anche per quanto concerne l'investimento in una Sicav e nella polizza Index).

Per la prima operazione di acquisto la domanda attorea risulta quindi fondata essendo stati dimostrati la violazione, da parte della banca, delle prescrizioni contenute negli artt. 21 t.u.l.f., 28 e 29 Reg. Consob da considerarsi come norme imperative ex art. 1418 c.c. in considerazione degli interessi tutelati (diligenza degli intermediari nonché tutela del risparmio) e della natura generale di siffatti interessi (per l'affermazione di tale principio in termini generali vedasi Cass., 7 marzo 2001, n. 3272) nonché il danno subito dai clienti concretatosi nella perdita dell'intero investimento posto che, nel dicembre del 2001, è stato sospeso il rimborso delle obbligazioni (c.d. default) e che, ad oltre due anni di distanza da tale fatto, nessuna concreta assicurazione è stata fornita circa un rimborso anche solo parziale dell'investimento” (**Tribunale di Mantova, 18 marzo 2004, n. 614, G.U. Dr. Mauro Bernardi**).

---

**29.** “Tanto premesso, occorre poi chiedersi quali debbano essere l’oggetto e le modalità che connotano siffatto obbligo di informazione.

Sul primo punto non può non evidenziarsi che l’informazione deve cadere - oltre che ovviamente sui costi dell’investimento – sulla disciplina dello strumento finanziario (pagamento delle cedole o dei dividendi, durata del rapporto etc) e sui rischi allo stesso legati (guardando alle caratteristiche di emissione, a quelle dell’emittente, al mercato di riferimento), così da consentire al cliente una consapevole conoscenza delle ragioni che risultano sottese al prezzo di mercato del prodotto e un’elaborazione ragionata in punto alla opportunità dell’investimento.

Quanto alle modalità della informazione, nulla esclude che la stessa possa essere realizzata secondo clausole standardizzate diversificate tuttavia, in considerazione della natura dei prodotti e della soggettività dell’investitore, giacché la tipizzazione delle comunicazioni contrattuali in parte qua non deve aprioristicamente ritenersi in contrasto con un’informazione adeguata al fine. Ciò che rileva, piuttosto, è che non si tratti di informazioni tipizzate indistintamente, buone per tutte le ipotesi di negoziazione e che, comunque, il contenuto delle stesse, per la concretezza e l’intelligibilità che le connota, risulti confacente alla negoziazione di specie.

Alla luce di quanto sopra e guardando al caso di specie, è agevole osservare che:

- lo scopo prefisso dall’obbligo di informare il cliente non può di certo ritenersi raggiunto tramite la consegna del documento sui rischi generali che, del tutto genericamente e comunque a prescindere dalla singola operazione, tende, una volta stipulato il contratto quadro, a rendere edotto l’investitore quanto alle caratteristiche minime di funzionamento del mercato finanziario;
- le informazioni asseritamente rese dalla banca all’investitore risultano solo labialmente affermate e prive di alcun riscontro probatorio;
- in ogni caso, le stesse, per come letteralmente rappresentate nella memoria responsiva, sono connotate da una tale genericità che di certo si contrappone alla compiuta consapevolezza che piuttosto andava garantita al cliente quanto al tenore dell’operazione in oggetto.

Di più. La genericità dell’informazione nella specie resa dall’intermediario si rivela quanto più stridente tanto più si guardi al fatto che nel caso in esame occorreva, a parere del Tribunale, una circostanziata rappresentazione sia delle caratteristiche peculiari della emittente, sia delle particolari modalità di emissione sia, infine, dello strumento finanziario in se.

Più precisamente, anche alla luce dei non pochi precedenti conformi emessi dalla giurisprudenza di merito in casi analoghi al presente (cfr Tribunale di Bologna 30 maggio 2006; Tribunale di Genova 26 giugno 2006; Tribunale di Rimini 22 marzo 2006; Tribunale di Firenze 21 febbraio 2006; Tribunale di Torino 9 febbraio 2006; Tribunale di Cagliari 2 gennaio 2006; Tribunale di Brindisi 22 Dicembre 2005) occorreva esplicitamente segnalare:

- 
- a) sul primo punto, che l'emissione veniva effettuata da società estera operante in un ordinamento nel quale non vigeva il limite massimo sancito ex art 2410 c.c. e quindi legittimata ad emettere prescindendo dal limite costituito dal capitale versato ed esistente;
- b) sul secondo punto, che l'emissione, in quanto diretta ad investitori professionali, prescindeva dalla pubblicazione del prospetto informativo;
- c) sul terzo punto, che, proprio per quanto segnalato sub b, le informazioni inerenti l'emissione andavano ricavate dalla “*offering circular*” che accompagna le emissioni dirette ad investitori professionali, consegnandone copia al cliente o riportandone notizia quanto ai tratti salienti della stessa.

Ritiene pertanto il Tribunale comprovata la sussistenza dell'inadempimento ascritto alla convenuta quanto alla violazione della regola di condotta sancita dal comma 2° dell'art 28 del regolamento Consob più volte citato.” **(Tribunale di Catania, 23 gennaio 2007, Pres. G.B. Macri, Rel. B. Paternò Raddusa).**

**30.** “ (...) va in particolare evidenziato che il Ministero dell'Economia e delle finanze ha comminato, con provvedimento del febbraio 2005 – ad oggi valido ed efficace – alcune sanzioni a carico di esponenti di banche poi incorporate nella odierna convenuta per mancata acquisizione, da parte degli stessi, di una conoscenza degli strumenti finanziari adeguata alla negoziazione in conto proprio;

che tale provvedimento conferma, anche se in via indiretta, ex art. 2729 c.c., la carenza organizzativa della convenuta nell'acquisizione di tutte le informazioni necessarie per un'adeguata negoziazione del titolo in oggetto nei confronti di terzi;

che quanto sopra esposto trova conferma, altroché nel contenuto del provvedimento ministeriale sopra citato, nella mancata deduzione e dimostrazione, da parte della convenuta, di circostanze contrarie e nella mancata illustrazione e consegna, ai ricorrenti della “*offering circular*”;

che infatti l' “*offering circular*” era di per sé sola idonea ad illustrare ai ricorrenti, in maniera sufficientemente dettagliata ed attendibile, le caratteristiche, anche strutturali, e i rischi legati al titolo negoziato, avuto anche riguardo a quanto in essa prevista circa la destinabilità di quest'ultimo a “investitori speculativi in condizioni di valutare rischi specifici”. **(Tribunale di Vigevano, 7 agosto 2006, Est. F. Scarzella).**

**31.** “L'attore addebita sostanzialmente alla Banca due comportamenti costituenti, a suo dire, inadempimento degli obblighi contrattuali:

- a) l'avergli consentito di operare con *covered warrant*, senza avere sottoscritto specifiche pattuizioni integrative.

---

b) l'avergli consentito di operare anche se gli ordini, per l'altissimo rischio che presentavano, non erano adeguati alle caratteristiche del cliente.

Relativamente al primo profilo il Xxxxxxxx precisa che solo in data 29 dicembre 2000 (e quindi a distanza di oltre otto mesi dall'inizio del rapporto) la Banca lo ha invitato a sottoscrivere l'integrazione contrattuale (avente ad oggetto la norma che impone alla Banca l'obbligo di informare "prontamente e per iscritto l' investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in *warrant* da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni...", nonché la norma per cui il contratto tra intermediario ed investitore deve "...indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e *warrant*").

Tale omissione, secondo l'attore, si pone in contrasto con l'art. 2 lett. d) delle condizioni generali di contratto, il quale stabilisce che: "Il Cliente - anche in relazione ai rischi connessi all'effettuazione di tali operazioni - può conferire alla Banca ordini aventi ad oggetto anche strumenti finanziari derivati soltanto a seguito di specifiche pattuizioni integrative alle presenti norme".

La Banca, pertanto, fin dall'inizio del rapporto doveva dare attuazione a tale norma.

La convenuta ha sostenuto:

- che la lett. d trovava applicazione soltanto per gli strumenti derivati e tali non sono i *covered warrant*;
- che l'art. 28 comma 3° e l'art. 30 lett. e) del Regolamento Consob n. 11522 dell'1 luglio 98, concernenti le c.d. Pattuizioni integrative, previste inizialmente solo per gli strumenti derivati, sono stati estesi ai *warrant* solo a seguito della delibera Consob n. 12409 del 1 marzo 2000.

Relativamente al secondo profilo il Xxxxxxxx ha sostenuto che la Banca ha violato l'art. 2 lett. c) delle condizioni generali di contratto (che testualmente stabilisce: "La Banca si asterrà dall'effettuare le operazioni se l'ordine impartito dal cliente fosse risultato non adeguato alle caratteristiche del cliente - secondo le informazioni da questi comunicate o, in mancanza, secondo le informazioni di cui la Banca comunque dispone - dandone comunicazione immediata ed esponendo le ragioni per cui non è opportuno procedere all'esecuzione. Se il cliente richiede comunque l'esecuzione delle operazioni, la Banca può eseguirle solo sulla base di un ordine impartito per iscritto, ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute").

---

Tanto premesso, al fine di risolvere la controversia, è opportuno premettere alcuni cenni circa la natura e le caratteristiche degli strumenti finanziari per cui è causa.

I *covered warrant* sono dei titoli liberamente negoziabili in borsa, rappresentativi di opzioni. Il compratore ha facoltà ma non l'obbligo, di acquistare (*warrant call*) o di vendere (*warrant put*) una determinata attività finanziaria sottostante (o *underlying*) ad un prezzo (*strike price*) e ad una scadenza prefissati.

A fronte di questo diritto, il compratore del *warrant* paga un certo controvalore: il premio. Entro la data di scadenza l'investitore può esercitare il diritto conferitogli dal CW, incassando un controvalore pari alla differenza, se positiva tra il prezzo di mercato dell'attività sottostante e lo *strike price*. Alternativamente l'investitore può vendere il CW in Borsa (come un normale titolo azionario) per monetizzare l'eventuale profitto.

Ad avviso di questo giudice i *covered warrant*, riferendosi ad un'attività sottostante, finanziaria o reale (azioni, indici, valute, materie prime e qualsiasi attività della quale sia possibile stabilire un prezzo ufficiale), appartengono senza ombra di dubbio al genus dei cd. "strumenti derivati". Ed invero si definiscono tali quegli strumenti finanziari che non rappresentano "titoli" in senso stretto, bensì il contratto di acquisto e/o di vendita potenziale, a termine, degli stessi. Detta denominazione discende dal fatto che il loro valore "deriva" dal valore di un'attività sottostante, reale o finanziaria.

Trattandosi di strumenti che, per la loro aleatorietà, presentano un rischio economico piuttosto elevato per gli investitori, il legislatore ha provveduto alla protezione dei loro interessi mediante l'introduzione di regole di comportamento.

In particolare la Banca deve comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento; disporre di risorse e procedure anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi; svolgere una gestione indipendente sana e prudente ed adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

Ciò posto in generale, deve rilevarsi che nella fattispecie la convenuta ha violato taluni di questi obblighi.

In particolare la Xxxxxx, pur rivestendo i *covered warrant* la natura di strumenti derivati, in violazione della lett. d) delle condizioni generali ometteva di integrare il contratto con le specifiche pattuizioni, che faceva sottoscrivere solo nel corso del contratto.

---

Né appare condivisibile l'assunto della convenuta, secondo cui solo con la delibera Consob n. 1240 del 1° marzo 2000 e, pertanto, solo a partire dal 31 dicembre 2000, sarebbe stata estesa anche ai CW la disciplina relativa alla integrazione contrattuale.

Ed invero a prescindere dalla considerazione che, già in forza di contratto dovevano applicarsi anche ai CW, quali strumenti derivati, le pattuizioni integrative, si osserva che dalla stessa lettura della nota tecnica, allegata alla memoria ex art. 184 c.p.c. depositata dalla Xxxxxx in data 18 giugno 2003, si evince che la delibera, più che introdurre una modifica agli artt. 28, comma 3° e 30 comma 2°, lett. e) del Reg. Consob, ne contenesse una sorta di interpretazione autentica, nel senso di precisare che la disciplina indicata nei suddetti articoli trovasse applicazione anche con riferimento all'operatività in *warrant* (e quindi anche in *covered warrant*).

Pertanto dal combinato disposto delle condizioni generali di contratto e del Regolamento Consob emerge che la Xxxxxx non poteva accettare operazioni di compravendita aventi ad oggetto CW ed in genere strumenti derivati, senza aver prima fatto sottoscrivere al cliente le specifiche pattuizioni integrative previste in materia.

Peraltro trattasi di pattuizioni particolarmente importanti per la tutela degli interessi del cliente, atteso che concernono l'obbligo per la Banca di informarlo per iscritto qualora le operazioni da lui effettuate generino perdite sul capitale investito oltre il 50% del capitale stesso. Orbene nel caso in esame le perdite, subite dall'attore, riguardano il 100% dell'investimento.

Passando all'esame del secondo profilo di responsabilità, ascritto alla Banca, ritiene questo giudicante che esso sia effettivamente ravvisabile.

Dando attuazione a quanto stabilito dall'art. 29 del Reg. Consob n. 11522/98, l'art. 2 lettera c) delle Condizioni generali di contratto, impone all'intermediario di valutare l'adeguatezza dell'operazione rispetto al profilo dell'investitore e nell'ipotesi in cui la valuti inadeguata, di segnalare immediatamente al cliente l'inadeguatezza e la ragioni della stessa. Gli intermediari non sono esonerati da tali obblighi anche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni relative alla propria situazione finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; in tal caso la valutazione andrà condotta, in ossequio ai principi generali di correttezza diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (ex. età professione, presumibile propensione al rischio del cliente alla luce anche della pregressa ed abituale operatività; situazione del mercato).

Nella fattispecie non risulta che la Banca abbia mai segnalato al Xxxxxxxxxx che le operazioni da lui eseguite erano inadeguate alle sue caratteristiche.

E' pur vero che, come sostenuto dalla difesa della Banca, l'attore, nel compilare il modulo informativo, aveva dichiarato di essere in possesso di un dossier di custodia ed amministrazione

---

di valori mobiliari e di avere già operato con strumenti derivati, ma, tuttavia, tenuto conto delle sue caratteristiche soggettive (investitore non professionale, dotato di un diploma di maturità classica, privo, per la giovane età, di una grossa esperienza nel settore degli investimenti mobiliari), della tipologia degli strumenti finanziari utilizzati (*covered warrants*, che sono strumenti derivati ad alto rischio economico), della dimensione dell'investimento (in grado di mettere a repentaglio l'intero capitale investito) ed inoltre dell'andamento decisamente negativo delle operazioni in un lasso di tempo alquanto esiguo (pochi mesi), tenuto conto di tutto ciò, la Banca avrebbe potuto facilmente avvedersi dell'assoluta inadeguatezza delle operazioni, da lui compiute e, pertanto, provvedere alle segnalazioni del caso. A tanto la Banca non risulta abbia mai ottemperato.

La violazione di siffatti obblighi da parte della convenuta costituisce inadempimento rilevante, tale da giustificare l'accoglimento della domanda di risoluzione, avanzata dal XXXXXXXXX.”.  
**(Tribunale di Napoli, 22 marzo 05).**

**32.** L'art. 28, comma 3° e l'art. 30 lett. e) del Reg. Consob, concernenti le menzionate integrazioni normative, facevano inizialmente riferimento ai derivati. Solo successivamente, con Delibera Consob 12409 del 1 marzo 2000, è stato introdotto il riferimento anche ai *warrant*. Tuttavia, poiché i *warrant*, riferendosi ad un'attività sottostante, finanziaria o reale, appartengono alla classe dei derivati, si può ritenere che la menzionata Delibera, più che introdurre una modifica all'art. 28 comma 3° e art. 30, comma 2°, lettera e) del Reg., ha apportato una precisazione. Pertanto la disciplina dei menzionati articoli trova applicazione anche in precedenza ai *warrant*. **(Tribunale di Nola 1 marzo 2005)**

**33.** “ Le obbligazioni facenti parte del piano sono c.d. euroobbligazioni il cui *lead manager*, cui è ascrivibile l'organizzazione del collocamento dei titoli, è la XXX Finance S.p.A., società del Gruppo Banca YYYY. Tale specifica situazione non è stata espressamente indicata nel contratto, in violazione dell'art. 27 del Reg. Consob, in forza del quale l'intermediario deve informare preventivamente e per iscritto l'investitore sulla natura ed estensione dell'interesse nell'operazione. Ed invero la situazione di conflitto di interesse è indicata nel contratto, ma in modo generico ed incompleto: è infatti laconicamente previsto che “la vendita delle quote del fondo avviene in conflitto di interesse”, mentre per la componente obbligazionaria è unicamente prevista l'eventualità che la banca possa trovarsi in conflitto di interesse. Non sono invece espressamente illustrate la natura e le caratteristiche concrete del conflitto né in quale situazione concreta esso specificamente consista, onde non può ritenersi mancante la specifica

---

approvazione per iscritto dell'investitore, che presuppone, evidentemente il consenso informato di questi.” (Tribunale di Rimini, 21 aprile 2007, n. 442, Pres. G. Federico, Rel. E. Ciocca).

34. “E' indubbio che così facendo la Banca, non disponendo delle informazioni privilegiate utili a conoscere il profilo patrimoniale del proprio investitore, si sia voluta prudenzialmente attenere ad un criterio di massima capace di porla a riparo dalle implicazioni negative dell'operazione ordinata. L'autorizzazione però non può costituire un comodo espediente cui gli intermediari ricorrono ogni qualvolta il profilo patrimoniale del proprio cliente non sia pienamente conoscibile o, peggio per scansare preventivamente il rischio sotteso a qualsiasi investimento in strumenti finanziari. Gli intermediari abilitati a prestare i servizi di investimento sono operatori professionali particolarmente qualificati (in genere banche o società di intermediazione mobiliare) che dispongono delle conoscenze, delle capacità e delle risorse necessarie per operare "con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati" (art. 21 T.U.F.), sicché ogni operazione di investimento deve comunque essere ponderata in ragione della rischiosità che essa rivesta per l'investitore, anche quando questo si astenga dal dare le informazione richieste.

Si tratta in definitiva di trovare un giusto punto di equilibrio tra "*know your customer rule*" e "*suitability rule*" e l'art. 29 effettivamente persegue questo obiettivo, imponendo che l'intermediario, richiesto di dar corso ad un'operazione non adeguata informi l'investitore delle "circostanze e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione". Ora è da credere che se le finalità della norma regolamentare siano quelle di assicurare la composizione del conflitto tra interesse dell'investitore a far eseguire l'operazione malgrado l'operatore, anche in ragione delle scarse informazioni possedute sulla situazione patrimoniale del proprio cliente, lo abbia avvertito della sua inadeguatezza, e l'interesse dell'intermediario ad evitare l'esposizione generala da un'operazione giudicata rischiosa, esse possono essere soddisfatte solo attraverso un'informativa che sia quanto mai puntuale delle circostanze e delle ragioni per le quali l'intermediario reputi che l'operazione non sia adeguate alla classe di rischio cui appartiene il proprio cliente. Non basta cioè una semplice comunicazione cui faccia seguito la dichiarazione dell'investitore che intende comunque procedere all'operazione.” (Tribunale di Mantova Sez. II, 18 marzo 2004, n. 614, G. U. Dr. Mauro Bernardi, Cfr. anche Tribunale di Milano Giudice Bernardini 25 luglio 2005)

35. “Si ritiene insussistente il conflitto di interesse nel caso di negoziazione di titoli in contropartita diretta con il cliente, ove la compravendita sia stata perfezionata sulla base di un ordine di acquisto dello strumento finanziario conferito espressamente e spontaneamente dal

---

cliente, ammettendo l'astratta possibilità solo ove l'acquisto si sia perfezionato su sollecitazione dell'intermediario e nel caso in cui si provi che l'intermediario perseguiva scopi ulteriori e diversi rispetto alla realizzazione dell'interesse del cliente.” **(Tribunale di Trani 7 giugno 2005, Pres. V. Savino, Rel. G. La bianca).**

**36.** Quanto al conflitto di interesse disciplinato dall'art. 27 del Reg. Consob n. 11522/1998, la M. assumeva che la \*\*\* S.p.a. deteneva nel proprio portafoglio i titoli in questione, come, del resto, risultava dal fatto che la stessa era collocatrice del prestito (v. doc. n. 18 di parte attorea). La circostanza non è stata oggetto di contestazione da parte dell'istituto bancario che, in sede di comparsa di risposta, ha osservato, come anche nell'ipotesi di sussistenza del conflitto, “si potrebbe delineare una responsabilità dell'intermediatore Banca \*\*\* solamente nel caso in cui dall'ulteriore utilità conseguibile da questa fosse derivato un danno per l'investitore M.” (v. pag. 13 della comparsa). Orbene, da tale affermazione è desumibile certamente la sussistenza del conflitto di interesse in ragione della qualità della banca convenuta. Va, tuttavia, osservato che era onere dell'attrice dimostrare i seguenti profili incidenti sul nesso causale, tra loro strettamente correlati: a) che la corretta spiegazione circa il conflitto di interesse l'avrebbe distolta dall'operazione de qua; b) che tale operazione, effettuata in conflitto di interesse, le ha procurato un danno collegato, appunto, alla specifica qualità di collocatrice della banca. L'assenza di detta prova, da parte dell'attrice, implica la reiezione della pretesa sotto tale profilo. **(Tribunale di Milano, 18 ottobre 2006, n. 389/07, Pres. Vanoni, Rel. Silvia Brat).**

**37.** “ la questione preliminare consiste, ovviamente, nella prova del rapporto di conflitto di interesse che, secondo gli appellanti, legherebbe l'appellata con la Soc. XXXX, prova che, contrariamente a quanto ritenuto dagli appellanti, non spetta fornire all'appellata (la quale non può essere gravata della prova negativa di un fatto) ma a chi invoca la violazione della norma sul conflitto di interesse e, quindi, nella fattispecie, agli stessi appellanti: infatti, l'art. 23 u.c.d. lgs 58/98 non è invocabile perché il conflitto di interessi non ha nulla a che vedere con la diligenza, atteso che le due norme tutelano due distinti interessi giuridici tant'è che l'art. 27 non prevede fra i requisiti della fattispecie (ossia l'annullamento) il danno in ciò allineandosi alla norma generale di cui all'art. 1394 c.c. per il quale il danno (anche solo potenziale) è solo un elemento sintomatico del conflitto di interessi e non un requisito della struttura, laddove l'art. 23 prende in considerazione il giudizio avente ad oggetto l'azione risarcitoria. In altri termini, gli artt. 23 e 27 sono due norme che riguardano due diverse azioni (l'una, l'azione di risarcimento dei danni, l'altra, l'azione di annullamento) e sono poste a tutela di diversi interessi giuridici ( artt. 1175 , 1176 c.c.): non è quindi corretto invocare per l'azione di annullamento di cui all'art.

---

27, l'onere probatorio gravante sull'intermediario per le azioni risarcitorie ex art. 23.” (**Corte di appello di Brescia, 10 gennaio 2007, n. 20, Pres. Cusimano, Rel. G. Rago**).

**38.** “Osserva all'uopo il Tribunale (con il conforto, sul punto di non pochi precedenti di merito Cfr. da ultimo Tribunale di Genova 8 maggio 2006; 16 Maggio 2006; Tribunale di Milano 26 aprile 2006) che la semplice circostanza in forza alla quale si è in presenza di negoziazioni di titoli compiute dalla banca in contropartita con il cliente non è tale far ritenere sussistente il dedotto conflitto di interessi laddove la compravendita, così come nella specie appare processualmente incontrovertibile, si sia perfezionata sulla base di un ordine conferito spontaneamente dal cliente e manchi, per contro, la prova che l'operazione si sia perfezionata su suggerimento o su sollecitazione dell'intermediario diretta a perseguire scopi ulteriori e diversi rispetto alla realizzazione dell'interesse del cliente. Di più. Volta che si ritenga incontrovertibile la circostanza in forza alla quale la convenuta non era ricompresa tra le banche facenti parte del consorzio di collocamento delle emissioni in oggetto, risulta di poi del tutto irrilevante l'ulteriore aspetto (allo stato non provato ma per quanto sopra estraneo alle esigenze probatorie del processo che occupa) dell'indebitamento dell'emittente nei confronti dell'intermediario, inutilmente addotto dalla attrice a sostegno della lagnanza in oggetto” (**Tribunale di Catania 23 gennaio 2007, Pres. G.B. Macrì, Rel. B. Paternò Raddusa**, Cfr. anche Tribunale di Monza 16 dicembre 2004; Tribunale di Genova, 15 marzo 2005, n. 1230; Tribunale di Roma, Sez. II Pres. Misiti 25 maggio 2005; Tribunale di Roma 29 luglio 2005, n. 17539 ; Tribunale di Venezia 22 novembre 2004, Comunicazioni Consob DI/99014081 del 1 marzo 1999 e DAL/97006042 del 9 luglio 1997).

**39.** “Gli attori lamentano, in primo luogo, l'acquisto dei titoli, provenienti da quattro diverse emissioni, da parte della banca convenuta presso un soggetto (YYY Hoding S.p.a.) di cui la BANCA XXX era azionista.

Poiché l'art. 27 del Reg. sugli intermediari CONSOB dispone che “Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo... a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione...” sostiene, di contro, la difesa della banca che “...ciascuna BCC ha semplicemente una partecipazione simbolica in YYY senza che si crei affatto una situazione di controllo ... e tanto meno, un gruppo”

Ma la doglianza degli attori è pienamente fondata.

---

La normazione secondaria tende ad evitare che la negoziazione per conto proprio – che consiste nell’attività legittima di acquisto (per la rivendita) e di vendita per conto proprio di strumenti finanziari da parte dell’intermediario – avvenga all’insaputa del cliente, allo scopo di evitare, in primo luogo, che chi compie l’operazione lucri sia la differenza tra i prezzi di acquisto e quelli di vendita sia la commissione sulle operazioni compiute per conto di terzi.

Nel caso di specie, va rilevato che i quattro documenti contabili prodotti dagli attori (docc. 1) 2) 3) e 4) fasc. att.) recano tutti le spese per commissioni (che sono dovute per l’acquisto dei titoli per conto di terzi, non anche per conto proprio) e che il conflitto d’interessi sussiste, non già per l’esistenza di rapporti “di gruppo” tra la banca e l’YYY, quanto per il fatto che la banca acquirente, al momento dell’acquisto dei titoli, era socia della società venditrice YYY Holding s.p.a. ed ha quindi venduto ai suoi clienti una cosa propria, non di terzi.

La BANCA XXX era tenuta, pertanto, a informare preventivamente e per iscritto i suoi clienti sulla natura “simbolica” della sua partecipazione azionaria e sulla estensione del suo interesse nell’operazione, procurandosi, come prevedono le norme regolamentari sopra richiamate, il consenso scritto degli investitori prima di dar corso all’operazione.” (**Tribunale di Roma 23 maggio 2005, Misiti, Scaramuzzi e Buonuomo**).

**40.** “ (...) che nel caso in oggetto non vi è prova – né è stato dedotto – che la convenuta, pur essendo portatrice di un conflitto di interesse dovuto alla detenzione, nel proprio portafoglio, dei titoli negoziati, abbia reso edotti i ricorrenti di tale circostanza che doveva essere preventivamente da loro conosciuta per una corretta formazione della loro volontà negoziale; che tale omissione appare particolarmente rilevante nel caso di specie tenuto conto dell’accertata “inaffidabilità” adempitivi del titolo negoziato e della omissione informativa ascrivibile alla convenuta avuto riguardo alle caratteristiche e ai rischi dello stesso; che appare a tal fine irrilevante la formula “contropartita diretta” contenuta nel fissato bollato e nell’ordine di acquisto in oggetto trattandosi di mera clausola di stile, come tale generica e inefficace, oltretutto incomprensibile e poco chiara per degli investitori occasionali; che nel caso in esame non risulta pertanto validamente rispettata ed osservata la procedura di legge da adottarsi in caso di conflitto di interessi; che da quanto esposto discende pertanto la nullità e, in ogni caso, l’annullamento dell’operazione di compravendita di titoli intercorsa tra le parti il 27 febbraio 2001. (**Tribunale di Vigevano, 7 agosto 2006, Est. F. Scarzella**).

**41.** “ (...) Fermo restando il fatto che l’esistenza di un’esposizione creditoria della banca nei confronti dello stesso emittente non determina di per sé la sussistenza del conflitto di interessi, e

---

sottolineati gli oneri probatori gravanti in riguardo sugli attori, tutte le operazioni di negoziazione in questione erano completamente indifferenti per la banca convenuta poiché, quale che fosse l'obbligazione venduta, il suo guadagno era rappresentato unicamente dalle commissioni per l'operazione.

I titoli di cui è causa non costituivano, infatti, un'obbligazione emessa dalla banca o da società del suo gruppo e, per lo più, neppure si trattava di titoli detenuti nel portafoglio di sua proprietà, provvedendo essa ad acquistare via via, i titoli che negoziava su base individuale con la propria clientela. In ogni caso, la situazione di conflitto di interessi rilevante agli effetti della contestazione di violazioni comportamentali è solo quella attuale, ossia una situazione in cui l'intermediario non solo potenzialmente, ma anche effettivamente, realizza un suo interesse in conflitto con quello del cliente.” (**Tribunale di Parma Sez. I, 14 maggio 2007, n. 636, Pres. Stellaro, Rel. Poppi**).

**42.** “...la corretta interpretazione delle preferenze di investimento dei risparmiatori e la ponderata valutazione dei rischi da parte di costoro riducono l'alea connessa agli investimenti finanziari entro quella connaturata, e perciò insopprimibile, alle operazioni eseguite sul mercato dei valori mobiliari ed elidono, tendenzialmente, il rischio non necessario, evitando che questo sia addossato in modo inconsapevole al risparmiatore. La violazione di tali obblighi contrattuali determina la nullità dell'operazione eseguita. La sanzione non è posta espressamente dalla norma, ma si ricava agevolmente. secondo quanto con continuità affermato dalla giurisprudenza di legittimità e di merito (Cass., 7 marzo 2001 n. 3272; Tribunale di Treviso, 26 novembre-16 dicembre 2004; Tribunale di Mantova, 12 novembre 2004; Tribunale di Taranto, 27 ottobre 2004), proprio in considerazione degli interessi pubblicistici, anche di rango costituzionale (art. 47 Cost.) che l'impianto normativo mira a tutelare, identificabili nella tutela dei risparmiatori uti singuli, del risparmio pubblico, come elemento di valore dell'economia nazionale, della stabilità del sistema finanziario, dell'efficienza del mercato dei valori mobiliari, con vantaggi per le imprese e per l'economia pubblica (in questi termini, ancorché con riferimento ad altra norma della disciplina dell'intermediazione finanziaria, Cass. 7 marzo 2001 n. 3272). Dalla qualificazione in termini di norma imperativa di legge dei precetti comportamentali che sovrintendono all'operato degli intermediari finanziari discende, ai sensi dell'art. 1418 comma 1° e 3° c.c., l'affermazione di nullità degli atti negoziali conclusi in loro dispregio. L'onere della dimostrazione dell'aver agito con la specifica diligenza richiesta è addossato dall'art. 23 comma 4 T.U.F. al soggetto abilitato all'esercizio dell'attività che sia stato convenuto in giudizio dal cliente per il risarcimento dei danni risentiti nello svolgimento dei servizi di investimento ed accessori.” (**Tribunale di Palermo, Sez. III civ., 17 gennaio 2005, Rel. Dr. Giulia Malsano**).

---

**43.** “Le operazioni di *swap* oggetto di causa sono state tutte stipulate previa sottoscrizione da parte del legale rappresentante della società attrice di una dichiarazione, richiamata nelle premesse facenti parte integrante di ciascun contratto di *swap*, secondo cui la società cliente, organicamente rappresentata dal dichiarante, era in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari.

Secondo la difesa della convenuta, la dichiarazione autoreferenziale di un cliente corporale attestante la propria qualità di “operatore qualificato” vale ad esentare l’intermediario finanziario dall’onere di accertare se all’elemento formale coincida ad un dato sostanziale e se, dunque, ci si trovi effettivamente innanzi ad un soggetto dotato di specifiche capacità investitore e/o finanziarie.

Non si ignora che la prevalente giurisprudenza di merito, segnatamente ambrosiana, si sia espressa nello stesso senso propugnato dalla convenuta (Tribunale di Milano, sez. VI civ., 25 novembre 2005, est. Dehò, ined.; Tribunale di Milano, sez. VI civ., 10 agosto 2005, est. Di Blasi, ined.; Tribunale di Milano, sez. VI civ., 11 luglio 2005, est. Di Blasi, ined.; Tribunale di Milano, sez. VI civ., 6 aprile 2005, est. Del Prete, reperibile su [www.Ilcaso.it](http://www.Ilcaso.it); Tribunale di Torino, sez. I civ., ord., 7 luglio 2005, g.d. Dotta), ripetutamente affermando che la dichiarazione resa dal legale rappresentante della società esenta la banca dall’onere di verificare l’effettivo possesso delle competenze, per così dire, autocertificate dal cliente e, tuttavia, è opinione di questo Tribunale che siffatto assunto non sia affatto condivisibile.

Con il documento in questione (“*il sottoscritto ... in qualità di legale rappresentante di (...) in virtù dei poteri conferiti dallo statuto, ai sensi e per gli effetti dell’art. 31 del Reg. Consob n. 11552 sulla prestazione dei servizi di investimento, dichiara sotto la propria responsabilità che la predetta Società/Persona giuridica possiede una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari. In relazione a quanto sopra, la prestazione dei servizi di investimento dalla stessa richiestaVi verrà resa in deroga alle disposizioni del suddetto Reg. Consob richiamate dal citato art. 31*”) non pare dubitabile che l’amministratore della società attrice abbia formulato una dichiarazione di scienza. Ed è altresì ovvio che la dichiarazione di scienza non assume rilievo di per sé, ma in quanto presuppone una preesistente situazione giuridicamente rilevante (un pagamento, un fatto a sé sfavorevole e favorevole alla controparte, un riconoscimento di figlio naturale, un elenco oggetto di un inventario, i dati contabili contenuti in un bilancio, ecc.). Quando tale collegamento manca o non è puntualmente individuabile e determinabile, la dichiarazione o non dispiega alcun effetto per la radicale indeterminatezza di quanto dichiarato o, in radice, non assume alcun significato giuridicamente apprezzabile, perché tale da risolversi in una mera opinione personale.

---

L'oggetto dell'attività dichiarativa del legale rappresentante della società attrice è stato il possesso da parte della società rappresentata di una "specificata competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari", vale a dire un giudizio su di una situazione di fatto complessa ed invero non priva di un certo grado di opacità semantica.

Non pare peraltro dubitabile che siffatta "specificata competenza ed esperienza" si risolva quanto meno nel precorso, oltre che attuale, esercizio di un'attività di negoziazione di strumenti finanziari senz'altro non occasionale o sporadica ed, anzi, di entità tale da rendere la società/persona giuridica in questione sostanzialmente omogenea in subiecta materia agli altri "operatori qualificati" tipi e nominativamente contemplati dall'art. 31 Reg. intermediari (*ex multis*: Sicav, fondi pensione, promotori finanziari, fondazioni bancarie, ecc.). Di tale attività di negoziazione, peraltro, nella dichiarazione autoreferenziale (*rectius*, nelle dichiarazioni) rese dall'amministratore della società attrice non vi è traccia alcuna. Non si fa infatti menzione di una sola operazione d'investimento in strumenti finanziari precedentemente negoziata dalla società o, in ipotesi, dallo stesso legale rappresentante, né si dà conto di eventuali collaboratori o dipendenti della società muniti di specificata competenza ed esperienza in materia: ci si è limitati a dichiarare il possesso da parte della società di siffatta esperienza e competenza, vale a dire esprimere una mera opinione personale, non altrimenti corroborata e passibile di positivo riscontro.

(...) nell'affermare l'esenzione di qualsivoglia proprio obbligo informativo in presenza dell'autocertificazione di (...) ha poi richiamato quella giurisprudenza – ben nota a questo Tribunale ed anzi fatta espressamente propria in altra fattispecie – secondo cui la tutela necessaria nel campo degli investimenti in borsa o sui mercati azionari non può essere pari a "quella di cui hanno bisogno smarrite vedove od orfani di campagna, bensì quella adeguata per consapevoli e responsabili padri di famiglia" (Tribunale di Viterbo, 30 novembre 2004) e che "pare davvero troppo [ritenere] la doverosità, nella prassi bancaria, di una sorta di esame di diritto ed economia ... che il cliente deve necessariamente superare per potere effettuare un investimento, e la banca possa andare esente da responsabilità risarcitoria ove l'investimento si risolva in un fiasco" (Tribunale di Torino, 8 luglio 2005). Detta giurisprudenza, tuttavia, non appare pertinente nel caso di specie, dal momento che non è sotto il profilo qui in discussione la mancata attuazione da parte della banca di quel dovere di informare e di informarsi ad essa commesso dall'ormai corposa normativa di settore, ma se l'intermediario, a monte degli obblighi informativi a lui incombenti in base alla disciplina di settore e nell'ambito della normale diligenza richiesta nell'ordinario traffico giuridico, possa ritenersi autorizzato, alla luce della menzionata autodichiarazione dell'investitore, a disapplicare integralmente lo statuto protettivo previsto per gli operatori non qualificati e se esso, nel quadro di quei minimi obblighi

---

di lealtà e salvaguardia costituenti l'ovvio precipitato degli ordinari doveri di agire secondo correttezza e buona fede, bene abbia fatto nel non acquisire alcun elemento idoneo a corroborare la proclamata "specificità competenza ed esperienza" della società attrice, posto che, in particolare, in detta dichiarazione autoreferenziale non veniva enunciato un solo fatto sintomatico della sostanziale correttezza o, quanto meno, plausibilità di quel giudizio. In altri termini, quand'anche il mero dato letterale offerto dall'art. 31 Regolamento cit. potesse autorizzare l'interpretazione patrocinata dalla banca, paiono sussistere prevalenti elementi di ordine logico e sistematico tali da far ritenere, nel caso concreto, imprescindibile un obiettivo riscontro a siffatta dichiarazione.

(...)Conclusivamente sul punto, è allora da escludersi il riconoscimento di giuridica efficacia alla dichiarazione di "operatore qualificato" resa dal legale rappresentante della società, siccome non corroborata da un concreto e obiettivo riscontro all'autoproclamata "*competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari*".

Concreto e obiettivo riscontro che, ove operato, non avrebbe potuto condurre, peraltro, che ad escludere la sussistenza di una siffatta qualifica, dal momento che essa non risulta avere mai posto in precedenza operazioni finanziarie, né, in particolare, operazioni d'investimento in strumenti derivati e non ha nel proprio oggetto sociale la previsione dello svolgimento di attività volta all'acquisto e all'impiego di strumenti finanziari derivati speculativi negoziati fuori dei mercati regolamentati." (**Tribunale di Novara, 18 gennaio 2007, Pres. Di Oreste, Relatore Bruno Conca**, Cfr. anche Tribunale di Torino, Giudice Unico Dotta 27 gennaio 2000; Tribunale di Milano 21 febbraio 1995 Dr. Elisa Ceccarelli; Tribunale di Torino 27 gennaio 2000; Tribunale di Torino n. 5930 18 settembre 07 Pres. G. Oberto, Rel. Simonetta Rossi).

**44** . " Ad avviso di questo Collegio, la previsione di una dichiarazione scritta del legale rappresentante della società o persona giuridica è strettamente connessa alla finalità, menzionata anche nella citata sentenza del Tribunale di Novara, di individuare un punto di equilibrio tra esigenze di efficienza, flessibilità e fluidità del traffico giuridico ed esigenze di protezione dell'investitore: come correttamente osservato dalla difesa della banca convenuta, non può essere demandato all'intermediario di accertare con specifiche indagini – caso per caso – la veridicità di quanto attestato dal legale rappresentante nella dichiarazione di cui all'art. 31, comma 2, Reg. Consob (salvo, ovviamente, l'obbligo di tenere conto di quanto a sua conoscenza in relazione ai pregressi rapporti intrattenuti con quella società o persona giuridica) e per contro, come sopra sottolineato, la tutela dell'investitore deve in ogni caso essere effettiva. Il contemperamento delle due esigenze viene operato, nella norma in esame, con la previsione di una dichiarazione scritta, sottoscritta dal rappresentante della società o persona giuridica

---

investitrice che, in quanto contenente l'attestazione di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, può assumere valenza confessoria e sollevare l'intermediario da ogni onere probatorio in merito. Ciò a condizione, peraltro, che la dichiarazione non sia indeterminata e contenga l'elencazione di fatti (non di opinioni) effettivamente indicativi di tale competenza e di tale esperienza. Come correttamente osservato nella già richiamata sentenza del tribunale di Novara, infatti, non possono esistere due categorie di operatori qualificati, *“di cui la prima costituita da soggetti che sono tali per ragioni obiettive e la seconda da soggetti che divengono tali per autoproclamazione”*.

Tutto ciò premesso, nel caso in specie, ad avviso del Collegio, la XXX S.p.A. non può essere ritenuta operatore qualificato ai sensi e per gli effetti di quanto disposto dall'art. 31 Reg. Consob n. 11522/98 e ciò, in primo luogo, per l'assenza di una dichiarazione avente i requisiti imposti da una lettura della norma de qua conforme al suo dettato letterale ed alla sua ratio. Il documento 23 marzo 2000, sottoscritto dalla signora AAA e dal di lei figlio BBB, amministratore delegato si limita infatti a riprodurre il testo del richiamato art. 31 (*“dichiara sotto la sua responsabilità che la predetta società/persona giuridica possiede una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari”*), senza alcun riferimento a specifici fatti, operazioni o negozi che attestino il dichiarato possesso. In tal modo, la dichiarazione si connota come mera, immotivata, formulazione di un'opinione (implicante, tra l'altro, valutazioni di carattere tecnico-giuridico) e non può svolgere la funzione assegnatale, secondo l'accolta interpretazione, dalla norma in esame (e ciò a tacere della chiara provenienza del testo dalla banca convenuta e dalla sua intestazione – *“Testo della dichiarazione da ritirare da società e persona giuridica ai fini dell'operatività in strumenti finanziari”* – che, unitamente alle dichiarazioni della teste CCC *“il doc. 4 così come gli altri documenti prodotti dalla banca sono i documenti che noi in genere sottoponiamo alla firma delle società”* – fornisce elementi indiziari in relazione ad una prassi applicativa generalizzata non conforme alla ratio dell'art. 31 Reg. Consob n. 11522/98). .” (Tribunale di Torino n. 5930 del 18 settembre 2007 Pres. G. Oberto, Rel. Simonetta Rossi).

45. “Si è in presenza di dichiarazioni rilasciate dal legale rappresentante della società e quindi dal soggetto maggiormente titolato a garantire a terzi la "competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari" richiesta dall'art. 31, n. 2 ultima parte Reg Consob n. 11522/98; alla luce di tali dichiarazioni la banca non aveva l'onere di operare alcuna altra verifica e i suoi rapporti con l'investitore venivano ad essere impostati in termini diversi rispetto ai rapporti con gli investitori non qualificati”. (Tribunale di Milano, sez. VI, n. 4882 del 26

---

**aprile 2006, Pres. A. Bernardini, Rel. S. Puliga**, Cfr. anche Tribunale di Milano, Sez. VI 25 novembre 05, Corte d'Appello di Milano, n. 2709 del 12 ottobre 07)

**46.** “Non è in discussione il carattere aleatorio delle operazioni in questione, né è seriamente discutibile che la società attrice ne fosse a conoscenza, perché espressamente enunciato in tutti i moduli di conferma d'ordine delle operazioni in questione prodotti in atti.

Occorre tuttavia considerare, come peraltro ricordato dalla difesa della Banca convenuta, che affinché le operazioni di interest rate swap e, più in generale, quelle in strumenti finanziari derivati, possano essere considerate come assistite da funzione di copertura di specifici rischi (su tasso o su cambio) e non meramente speculative, occorre, secondo la prescrizione Consob (Comunicazione DI/99013791 del 26 febbraio 99) che esse:

- a) siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità delle altre operazioni detenute dal cliente (cd. Posizioni base);
- b) vi sia elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, ecc..) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine;
- c) le condizioni di cui ai punti sub a) e sub b) risultino documentate da evidenze interne degli intermediari e siano approvate dalla funzione di controllo interno.

Pare ovvio, né ciò viene disconosciuto dalla Banca, che l'intermediario, nella valutazione dell'idoneità dell'operazione a ridurre il rischio, per così dire, assicurabile mediante l'operazione in derivati, nonché della correlazione fra copertura e strumento finanziario, debba agire secondo la diligenza propria del settore.

Al riguardo la Banca ha formulato diversi capi di prova testimoniale, non riproposti in sede di definitiva precisazione delle conclusioni, volti a dimostrare che i suoi organi interni avevano in effetti valutato la rischiosità dell'operazione e la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dello strumento finanziario e l'oggetto della copertura.

Anche ammesso – e non v'è ragione per escluderlo – che siffatta valutazione sia stata fatta, non può ritenersi che essa sia stata condotta con la necessaria diligenza e prudenza.

In primo luogo non risulta, sulla base della documentazione in atti, che siffatte valutazioni siano state versate e documentate in “evidenze interne” della banca, né che siano state approvate dalla funzione di controllo interno (condizione sub c) indicata nella citata Comunicazione Consob).

Ciò premesso, ricorda la stessa difesa della Banca che difetta una correlazione funzionale tra rischio e prodotto sottoscritto allorquando si verifichi il c.d. eccesso di copertura, in presenza del quale il cliente è esposto ad un rischio esponenzialmente superiore a quello originario che, nelle intenzioni, si voleva neutralizzare, potendosi pertanto verificare, a seconda dei casi, perdite ovvero guadagni tendenzialmente illimitati.

---

Orbene, non si vede, né è stato dalla Banca specificato, su quali elementi si sarebbe fondata la favorevole prognosi in ordine a siffatta correlazione tecnico-funzionale fra derivato e oggetto della copertura, laddove:

- a petto di un'esposizione debitoria in gran parte a breve si propone un'operazione di copertura di durata pluriennale;
- a fronte della necessità di coprire il rischio di oscillazione dei tassi, non viene previsto a carico della società attrice un tasso fisso, bensì un tasso crescente di anno in anno. Anzi, in sede di rinegoziazione (9 aprile 2002) della prima operazione, veniva pattuito che, in caso di aumento dei tassi oltre una certa soglia, la società sarebbe stata chiamata a corrispondere non più un tasso predeterminato – in quella sede negoziale, peraltro, ulteriormente accresciuto – ma anch'essa un tasso variabile, con funzione, unica e palese, di minimizzazione delle eventuali minusvalenze di *YYY*;
- in relazione ad un risultato di esercizio ridottosi, negli ultimi due anni di riferimento, ad un utile superiore a ventimila euro, si proponeva la rinegoziazione di strumenti finanziari e la stipulazione di altre operazioni di analogo tenore potenzialmente idonee – proprio per il carattere a priori non predeterminabile della perdita – a causare, come in effetti hanno causato, perdite pari ad un multiplo del modesto risultato d'esercizio della cliente.

Se, alla stregua della normativa di settore, l'intermediario deve agire nell'interesse dell'investitore, al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere il miglior risultato possibile (verosimilmente non – o non soltanto – per la Banca) in relazione al livello di rischio prescelto dal cliente, deve escludersi che abbia soddisfatto siffatti canoni di comportamento quell'intermediario che abbia proposto operazioni, quantunque aleatorie e, dunque, intrinsecamente suscettibili di recare perdite al sottoscrittore, pur tuttavia tendenzialmente incongrue sotto il profilo temporale con il rischio oggetto di copertura e tali, in conseguenza del carattere aperto e non determinabile a priori della perdita nonché in ragione dei connotati economico-patrimoniali del cliente, da annichilire economicamente il sottoscrittore del derivato, connotate, inoltre, da un'aleatorietà, per così dire, zoppa o di diverso grado, in quanto idonea a minimizzare le eventuali perdite dell'intermediario (vedasi l'operazione di rinegoziazione del 9 aprile 2002), senza alcun meccanismo speculare di bilanciamento in favore del cliente. .” (**Tribunale di Novara 18 gennaio 2007, Pres. Di Oreste, Relatore Bruno Conca**).

**47** . “Parte attrice lamenta la nullità dei contratti di *swap* per cui è causa, in ragione della mancanza di un contratto-quadro per la disciplina dei servizi d'investimento, da stipularsi in forma scritta, in base a quanto disposto dall'art. 23, primo comma, T.U.F. e dall'art. 30 Reg.

---

Consob 11522/98. Siffatta doglianza appare infondata, alla luce della documentazione versati in atti dalla banca convenuta. Se è vero, infatti, che non esiste o, quanto meno, non è stata allegato né prodotto un contratto quadro relativo ai servizi d'investimento in valori mobiliari, è peraltro vero che le singole operazioni di *swap* per cui è causa sono state stipulate sulla base non già di un mero ordine scritto del proponente, bensì di veri e propri contratti stipulati per iscritto. Ciascuna operazione di *swap* è stata infatti negoziata sulla base di una proposta, contestualmente accettata dalla banca, proveniente dalla società attrice – ancorché su modulo evidentemente predisposto dalla banca – denominato “accordo” con cui la proponente intendeva *“stabilire le condizioni che regoleranno ciascun contratto che verrà di volta in volta concluso con la banca. Il contratto potrà essere concluso anche telefonicamente e verrà confermato mediante scambio di corrispondenza conforme agli schemi forniti dalla banca stessa (di seguito definiti “conferme”). Ciascun contratto così concluso, come regolato nei termini contenuti nel presente accordo, sarà di seguito indicato come “contratto”.*

Secondo una giurisprudenza ormai consolidata, già fatta propria da questo Tribunale, e condivisa da entrambe le parti in causa, il contratto cui fa riferimento la menzionata norma è esclusivamente il contratto-quadro, laddove le singole transazioni ad esso conseguenti debbono intendersi quali atti esecutivi di un'operazione negoziale complessa che trova la propria genesi nel mandato conferito dall'investitore all'intermediario finanziario, affinché questi operi, per suo conto, sul mercato mobiliare.

Il concreto tenore delle pattuizioni intercorse fra le parti in occasione della negoziazione di ciascuna operazione di *swap de quibus*, così come documentate sulla base delle produzioni della convenuta, vale senz'altro ad integrare i requisiti di forma prescritti dall'art. 23 cit., dal momento che ciascuno dei contratti stipulati contestualmente alla negoziazione dell'operazione di *swap* prevede regole di ordine generale per la stipulazione di operazioni del medesimo genere (*interest rate swap*), di fatto ponendosi, nel quadro delle fonti negoziali poste a fondamento del rapporto fra le parti in causa, come potenziale contratto-quadro, sia pur limitato alle sole operazioni di *interest rate swap*. Sulla base della normativa invocata da parte attrice, d'altronde, non è dato evincere un contenuto ulteriore, specifico del – mancante – contratto generale d'investimento mobiliare non recato dai contratti prodotti in causa rispetto a quello recato dai contratti versati in atti, di talché l'onere della forma scritta, limitatamente alla regolazione delle operazioni d'investimento oggetto di controversia appare senz'altro assolto. Dal concreto sviluppo dei rapporti fra le parti, emerge, semmai, un eccesso di forma scritta, nel senso che per ciascuna delle operazioni di *interest rate swap* oggetto di controversia, è stato stipulato un nuovo contratto idoneo, per la sua letterale formulazione, a *“stabilire le condizioni che regoleranno ciascun contratto che verrà di volta in volta concluso con la banca”*. E, tuttavia,

---

*quod abundat non vitiat*. Nessuna violazione dell'art. 23 TUF pare ravvisabile nell'aver le parti rinnovato ogni volta quell'assetto negoziale già convenuto fra le parti contestualmente alla prima delle operazioni negoziate e potenzialmente idoneo a regolare tutte le successive." **(Tribunale di Novara 18 gennaio 2007, Pres. Di Oreste, Relatore Bruno Conca).**

**48.** "Occorre muovere dalla considerazione che la L. n. 1 del 1991, art. 5, comma 4 (poi sostituito dal D.Lgs. n. 415 del 1996, art. 23 e quindi dal D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 31, comma 3, ma ancora applicabile *ratione temporis* ai fatti di causa) pone a carico dell'intermediario la responsabilità solidale per gli "eventuali danni arrecati a terzi nello svolgimento delle incombenze affidate ai promotori finanziari anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale".

Non interessa in questa sede soffermarsi a discutere se quella così configurata sia o meno una forma di responsabilità oggettiva, nè quali siano i suoi rapporti sistematici con la responsabilità contemplata, in via generale, dall'art. 2049 c.c. a carico dei padroni e dei committenti per i fatti illeciti imputabili ai domestici ed ai commessi.

Conviene invece sottolineare come la suindicata responsabilità dell'intermediario preponente, la quale pur sempre presuppone che il fatto illecito del promotore sia legato da un nesso di occasionalità necessaria all'esercizio delle incombenze a lui facenti capo (cfr. Cass. n. 20588 del 2004 e Cass. 10580 del 2002), trova la sua ragion d'essere, per un verso, nel fatto che l'agire del promotore è uno degli strumenti dei quali l'intermediario si avvale nell'organizzazione della propria impresa, traendone benefici cui è ragionevole far corrispondere i rischi; per altro verso, ed in termini più specifici, nell'esigenza di offrire una più adeguata garanzia ai destinatari delle offerte fuori sede loro rivolte dall'intermediario per il tramite del promotore, giacché appunto per le caratteristiche di questo genere di offerte più facilmente la buona fede dei clienti può essere sorpresa. E tale garanzia il legislatore ha inteso rafforzare, tra l'altro, anche e proprio attraverso un meccanismo normativo volto a responsabilizzare l'intermediario nei riguardi dei comportamenti di soggetti - quali sono i promotori - che l'intermediario medesimo sceglie, nel cui interesse imprenditoriale essi operano e sui quali nessuno meglio dell'intermediario è concretamente in grado di esercitare efficaci forme di controllo.

In questo quadro si collocano, ovviamente, anche le disposizioni regolamentari che la Consob è stata chiamata a dettare, in base al disposto della citata L. n. 1 del 1991, art. 5, comma 8, ed in particolare quelle menzionate nella lettera f) di detto comma, ossia le regole che i promotori debbono osservare "nei rapporti con la clientela al fine di tutelare l'interesse dei risparmiatori". Tra esse rileva qui, specificamente, l'art. 14, comma 9, del regolamento emanato dalla Consob

---

con Delib. n. 5388 del 2 luglio 1991 (vigente all'epoca dei fatti di causa), che fa obbligo al promotore di ricevere dal cliente esclusivamente: "1) titoli di credito che assolvono la funzione di mezzi di pagamento, purché siano muniti di clausola di non trasferibilità e siano intestati al soggetto indicato nel prospetto informativo o nel documento contrattuale ove il prospetto non sia prescritto; 2) titoli di credito nominativi intestati al cliente e girati a favore di chi presta il servizio di intermediazione mobiliare offerto tramite il promotore".

Ora, è pacifico che nel caso in esame, come s'è detto, tale disposizione non fu osservata dal promotore, il quale ebbe a ricevere assegni emessi dal sig. M. al portatore. Ma quella regola - come pure già si è sottolineato - è unicamente diretta a porre un obbligo di comportamento in capo al promotore e trae la propria fonte da una prescrizione di legge (la citata L. n. 1 del 1991, art. 5, comma 8, lett. f) espressamente volta alla tutela degli interessi del risparmiatore. Non è perciò logicamente postulato che essa, viceversa, si traduca in un onere di diligenza posto a carico di quest'ultimo, tale per cui l'eventuale violazione di detta prescrizione ad opera del promotore si risolva in un addebito di colpa (concorrente, se non addirittura esclusiva) a carico del cliente danneggiato dall'altrui atto illecito. Nè il mero fatto che una corrispondente previsione sia eventualmente inserita nei moduli sottoscritti dal cliente può mutare la funzione di quella regola e trasformarla, da obbligo di comportamento del promotore in vista della tutela dell'investitore, in un onere gravante su quest'ultimo in funzione della tutela dell'intermediario rispetto ai rischi di comportamento infedele del promotore. A parte il rilievo che l'implicito presupposto dal quale muovono tutte le disposizioni volte a conformare a regole prefissate il comportamento di intermediari e promotori è proprio l'insufficienza delle tradizionali forme di autotutela dell'investitore affidate alla mera sottoscrizione di moduli e formulati, ove si ammettesse la possibilità per l'intermediario di scaricare in tutto o in parte sull'investitore il rischio della violazione di regole di comportamento gravanti sui promotori, si finirebbe evidentemente per vanificare lo scopo della normativa che, come s'è visto, per ragioni di carattere generale attinenti alla tutela degli investitori (e perciò del risparmio), mira invece proprio a responsabilizzare l'intermediario per siffatti comportamenti del promotore.

Non s'intende con ciò negare, in assoluto, che possa trovare spazio l'applicazione dell'art. 1227 c.c. (comma 1 o 2, a seconda dei casi), qualora l'intermediario provi che vi sia stata, se non addirittura collusione, quanto meno una consapevole e fattiva acquiescenza del cliente alla violazione, da parte del promotore, di regole di condotta su quest'ultimo gravanti. Al dovere di tutela reciproca dei contraenti, insito nel principio generale di buona fede, anche il cliente dell'intermediario è certamente tenuto. Per le ragioni dianzi chiarite, deve però escludersi che la mera allegazione del fatto che il cliente abbia consegnato al promotore finanziario somme di

---

denaro con modalità difformi da quelle con cui quest'ultimo sarebbe stato legittimato a riceverle valga, in caso d'indebita appropriazione di dette somme da parte del promotore, ad interrompere il nesso di causalità esistente tra lo svolgimento dell'attività del promotore finanziario medesimo e la consumazione dell'illecito, e quindi precluda la possibilità d'invocare la responsabilità solidale dell'intermediario preponente; e deve parimenti escludersi che un tal fatto possa essere addotto dall'intermediario come concausa del danno subito dall'investitore in conseguenza dell'illecito consumato dal promotore al fine di ridurre l'ammontare del risarcimento dovuto. L'enunciazione di tale principio, destinato evidentemente ad assorbire e rimpiazzare la motivazione dell'impugnata sentenza sul punto, rende superfluo l'esame delle considerazioni svolte dalla ricorrente in ordine al modo in cui si sono concretamente configurate le modalità di pagamento nei pregressi rapporti intercorsi con il sig. M., mai avendo la ricorrente dedotto che quest'ultimo fosse consapevole della violazione delle regole di condotta gravanti sul promotore.”

(...) “La circostanza che i promotori possano svolgere la loro opera nell'interesse di una sola società d'intermediazione (cd. obbligo di monomandato, già posto dall'allora citata L. n. 1 del 1991, art. 5, comma 3) e la naturale conseguente identificazione da parte dei terzi del promotore come inserito nella struttura organizzativa di detta società, per effetto di un atto di preposizione da questa proveniente, rende evidente il rischio che i terzi - ed in specie i clienti adusi ad avere rapporti con la società tramite quello specifico promotore - possano continuare ad identificare in costui un referente della medesima società pur quando in realtà il rapporto di preposizione sia invece venuto meno. Emerge perciò anche in questo campo quell'esigenza d'informazione tempestiva del terzo alla quale, sia pure con una norma non di per sè applicabile alla presente fattispecie, il legislatore si è mostrato ben sensibile dettando l'art. 1396 c.c..

Certo, non può pretendersi che l'intermediario informi della cessazione del rapporto di preposizione tutti coloro che in passato siano entrati in qualche modo con lui in contratto per il tramite del promotore cessato. Ma un tale dovere d'informazione, connesso al dovere di protezione dell'altro contraente che naturalmente si estende anche a tutto quanto immediatamente consegue alla relazione contrattuale, è invece configurabile nei confronti di coloro i quali, essendosi sempre e ripetutamente avvalsi del promotore poi dimissionario, hanno intrattenuto rapporti con la società d'intermediazione in un arco di tempo che ragionevolmente può far supporre la loro attitudine ad effettuare ulteriori investimenti per il tramite di quel medesimo promotore.” **(Corte di Cassazione n. 8229 del 7 aprile 2006).**

---

**49.** “(...) La responsabilità invocata in giudizio dall’attore è diretta nei confronti del promotore finanziario XXX per essersi appropriato di somme ricevute con il mandato di sottoscrivere fondi di investimento; è oggettiva, ex art. 31 comma 3 TUF, nei confronti di Banca YYY che ha conferito al promotore convenuto l’incarico di promuovere fuori sede i suoi servizi di investimento. La domanda è fondata e va accolta integralmente nei confronti del promotore finanziario XXX, mentre è solo in parte fondata verso la banca.

Ritiene infatti il Collegio che siano sufficientemente dimostrate le circostanze inerenti il rapporto tra WWW e XXX quale promotore di Banca YYY, la finalizzazione della dazione del denaro a XXX all’investimento in strumenti finanziari e quindi il collegamento tra l’attività prestata da XXX per WWW e la sua professione di promotore finanziario di Banca YYY, la sottrazione delle somme e la mancata esecuzione dell’ordine di investimento conferito dal cliente. Si ritiene per altro che, mentre la prova della consegna di euro 200.000 a XXX da parte di WWW risulta raggiunta nei confronti del convenuto XXX, lo stesso non può dirsi quanto alla convenuta Banca YYY.

Osserva infatti il collegio che chi agisce nei confronti del soggetto abilitato per l’affermazione della sua responsabilità in relazione ai danni arrecati dal promotore finanziario nello svolgimento dell’incarico di prestazione fuori sede del servizio di investimento in strumenti finanziari ha l’onere, ex art. 2967 c.c.. di dimostrare i fatti costitutivi della responsabilità dedotta in giudizio e, quindi, di aver effettivamente avuto un rapporto con il promotore finanziario, di avergli dato denaro per eseguire un investimento e di aver subito un danno a causa del comportamento doloso o colposo del promotore nell’esecuzione dell’incarico inerente alla sua attività cui è stato incaricato dall’ente preponente soggetto abilitato. Qualora la prova offerta dall’attore verso il promotore, o nella confessione fittizia ex art. 13 D.Lgs. 5/2003, come nel caso di specie, essa nei confronti della banca, responsabile solidalmente ex art. 31 Tuf in quanto si è avvalsa dell’attività del promotore, è liberamente apprezzata dal giudice e non ha efficacia e valore di prova legale.

(...) L’attore ha affermato di aver consegnato al promotore finanziario la complessiva somma di euro 200.000,00 di cui, in parte con assegni, in parte in contanti, costituenti una porzione del prezzo percepito dalla vendita di un immobile di sua proprietà – vendita di cui ha dato dimostrazione in causa del 23 febbraio 2004 – di poco precedente all’ordine di investimento (doc. 21 e 22 fasc. attore).

La prova della dazione del denaro nella misura di euro 200.000,00, come allegato in citazione da parte dell’investitore sig. WWW al promotore finanziario, può dirsi piena nei confronti del convenuto XXX e si fonda:

- 
- sulla sua confessione stragiudiziale resa per iscritto nella comunicazione di dimissioni predisposta e sottoscritta da XXX e inviata alla banca YYY nel mese di novembre 2004 ( doc. 11 fasc. attore, la circostanza che la lettera sia stata inviata e ricevuta dalla banca non è stata da questa disconosciuta) nella quale si legge: “*A febbraio 2004 il sig. WWW mi consegnava € 190.000,00 in contanti rivenienti dalla vendita di un immobile di proprietà...*”;
  - sulla mancata comparizione senza giustificato motivo dell’udienza all’uopo fissata del convenuto XXX a rendere l’interrogatorio formale ammesso su tale circostanza;
  - sull’ammissione negli atti processuali dei fatti allegati dall’attore;
  - sulla documentazione prodotta dall’attore costituita dall’ordine su strumenti finanziari (doc.7 già citato) impartito per iscritto su modulo con l’intestazione della banca convenuta, sottoscritta dall’attore e da XXX che vi ha apposto 2 firme di cui una sul timbro della Banca YYY e quindi quale promotore della medesima; in particolare quest’ordine risulta conferito per la quantità n. 2356,27 dello strumento finanziario ETF B1 MSCIEuro al prezzo indicato di euro 84,88 quindi per il controvalore di poco superiore a euro 200.000 (2356,27 x 84,88 = 200.000,1976); deve rilevarsi sul punto che la banca ha ammesso che il ETF B1 MSCIEuro è uno strumento finanziario, dunque deve ritenersi che l’ordine ebbe ad oggetto un valore esistente ed acquistabile;
  - sulla distinta di rendicontazione dell’operazione che risulta inviata dalla banca al cliente nella quale è registrato che questi aveva sottoscritto il ETF B1 per l’importo investito e versato di euro 200.000,00; si tratta anche in questo caso di documento sottoscritto con una sigla, apposta sul timbro della banca, da XXX. La banca ha contestato l’autenticità di tale documento assumendo che non risulta conforme a quelli standard da essa predisposti con ciò volendo intendere che evidentemente era stato predisposto da XXX per occultare al cliente l’omessa trasmissione del suo ordine di investimento alla banca e fare apparire come vera una situazione non corrispondente al vero.

Il complesso di tali circostanze per il Collegio è sufficiente per ritenere pienamente dimostrato nei confronti del convenuto XXX che il sig. WWW gli consegnò, quale promotore e nell’ambito della prestazione della sua attività di promozione di strumenti finanziari fuori sede su incarico della banca convenuta, la somma di euro 200.000,00 ma non è idoneo a raggiungere un sufficiente livello di certezza della dazione di quel denaro nei confronti della banca preponente e ciò in considerazione della tipologia del materiale probatorio costituito sostanzialmente da confessione di XXX e da documentazione (doc. 7 e 8 fasc. attore) formata dal medesimo XXX. Tale quadro probatorio ha il valore di semplice indizio nei confronti della banca convenuta e, mancando per tutta la somma che si assume versata (euro 200.000,00) un obiettivo riscontro oggettivo; non può ritenersi che l’attore abbia dimostrato nei confronti della banca che

---

effettivamente consegnò la somma di euro 200.000,00 al promotore per effettuare l'investimento non eseguito, consegna e omessa esecuzione da cui è conseguita per l'attore la perdita patrimoniale di cui chiede il risarcimento.

La dazione di denaro da parte dell'attore a XXX nei confronti della banca può essere riconosciuta nei limiti in cui le fonti probatorie valide verso XXX trovano un riscontro oggettivo esterno non riferibile a XXX. Posto ciò si ritiene dimostrato verso la banca convenuta una dazione di denaro da parte del cliente al promotore di soli euro 35.000,00 corrispondente al valore degli assegni emessi da WWW e che risultano, da quanto esibito in giudizio ex art. 210 c.p.c. da parte della terza banca Popolare di Bergamo trattaria degli assegni, effettivamente incassati da XXX.

Risulta infatti che dei sei assegni esibiti in originale solo tre risultano incassati da XXX (girati da XXX), mentre gli altri tre sono stati emessi da WWW a favore di sé stesso e girati a terze persone e, quindi, non si può essere certi che siano stati consegnati a XXX.

La banca ha rilevato inoltre che, poiché gli assegni sono stati tratti da WWW, che ne aveva il potere in quanto delegato e autorizzato, da un conto corrente intestato alla moglie, il danno dedotto in giudizio, costituito dalla distrazione da parte del promotore delle somme consegnategli per l'investimento, non sarebbe del sig. WWW ma di sua moglie titolare del conto. Il rilievo è privo di pregio in quanto poiché l'ordine è stato impartito da WWW a suo nome il danno conseguente alla mancata esecuzione dell'ordine e alla distrazione delle somme consegnate con lo scopo dell'investimento deve riconoscersi in capo a WWW senza che su ciò possa influire la fonte ed il mezzo con cui WWW ha reperito il denaro per l'investimento (se a mutuo della moglie o se si tratta, come sostenuto da WWW e in parte documentato, di denaro confluito sul conto della moglie di WWW ma proveniente dalla vendita di un immobile di WWW):

Va anche rigettata l'eccezione ex art. 1227 c.c. sollevata dalla banca convenuta e fondata sul fatto che l'attore avrebbe consegnato al promotore assegni bancari emessi non a favore di YYY e non trasferibili, come imposto dalla normativa del settore, modalità di pagamento di cui l'attore doveva ritenersi consapevole per avere nel mese di dicembre 2003 eseguito un precedente investimento seguendo la corretta procedura di pagamento. L'eccezione è infondata in applicazione del principio di recente affermato dalla Corte di legittimità nella sentenza n. 8829/2006 alla cui motivazione sul punto si richiama.” **(Tribunale di Milano n. 4547 del 17 aprile 2007 Pres. A.M. Vanoni, rel. A. Simonetti).**

---

**50.** “ (...) una volta che il consorzio di collocamento abbia concluso l’operazione con la cessione dei titoli agli investitori istituzionali, si chiude la fase del mercato primario e si entra in quella del mercato secondario, dove non opera più la clausola, contenuta nel regolamento di emissione, che limita la vendita ai soli investitori professionali”. (**Tribunale di Ancona n. 341 del 2 marzo 2007 Pres. L. Moretta, rel. Fabrizio Melucci**).

**51.** “Infatti, mentre i bond proposti sull’euromercato sono riservati a soli investitori istituzionali, proprio perché accompagnati da un documento informativo semplificato (c.d. *Offering circular*), l’assenza di prospetto informativo impedisce agli intermediari di sollecitare il pubblico a comprare i titoli, ma non anche a venderli ai clienti dopo che siano stati già collocati nel mercato secondario: ivi infatti la circolazione delle obbligazioni è pur sempre regolata dalle norme che governano la compravendita di titoli già emessi ed i servizi di investimento, sicché l’investitore *retail* non è per ciò stesso privo di tutela”. (**Tribunale di Padova 17 novembre 2005**, Cfr. anche Tribunale di Roma 27 ottobre 04, Tribunale di Mantova 5 aprile 05 G.U. Dr. Mauro Bernardi, Tribunale di Torino 17 giugno 05, Tribunale di Trani 7 giugno 05 Pres. V. Savino, Rel. G. La bianca).

**52.** “Nell’emanazione del T.U.F. il legislatore non definisce in che cosa consista un’offerta pubblica, nè detta criteri alla stregua dei quali giudicare se una sollecitazione all’investimento sia rivolta o meno al pubblico. Secondo la Consob un’offerta è pubblica quanto è caratterizzata da termini di offerta standardizzati e viene effettuata *ad incertam personam* (sul punto si tornerà in prosieguo). Tuttavia non è necessariamente vero che le offerte indirizzate a persone specifiche siano private. Secondo l’orientamento “formalistico” un’offerta è pubblica quanto è diretta a più di 200 persone, come suggerito dall’art. 33 del Regolamento Emittenti. Secondo l’orientamento “sostanzialistico” un’offerta può essere qualificata “pubblica” se è ad *incertam personam*, con la conseguenza che un’offerta diretta a più di 200 persone non sarebbe un’offerta “pubblica” e quindi non costituirebbe sollecitazione all’investimento quando i destinatari sono determinati.

In assenza di precise indicazioni legislative su cosa costituisca una sollecitazione all’investimento “rivolta al pubblico”, nel mercato italiano si è diffusa una pratica discutibile che potremmo definire “offerta pubblica indiretta”. Essa è composta da una prima fase in cui un soggetto italiano o estero (che può essere una Banca, l’Emittente o la controllante dell’Emittente) colloca privatamente in Italia o all’estero presso investitori professionali strumenti finanziari avvalendosi dell’esenzione di cui all’art. 100 comma 1 lett. a T.U.F., seguita da una seconda fase in cui l’intermediario acquirente ri-offre (e ri-vende) tali strumenti

---

finanziari a investitori non professionali, spesso entro termini brevissimi dal termine del collocamento privato o, addirittura, prima della effettiva emissione dei titoli (cioè nella cd. fase del grey market).

Di fronte a tali fenomeni appare lecito chiedersi se un siffatto meccanismo abbia permesso ad emittenti ed intermediari finanziari di eludere le Regole d'Offerta Pubblica, agevolando il collocamento di strumenti finanziari di nuova emissione, ad elevato rischio o elevata complessità, presso gli investitori non professionali.

La legittimità di una tale procedura è stata avallata dalla Comunicazione Consob n. DAL/97006042 del 9.7.97. .... Per giustificare questo assunto la Consob ha dichiarato che l'offerta della Banca non presentava le connotazioni tipiche di un'offerta pubblica. Infatti, le condizioni alle quali i clienti della Banca avrebbero acquistato gli strumenti finanziari sarebbero state differenti da quelle alle quali la stessa Banca aveva acquistato gli strumenti dall'Emittente e, pertanto, la Banca avrebbe svolto la "normale attività di negoziazione in contro-partita diretta con la clientela". La tesi non convince.

Ed invero, un siffatto procedimento - che definiremo "offerta indiretta" - andrebbe considerato in maniera unitaria, ossia come un'unica operazione con due componenti, piuttosto che una dualità di operazioni separate e distinte.

In ogni caso appare lecito ritenere che le "offerte indirette" violino sia la ratio sia la sostanza della legge e che, in determinate circostanze, simulino una sollecitazione all'investimento.

Nella maggior parte di esse appare infatti ravvisabile un tacito accordo fra "Emittente" e "Intermediario" finanziario (il cui ruolo è quello di distribuire tra il pubblico gli strumenti finanziari oggetto del "Collocamento Privato") o, quantomeno, la consapevolezza che gli strumenti finanziari saranno ri-offerti ai clienti in tempi assai brevi se non addirittura immediatamente.

Orbene, affinché il "Collocamento Privato" possa dare diritto alla "Esenzione", la sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari deve essere "rivolta ai soli investitori professionali".

Tuttavia, come già prima evidenziato, nessuna indicazione viene fornita dalle regole dell'Offerta Pubblica circa il momento in cui una sollecitazione ha inizio o termine.

Si sostiene all'estero - e l'orientamento è condiviso da un'autorevole nostra dottrina - che qualsiasi soggetto acquisti titoli da un'Emittente con l'intento di ridistribuirli tra il pubblico (il Securities Act si esprime con la locuzione "in view of distribution among the public") sia un "Collocatore".

Pertanto tale soggetto ha l'obbligo di pubblicare un prospetto informativo ed è tenuto a rispettare le altre norme di comportamento previste per le Offerte Pubbliche.

---

Parte della dottrina italiana concorda con questa interpretazione sostenendo che, affinché una sollecitazione sia qualificata come privata, è necessario che “l’investimento in valori immobiliari non sia funzionale ad un collocamento dei valori medesimi tra il pubblico dei risparmiatori. In altri termini, se detti valori sono sottoscritti o acquisiti con l’intenzione di farne, subito dopo o una volta decorso qualche tempo, distribuzione tra i risparmiatori, anche l’originaria sollecitazione dovrà essere qualificata come pubblica”.

Al fine di fugare l’indizio dell’esistenza di un accordo tacito di collocamento tra Emittente e Collocatore privato la prassi finanziaria internazionale prevede l’inserzione nei prospetti di collocamento privato delle cc.dd. *selling restrictions*, in cui si esplicita che l’acquirente non può rivendere i titoli collocati privatamente ad altri soggetti non istituzionali.

Tale divieto è spesso previsto nel contratto tra l’Emittente e il Collocatore privato, ma raramente i prospetti e i contratti di collocamento prevedono che il predetto divieto si estenda ai successivi acquirenti.

E’ comunque pacifico che le *selling restrictions* non costituiscono nè la prova nè la presunzione della inesistenza di un accordo esplicito o tacito di redistribuzione, diretta o indiretta, tra l’Emittente e il Collocatore o successivi acquirenti.

La comunicazione Consob afferma poi che “l’offerta secondaria” costituisce semplicemente un’attività di negoziazione.

Ma il modo in cui sono offerti i panieri di strumenti finanziari che molte Banche italiane hanno “messo a disposizione” dei loro clienti nega il carattere “passivo” che solitamente caratterizza le attività di negoziazione.

Gli strumenti finanziari inseriti in un paniere sono spesso “raccomandati”, esplicitamente o implicitamente dall’intermediario finanziario ai propri clienti non professionali.

Sebbene gli intermediari finanziari tendano a dipingere i panieri come un semplice elenco di scelte possibili per la clientela non professionale, in realtà il cliente è portato a pensare che questi strumenti finanziari si trovino nel paniere perché raccomandati dalla banca in quanto costituiscono una selezione dei migliori investimenti disponibili sul mercato (laddove spesso, al contrario, gli strumenti finanziari collocati nei panieri sono prodotti che il personale dell’intermediario ha ricevuto istruzioni di “spingere”, in taluni casi per incrementare i margini dell’intermediario, in altri casi per disfarsi di giacenze presenti in portafoglio).

E’ inoltre prassi comune che il personale della Banca telefoni ai clienti che detengono contante sui loro conti correnti al fine di invogliarli ad investire in specifici strumenti finanziari.

Il ruolo della Banca appare dunque più vicino a quello di un collocatore piuttosto che a quello di un negoziatore.

---

Per quanto attiene poi alla uniformità delle condizioni, nel caso dell'operazione esaminata dalla comunicazione Consob, l'Autorità ha rifiutato l'idea che l'"offerta secondaria" costituisse una sollecitazione all'investimento poiché le condizioni offerte a ciascun cliente non professionale non potevano essere considerate "standard".

Anche su questo punto la posizione della Consob non risulta del tutto convincente.

Ed invero, l'Autorità di Vigilanza non ha presumibilmente considerato il modo in cui gli strumenti finanziari inseriti nel paniere di un intermediario sono effettivamente offerti ai clienti. Gli strumenti finanziari oggetto delle "offerte indirette" non sono generalmente negoziati in alcun mercato accessibile al pubblico. Una volta inseriti nel paniere, sono detenuti attraverso il sistema non regolamentato di negoziazione o quotazione dell'intermediario (sistema di scambio organizzato o "SSO") che fornisce la quotazione del prezzo di vendita a tutti gli sportelli bancari dell'intermediario.

Pertanto qualsiasi cliente si presenti ad un qualsiasi sportello dell'intermediario nello stesso momento riceverebbe la stessa quotazione. Appare da ultimo opportuno osservare che l'attività di intermediazione dovrebbe presupporre la "circolazione" del titolo sul mercato.

Quando la vendita ha ad oggetto un titolo che non ha ancora circolato su un mercato, ma che fa parte di un'emissione alla fonte, occorre effettuare una più analitica verifica delle modalità attraverso cui esso perviene all'investitore non istituzionale, onde accertare se l'intermediario sia un occulto collocatore.

Giova in proposito evidenziare che non è sfuggita tale peculiarità alla Guardia di Finanza la quale, nel rapporto ispettivo eseguito su incarico della Procura di Monza, ha ritenuto " il comportamento in concreto dell'intermediario è stato tale da comportare di fatto un collocamento delle obbligazioni in parola, ovvero una propria vendita in fase di sottoscrizione nei confronti della clientela *retail* in assenza di qualsiasi informazione sulla solvibilità della emittente"

Ed invero, in taluni casi (ed è fra questi quello di cui ci occupiamo) le Banche hanno acquistato i titoli di nuova emissione (per i quali vi era un divieto di vendita diretta alla clientela *retail*) in qualità di investitori istituzionali (dunque con esonero del prospetto informativo) ma di fatto non hanno trattenuto i titoli nei loro portafogli, poiché li avevano già ri-venduti, prima che venissero a materiale esistenza, ai piccoli risparmiatori.

Anzi, vendendo i predetti titoli nella fase del cd. *grey market*, si sono addirittura "autofinanziate" per far fronte al pagamento del corrispettivo che erano tenute a versare alle emittenti/co-manager/partecipanti al consorzio, "drenando" la provvista presso la clientela e, di fatto, trasferendo su di essa il rischio del collocamento dei titoli unitamente al rischio della insolvenza della emittente.

---

Ed è proprio in ragione delle condivise preoccupazioni sull'uso strumentale delle procedure di sollecitazione all'investimento che la recente riforma di cui alla L. 28 dicembre 05 n. 301 (meglio nota come legge a tutela del risparmio) ha sancito, all'art. 11 lett. c), che "nei casi di sollecitazione all'investimento di cui all'art. 100 comma 1 lett. a), e di successiva circolazione in Italia di prodotti finanziari, anche emessi all'estero, gli investitori professionali che li trasferiscono, fermo restando quanto previsto dall'art. 21, rispondono della solvenza dell'emittente nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali, per la durata di un anno dalla emissione".

Non può essere dunque trascurata, e conseguentemente valorizzata, la sostanziale differenza che sussiste fra gli intermediari che si sono limitati a negoziare titoli, acquisendoli di volta in volta sul mercato (o anche vendendoli in contropartita diretta in quanto presenti in portafoglio, ma solo perché in precedenza acquisiti per soddisfare le esigenze della clientela) e gli intermediari che hanno per converso distribuito presso la clientela titoli acquistati sul mercato estero attraverso le proprie consociate che hanno partecipato al consorzio di collocamento.

Per essi non solo può ravvisarsi una posizione di conflitto di interessi rilevante ai fini del T.U.F., ma prima ancora una violazione delle norme di legge sul collocamento, sussistendo un'interposizione fittizia dell'investitore istituzionale allo scopo di eludere la normativa più protettiva prevista per "l'offerta pubblica" diretta.

E tale comportamento, gravemente lesivo del principio - sancito dal T.U.F. - del rispetto dell'integrità dei mercati, diversamente dai restanti obblighi (informativi) eventualmente disattesi posti a carico dell'intermediario giustifica la sanzione di nullità dei contratti.

Nè l'esistenza di una comunicazione Consob, che esenta quelle che possiamo ben definire "offerte indirette" dall'obbligo di pubblicare un prospetto, vale ad escludere il sindacato del giudice sulla legittimità degli atti e dei comportamenti dell'intermediario e sulla loro rispondenza alle norme primarie e secondarie che regolano la materia posto che le valutazioni degli organi di Vigilanza hanno natura meramente regolamentare e si pongono dunque su un piano diverso rispetto a quello del controllo giurisdizionale." (**Tribunale di Milano n. 3575 del 20 marzo 2006** G.U. Carla Romana Raineri, Cfr. anche Tribunale di Cuneo 4 agosto 06 n. 314).

**53.** " (...) Alla luce dell'*Offering circular* la banca asserisce che l'operazione in oggetto non era una sollecitazione al pubblico investimento, dovendosi pertanto ritenere legittima. La convenuta precisa di aver acquistato le obbligazioni dai collocatori e di averle quindi cedute dal proprio paniere ai clienti dietro singole trattative e su loro richiesta.

---

Al contrario, deve ritenersi che le modalità concrete con cui la convenuta offrì i bond del gruppo Cirio alla propria clientela consistettero in una vera e propria sollecitazione al pubblico risparmio.

La diffusa ricorrenza della proposta di bond Cirio della convenuta ai propri clienti emerge anche dalle sanzioni comminate all'istituto (quale responsabile in solido) dal Ministero dell'Economia a seguito dell'indagine conoscitiva compiuta dalla Consob nel 2003” (**Tribunale di Torino n. 3078 dell'8 maggio 2007**).

**54.** “ (...) Non risulta, infatti, che la stessa abbia illustrato all'attrice non solo le caratteristiche dell'operazione nel suo complesso (in particolare, con riguardo al rischio connesso, oltre che all'investimento del fondo azionario, di per sé aleatorio, alle ulteriori perdite che l'investitore avrebbe subito, in termini di costo del finanziamento ottenuto, in caso di recesso anticipato dal contratto), onde consentire a quest'ultima di conoscere gli esatti termini dell'operazione e valutarne la convenienza, ma neppure le caratteristiche dei fondi di investimento azionario e dell'investimento obbligazionario singolarmente considerati.

Parte convenuta non ha prodotto in causa né il prospetto informativo relativo all'offerta al pubblico delle quote dei fondi di investimento mobiliare gestiti da XXXX né il regolamento del prestito obbligazionario zero coupon oggetto dell'acquisto, documenti che avrebbe dovuto consegnare alla cliente, allegandoli al contratto.

Non vi è dubbio, dunque, che la banca convenuta abbia violato le norme di comportamento stabilite dall'art. 21 TUF e dall'art. 28 del Regolamento Consob. Tuttavia, si ritiene che, nel caso di specie, il difetto in cui è incorso l'istituto di credito non ne comporti una mera responsabilità precontrattuale.

Infatti, questo Collegio ritiene che, in mancanza della succitata documentazione che ne integri il contenuto, il contratto concluso tra le parti risulti privo di un oggetto determinato o determinabile, posto che nel testo viene fatto un riferimento solo generico alle obbligazioni che dovranno essere acquistate con la somma finanziata, senza che siano indicati dall'emittente, le caratteristiche (zero coupon) del titolo, il tasso di interesse spettante all'investitore e la scadenza dell'investimento.

Ne consegue che il contratto stipulato tra le parti deve essere dichiarato nullo, ex artt. 1418 e 1346 c.c., per indeterminatezza ed indeterminabilità dell'oggetto.”( **Tribunale Parma n. 667 del 17 maggio 2007**).

---

55 . “(...) Osserva il collegio che l’esame dei moduli sottoscritti dagli attori non consente all’investitore di media cultura ed esperienza comprendere la natura delle operazioni ed i rischi connessi.

Gli attori, all’epoca dei fatti, svolgevano attività di impresa e nessun dato acquisito al processo autorizza a ritenere che possedessero un bagaglio di cognizioni specifiche in materia finanziaria. Né la comprensione delle obbligazioni connesse al finanziamento e la consapevolezza della mancanza di ogni garanzia in ordine al rendimento dei fondi, di cui pure i ricorrenti danno atto, nei moduli da essi sottoscritti, può far ritenere assolto l’onere di informazione da parte dell’ente, in relazione ai piani finanziari di cui è processo, aventi una struttura complessa.

Tutti i piani in esame sono strutturati in modo tale *da non rendere facilmente comprensibili al risparmiatore medio* il risultato della combinazione delle diverse variabili, le implicazioni dell’operazione e i rischi connessi, data la presenza del finanziamento e delle diverse percentuali di investimento della somma finanziata in obbligazioni e fondi, che comportano rischi estremamente elevati per l’investitore, non evidenziati.

La lettura, pur attenta, del testo del contratto, non pone il risparmiatore in grado di valutare il risultato della combinazione delle diverse componenti del piano, senza un adeguato supporto da parte della Banca che lo proponeva e che lo aveva ideato.

Non potrebbe, pertanto, sostenersi che i moduli sottoposti all’attenzione dei clienti contenessero tutti i dati necessari alla comprensione delle implicazioni dei programmi di investimento.

In ossequio al principio generale di buona fede ed alla normativa di settore, l’intermediario aveva il dovere di rendere un’informazione effettiva e completa che, nel caso in esame, non poteva essere limitata al significato dell’operazione di finanziamento, né al significato dell’espressione *zero coupon*, né alla presenza di un conflitto di interessi, ma doveva estendersi all’ipotetico sviluppo del piano nel tempo. Sviluppo che non è stato illustrato al cliente, perché avrebbe evidenziato la sussistenza di rischi inaccettabili, non soltanto per il risparmiatore che cerca un piano previdenziale- ma anche per l’investitore più coraggioso, atteso che il fondo azionario, per evitare la perdita del capitale finanziato avrebbe dovuto garantire un rendimento del 9.07%, che soltanto i titoli più rischiosi possono raggiungere (v. relazione peritale allegata da parte attrice sub doc. 18, non specificatamente contestata dalla Banca).

La comprensione delle implicazioni dei piani finanziari, presuppone un esame attento di tutti gli elementi costitutivi che, nel vigore dell’attuale normativa di settore, non poteva essere affidato al cliente, senza il supporto di un esperto.

*(...) E’, dunque, di palese evidenza la finalità speculativa del piano e la natura di operazione finanziaria strutturata, che in alcun modo garantisce un risultato previdenziale, quale accantonamento del risparmio per il futuro e il nesso di causalità tra l’omessa informazione e la*

---

determinazione degli attori a sottoscrivere i contratti di cui è in processo”. (**Tribunale di Monza, n. 2501 del 26 giugno 2006**).

56. “Si tratta, dunque, di un contratto “atipico”, non rientrante certamente nel mutuo, la cui causa è da ricercarsi nel collegamento negoziale sussistente tra le diverse operazioni sopra descritte.

Proprio per la particolarità del prodotto, erroneamente qualificato quindi come prodotto previdenziale, è richiesta una maggiore trasparenza da parte dell’istituto proponente nel pieno rispetto della normativa TUF come richiamata dettagliatamente dall’attore.

In particolare, si impone all’istituto l’obbligo di adeguata e corretta informazione del cliente circa le caratteristiche del prodotto la cui prova deve essere fornita in modo rigoroso e non solo attraverso la produzione della documentazione versata in atti dalla banca intervenuta. Le ragioni di tanto rigore, che arriva al punto da essere imposta la forma scritta ad substantiam del contratto (art. 23 TUF), deriva dalla semplice considerazione dell’elevato rischio dell’investimento e dal fatto che nella maggior parte l’investitore è il risparmiatore di media diligenza non esperto di prodotti bancari e di finanza.

Passando al caso che qui interessa, occorre allora verificare se la banca proponente abbia in effetti adottato tutte le cautele di trasparenza nei confronti del D..

Orbene, dirimente della presente controversia è una prima circostanza. Nella documentazione esibita dalla Banca Monte Dei Paschi di Siena, non è rintracciabile alcun allegato contenente i prospetti informativi sia del “Republic of Italy”, sia dell’offerta al pubblico di quote dei fondi comuni di investimento gestiti da Spazio Finanza s.p.a. e ciò nonostante il contratto sottoscritto dall’attore vi faccia espresso riferimento.

Dunque, non v’è alcuna prova che il D. sia stato informato in modo adeguato delle caratteristiche dei suddetti prodotti e tanto meno dei relativi rischi di investimento.

Ne deriva, quindi, la palese violazione da parte della banca dell’art. 21 T.U.F. che deve portare inevitabilmente alla dichiarazione di nullità del contratto.

Ogni altra questione resta assorbita, ivi compresa quella della inefficacia della disposizione contrattuale di cui alla sezione 2° dell’art. 8 che, per il suo contenuto, è certamente da intendersi clausola vessatoria con tutte le conseguenze che ne derivano in punto di diritto.

Non v’è dubbio, infatti, che si è di fronte ad una clausola limitativa del diritto di recesso non controbilanciata da analoga facoltà concessa all’investitore per l’ipotesi di recesso della banca, che comporta solo per il primo conseguenze assai rilevanti essendogli imposto l’obbligo di corrispondere comunque oltre agli interessi ed agli oneri maturati fino all’esercizio del diritto di recesso, un importo rappresentato dalla somma delle rate ancora a scadere, comprensive di

---

capitale ed interessi, attualizzata al tasso IRS (interest Rate Swap) corrispondente al periodo intercorrente tra la data di esercizio della facoltà di anticipata estinzione e la data di naturale scadenza del finanziamento.” (Tribunale di Pescara 28 febbraio 2006, Pres. A. M. Bozza, Rel. C. Romandini).

57. “ (...) Tuttavia si osserva che, benché sia stato offerto un prodotto finanziario composto inscindibilmente da un finanziamento per l’acquisto di un’obbligazione e di quote di un fondo comune, le informazioni di cui sopra venivano fornite separatamente con riferimento alle singole componenti del prodotto, con la conseguenza che non era possibile, all’investitore non particolarmente esperto (quale deve considerarsi l’attrice in assenza di una prova contraria), usando la normale diligenza, percepire, dalla descrizione dei singoli componenti del piano, la natura ed il costo/rischio economico dell’operazione nel suo complesso.

Si ricorda, infatti, che l’art. 28, comma 2 Reg. Consob prescrive che “gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all’investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte d’investimento o disinvestimento”.

Ma vi è di più. Dal questionario per l’investitore in strumenti finanziari fatto compilare all’XXX dalla banca, ex art. 28, 1° comma del Regolamento Consob, risulta che la stessa manifestò una propensione al rischio/*performance* di grado “medio”.

A questo punto, la scorrettezza della banca appare evidente in considerazione della struttura stessa del prodotto, così come sopra descritta, ma ancor più evidente dalla descrizione che la stessa banca fornisce del fondo di investimento “Ducato Azionario Internazionale” nel Prospetto informativo relativo ai fondi comuni di investimento (“il fondo presenta caratteristiche di alta rischiosità.....Il patrimonio è investito prevalentemente in azioni internazionali quotate. L’investimento in titoli di emittenti di Paesi in via di sviluppo è consentito in via residuale”). Trattandosi di investimenti ad alto rischio, esso non avrebbe dovuto essere proposto e fatto sottoscrivere dalla cliente che aveva manifestato una propensione al rischio solamente “media”. E’ di tutta evidenza che, nel caso di specie, la banca ha agito in violazione dell’art. 29 Regolamento Consob, per aver omesso di astenersi dall’effettuare con o per conto dell’investitore operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione, tenuto conto delle informazioni di cui all’art. 28...(laddove, si ricorda, qualora l’investitore insista nell’effettuare un investimento non adeguato, gli intermediari autorizzati possono eseguire l’operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto

---

esplicito riferimento alle avvertenze ricevute, avvertenze di cui non vi è traccia in atti).  
**(Tribunale di Parma n. 246 del 24 gennaio 2007)**

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

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

Ne discende che la Banca collocatrice ha l'obbligo di adottare procedure di vendita volte a selezionare adeguatamente la clientela cui offrire il prodotto, e ad informare correttamente i potenziali investitori sui rischi che esso comporta, secondo quanto previsto dall'art. 21 del d. lgs. 24.2.1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari finanziari, e dall'art. 28 del Regolamento di attuazione del d. lgs. cit., (adottato dalla Consob con delibera n. 11.522 del 1.7.1998), e deve quindi astenersi dall'effettuare il collocamento di tale prodotto a investitori non adeguatamente preparati ed in grado di comprendere i meccanismi (art. 29 reg. Consob 1 .7.1998).

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

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

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

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

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

---

connessi.

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

Né negli altri fogli prodotti, che contengono la sottoscrizione della sig.ra Bianchi, vi è l'attestazione dell'aver ricevuto le informazioni in questione. Conseguentemente, quindi, la violazione pacifica dell'art. 28 del reg. Consob e dell'art. 21 d. lgs. n. 58/1998.

Ora, stante le violazioni evidenziate, emerge con tutta chiarezza la nullità del contratto di investimento BTP-TEL per cui è causa.” (**Tribunale di Brindisi, Sez. Civ., 21 febbraio 2005, G.U. Dr. Valentino Lenoci**).

**59.** “ (...) Ritiene, in particolare, questo Collegio che, nel caso specifico che occupa, siano state violate, da parte della banca ed in occasione della stipula del contratto denominato “4YOU” con il XXX, le disposizioni sopra descritte di cui agli artt. 21 TUF ed artt. 27,28 e 29 del Reg. CONSOB, con specifico riferimento alla violazione dei doveri di informazione, correttezza e trasparenza. In primo luogo, infatti, si osserva che, benché risultino, per come sembrerebbe evincersi dal testo del contratto sottoscritto dall'attore in data 21-5-2001, allegati al contratto stesso sia il “Prospetto informativo relativo all'offerta al pubblico di quote di fondi comuni di investimento mobiliare gestiti da Ducato Gestioni S.p.a.” (allegato 3), sia il “Regolamento del Prestito obbligazionario zero coupon” (allegato 4), detti documenti non sono stati neppure prodotti dalla banca in giudizio e ciò fa fondatamente e verosimilmente ritenere che gli stessi non siano stati minimamente sottoposti e/o illustrati concretamente alla parte, tantomeno prima della stipula dell'accordo scritto e che, dunque, al momento della stipula del contratto, l'attore fosse del tutto ignaro, in realtà, delle caratteristiche e della natura stessa dei valori mobiliari negoziati con la banca convenuta e che abbia, pertanto, dato corso all'operazione senza essere messo in condizione di conoscere realmente le principali caratteristiche degli strumenti finanziari che andava ad acquistare. Ciò, naturalmente, rappresenta, vista nell'ottica della banca, una violazione del principio di trasparenza e di corretta informazione sancito dalle norme di cui sopra.”

(**Tribunale di Teramo n. 429 del 18 maggio 2006 Pres. Rel. Dr. Luigi Cirillo.**)

**60.** “ (...) In virtù dei rilievi innanzi svolti la proposta contrattuale deve quindi ritenersi effettuata alla Sig.ra XXX fuori sede, sicché a pena di nullità della pattuizione contrattuale, va verificata l'osservanza delle prescrizioni innanzi richiamate.

---

Nel caso in esame la facoltà di recesso in pendenza del termine di efficacia della proposta, ovvero nei sette giorni successivi alla sottoscrizione della stessa, senza spese, né corrispettivo, non è indicato nell'atto del 16 ottobre 2000 (doc. 2 della convenuta), che richiama esclusivamente la ben diversa ipotesi del recesso dal rapporto a tempo indeterminato, peraltro solo per la parte del contratto relativa alla negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini su strumenti finanziari, all'esito in ogni caso del perfezionamento del vincolo contrattuale.”  
**(Tribunale di Bari n. 496 del 26 febbraio 2007, Pres. L. Di Lalla, Est. Raffaella Simone)**

<sup>61</sup>. “Ritiene questo Collegio di aderire alla soluzione di nullità del contratto di vendita dei titoli ex art. 1418 cod. civ. (cfr., tra gli altri tribunale di Venezia 22 novembre 2004, Tribunale di Mantova 18 marzo 2004, Tribunale di Palermo 16 marzo 2005) che, qualificando alla stregua di norme imperative le regole comportamentali stabilite dal Testo unico della finanza e dai regolamenti attuativi della Consob hanno riconosciuto la nullità “virtuale” del contratto stipulato in violazione delle stesse. Questa qualificazione delle disposizioni che attengono ai criteri di comportamento degli intermediari autorizzati appare infatti giustificata in ragione del fatto che dette disposizioni sono volte a tutelare anche interessi superiori, di rango costituzionale, identificabili non solo nella tutela dei risparmiatori uti singuli, ma del pubblico risparmio, come elemento di valore dell'economia nazionale e della stabilità del sistema finanziario. Né, d'altra parte la mancanza di un'espressa sanzione di nullità è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, dal momento che, come chiaramente sancito dalla giurisprudenza di legittimità vi sopperisce l'art. 1418, comma 1, cod. civ., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità. Pertanto, un contratto di investimento, concluso senza l'osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa richiamata, deve essere dichiarato nullo, perché contrario all'esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico. Ad avviso del Collegio poi la distinzione tra regole di validità del contratto e regole di comportamento non vale di per sé da sola a far propendere per la diversa soluzione della responsabilità per inadempimento fondata su un vizio funzionale del contratto medesimo in quanto in molti casi, come ad esempio quello di specie, la violazione della regola comportamentale mina alla radice la fattispecie negoziale. Ed allora non appare fuori luogo richiamare l'orientamento giurisprudenziale che, nell'individuare una sorta di temperamento alla distinzione tra regole di validità e regole di comportamento, pone un distinguo tra la violazione dei doveri di comportamento di carattere generale, che impongono regole di correttezza e diligenza, e la violazione di doveri a contenuto più specifico, che

---

impongono regole qualificabili come immediatamente imperative. La violazione del primo corpus di regole – che si sostanzia nella violazione del principio generale di buona fede di cui agli artt. 1176 e 1375 cod. civ. – concreta un inadempimento delle obbligazioni assunte dall’intermediario, o più in generale previste per quel determinato settore di attività, ed è sanzionabile con la risoluzione del contratto e/o il risarcimento dei danni subiti in conseguenza di dette violazioni. Di contro dalla violazione di regole comportamentali che individuano specifici oneri a carico dell’intermediario si fa discendere la nullità “virtuale” del contratto quadro e dei conseguenti contratti di acquisto, dato il carattere imperativo della norma violata o la connessa tutela di interessi pubblici o generali. E’ questo il caso delle regole comportamentali individuate dall’art. 21, lett. b), T.U.F. e dagli artt. 28 e 29 del regolamento intermediari che, come si è visto, prevedono in capo a questi ultimi, da un lato, l’obbligo di acquisire informazioni sulla situazione finanziaria dei clienti e la loro propensione al rischio, e, dall’altro, l’obbligo di adeguatezza, si tratta evidentemente di oneri che danno specificazione ai canoni generali di correttezza e buona fede, la cui violazione può ledere non solo gli interessi particolari dei risparmiatori, ma quelli più generali dell’integrità del mercato e della fiducia che in esso ripone il risparmiatore. Se poi si considera che, se è vero che al momento in cui viene impartito il singolo ordine esiste già un contratto quadro rispetto al quale la banca si assume inadempiente, nello specifico, gli attori denunciano sostanzialmente che la violazione del dovere di informazione da parte della Banca non abbia consentito loro di esprimere un valido consenso all’acquisto, ne discende che rispetto al singolo ordine, il vizio risulta senz’altro genetico e non funzionale.” (**Tribunale di Rieti 29 marzo 2006**).

<sup>62</sup> In un altro orientamento si è attribuito carattere imperativo e precettivo solo a taluni aspetti della norma che meglio qualificavano una preponderanza dell’interesse generale su quello particolare. “... L’insieme delle disposizioni che presiedono all’attività di intermediazione finanziaria, dunque, devono ritenersi imperative, perché dirette a tutelare interessi di carattere generale (alla regolarità dei mercati ed alla stabilità del sistema finanziario), come, peraltro, ha ritenuto la giurisprudenza di legittimità nel caso di violazione delle norme relative al funzionamento delle Società d’intermediazione mobiliare.

In secondo luogo, nel novero delle norme imperative sopra delineato sono da ricomprendersi anche le norme di natura attuativa e regolamentare, costituenti l’attuazione dei principi generali posti dal T.U.F., in quanto costituenti con questo un corpus unicum, da valutarsi unitariamente.

In conclusione, ben può dirsi che i contratti conclusi in violazione del complesso di norme sopra richiamato siano suscettibili di declaratoria di nullità, ove non siano stati in concreto rispettati

---

gli specifici obblighi imposti agli intermediari finanziari, ovvero ove questi ultimi non siano in grado di provare di averli rispettati.

Tale prova, inoltre, deve - per il principio di correlazione tra la forma "ad substantiam" di un negozio e la forma "ad probationem" - rivestire la forma scritta.

Tale conclusione generale incontra, però, un solo limite: che la norma dalla cui violazione discende la sanzione della nullità abbia un contenuto sufficientemente specifico, preciso ed individuato, non potendosi, in mancanza di tali caratteri, pretendere di applicare una sanzione, seppure di natura civilistica, tanto grave quale la nullità del rapporto negoziale, se non a fronte di parametri di comportamento sufficientemente precisi e determinati.

Opinare diversamente significherebbe violare il principio di legalità, affidando all'alea dell'apprezzamento del giudice il contenuto precettivo di una norma dalla cui violazione discende una sanzione grave come la nullità.

Così delineato, il rapporto tra l'intero complesso normativo del settore dell'intermediazione finanziaria e la risposta sanzionatoria dell'ordinamento, in caso di violazione, si presenta con una correlazione coerente tra la tipologia di norma violata e la conseguente reazione: alla violazione di specifiche regole cui l'intermediario è tenuto (ad esempio: gli intermediari autorizzati devono chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio; devono consegnare, agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari) può conseguire, su domanda del cliente, la nullità del contratto per violazione di una regola di tutela, o di protezione del cliente medesimo, di natura imperativa; alla violazione di norme generali di prudenza e diligenza professionale nel proprio operato, non meglio specificate o codificate in sede regolamentare o attuativa, segue unicamente, in virtù dei principi generali in materia d'inadempimento delle obbligazione, ed in particolare, in forza dello specifico disposto dell'art. 23, comma VI° del T.U.F., l'azione per il risarcimento dei danni.

Né vale argomentare, a detrimento della ricostruzione qui offerta, che così facendo si finisce per applicare la sanzione minore (la tutela risarcitoria) alla violazione delle regole legislative generali, e la sanzione più grave (la tutela reale della nullità) alla violazione delle norme regolamentari: al contrario, invece, la sanzione della nullità viene applicata alla violazione di quelle, tra le norme generali (obblighi generali di diligenza, correttezza e trasparenza; obblighi di informazione; obblighi di evitare o ridurre gli effetti dei conflitti d'interesse) che trovano specificazione nelle regole attuative in comportamenti specifici e definiti, mentre l'area della tutela risarcitoria è riservata alle altre violazioni - all'evidenza meno gravi - che non riguardano obblighi specificamente imposti agli intermediari, ma la cui determinazione è rimessa al

---

prudente apprezzamento del giudice (così già Tribunale di Monza 16 dicembre 2004; conforme Tribunale di Parma, 14 marzo 2005)”. **(Tribunale di Parma, Sez. I° Civ., 16 giugno 2005, Pres. B. Stellario, Rel. Nicola Sinisi)**

<sup>63</sup> Con i quattro motivi di ricorso, che per la loro connessione possono essere esaminati congiuntamente, il ricorrente - denunciando vizio di motivazione, nonché violazione e falsa applicazione: a) dell'art. 6, lett. a, b, c, d, f, h, legge 2 gennaio 1991, n. 1, in relazione, rispettivamente agli artt. 1325 e 1418 c.c. e agli artt. 1337, 1338, 1375 e 1418 c.c.; b) del citato art. 6, lett. g, in relazione alla lett. c, stesso art. 6, nonché agli artt., 1325, 1326, 1343, 1350 n. 13, 1418, 1439 e 1440 - censura la sentenza impugnata per aver escluso la nullità dei contratti impugnati, senza considerare:

- che la stipulazione del contratto "quadro" (retro, 2.1) non escludeva la natura negoziale delle singole operazioni d'investimento successivamente poste in essere e il loro assoggettamento ai principi generali in tema di invalidità dei contratti;

- che la mancata osservanza, da parte della Banca, dei doveri di correttezza e degli obblighi d'informazione sanciti dalle lettere "a" - "f" dell'art. 6, l. 1/91, aveva fatto venir meno le condizioni per la manifestazione, da parte di esso esponente, di un consenso "libero e consapevole" e, quindi, l'esistenza di un requisito (l'accordo delle parti), la cui mancanza determina la nullità del contratto;

- che nel caso di specie il contratto era stato "concluso" e non poteva essere, quindi, chiesto il risarcimento dei danni subiti a causa del mancato rispetto del principio di buona fede nel corso delle trattative, in quanto la c.d. responsabilità precontrattuale tutela il solo interesse "negativo"; che, non avendo dato la Banca comunicazione "scritta" del proprio interesse conflittuale nelle singole operazioni poste in essere dopo la conclusione del contratto "quadro" e non essendo stata, conseguentemente, tale situazione accettata preventivamente "per iscritto" da essa esponente, come stabilito dalla lettera "g" dell'art. 6, doveva escludersi che i relativi contratti fossero stati stipulati "per iscritto", così come stabilito dall'art. 6, lett. "c".

5 - La censura di vizio della motivazione (sotto il profilo della sua contraddittorietà) è inammissibile. Essa attiene infatti, come si ricava chiaramente dalla lettura della sentenza impugnata, alla motivazione "in diritto". La pretesa contraddittorietà è, invero, riferita agli argomenti posti dalla Corte territoriale a fondamento della tesi, secondo cui le prescrizioni dettate dall'art. 6, lett. a- b, c-f, l. 1/91 sarebbero relative alla fase delle "trattative precontrattuali" ovvero a quella "esecutiva" e, pertanto, la loro inosservanza sarebbe priva di incidenza sulla validità del contratto: non vi è dubbio, quindi, che tale doglianza non possa

---

trovare ingresso in questa sede, essendo pacifico che il vizio prefigurato dall'art. 360, n. 5 c.p.c. concerne solo la motivazione "in fatto". (Cass. 11 aprile 2000, n. 4593; 18 aprile 2002, n. 5582; 6 agosto 2003, n. 11883).

6 - Le altre censure sopra puntualizzate al p. 4 sono ammissibili, ma infondate. L'addebito che con esse viene mosso, sotto diversi profili, alla Corte territoriale è quello di aver escluso l'incidenza della mancata osservanza, da parte della Banca, delle regole di comportamento sopra descritte nel p. 2.1 sulla validità dei contratti di acquisto e di vendita "a termine" di valuta estera. 6.1 - L'assunto su cui si fonda la sentenza impugnata è che tali regole attengono alla fase delle trattative precontrattuali e che, pertanto, la loro inosservanza non può determinare la nullità del contratto, pur non essendo revocabile in dubbio che esse abbiano carattere imperativo (retro, p. 3).

L'affermazione è corretta. La "contrarietà" a norme imperative, considerata dall'art. 1418, primo comma, c.c., quale "causa di nullità" del contratto, postula, infatti, 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.) I comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e s'intende, allora, che la loro eventuale illegittimità, quale che sia la natura delle norme violate, non può dar luogo alla nullità del contratto (Cass. 9 gennaio 2004, n. 111; 25 settembre 2003, n. 14234); a meno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore (ad es., art. 1469 ter, quarto comma, c.c., in relazione all'art. 1469, quinquies, primo comma, stesso codice). Nè potrebbe sostenersi che l'inosservanza degli obblighi informativi sanciti dal citato art. 6, impedendo al cliente di esprimere un consenso "libero e consapevole" avrebbe reso il contratto nullo sotto altro profilo, per la mancanza di uno dei requisiti "essenziali" (anzi di quello fondamentale) previsti dall'art. 1325 c.c. Invero, le informazioni che debbono essere preventivamente fornite dall'intermediario, a norma del citato art. 6, non riguardano direttamente la natura e l'oggetto del contratto, ma (soltanto) elementi utili per valutare la convenienza dell'operazione e non sono quindi idonee ad integrare l'ipotesi della mancanza di consenso. 6.2 - Del resto, contrariamente a quel che mostra di ritenere il ricorrente, non è affatto vero che, in caso di violazione delle norme che impongono alle parti comportarsi secondo buona fede nel corso delle trattative e nella formazione del contratto, la parte danneggiata, quando il contratto sia stato validamente concluso, non avrebbe alcuna possibilità di ottenere il risarcimento dei danni subiti.

Tale tesi, un tempo non priva di riscontri nella giurisprudenza di questa Corte (Cass. 9 ottobre 1956, n. 3414; 12 ottobre 1970, n. 1948; 11 settembre 1989, n. 3922), poggia sull'assunto che l'ambito di rilevanza della responsabilità contrattuale sia circoscritto alle ipotesi in cui il

---

comportamento non conforme a buona fede abbia impedito la conclusione del contratto o abbia determinato la conclusione di un contratto invalido ovvero (originariamente) inefficace. Di qui la conclusione che, dopo la stipulazione del contratto, ogni questione relativa all'osservanza degli obblighi imposti alle parti nel corso delle trattative sarebbe preclusa, in quanto la tutela del contraente sarebbe affidata, a partire da quel momento, solo alle norme in tema di invalidità e di inefficacia del contratto, la cui applicazione, pur essendo in alcuni casi ricollegata a comportamenti certamente non conformi a "buona fede", è tuttavia subordinata alla ricorrenza di presupposti ulteriori (artt. 1434-1437, 1439, 1447-1448).

Si è però ormai chiarito che l'ambito di rilevanza della regola posta dall'art. 1337 c.c. va ben oltre l'ipotesi della rottura ingiustificata delle trattative e assume il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa, ma certamente implica il dovere di trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto. L'esame delle norme positivamente dettate dal legislatore pone in evidenza che la violazione di tale regola di comportamento assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata delle trattative (e, quindi, di mancata conclusione del contratto) o di conclusione di un contratto invalido o comunque inefficace (artt. 1338, 1398 c.c.), ma anche quando il contratto posto in essere sia valido, e tuttavia pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto (1440 c.c.) (**Cass. n. 19024 del 29 settembre 2005**).

<sup>64</sup>. "E' condivisibile al riguardo il recente indirizzo interpretativo della Suprema Corte (Cass. 29.9.2005 n.19024) che - in conformità con il prevalente orientamento della prevalente giurisprudenza di merito - ha stabilito che la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art.1418, primo comma, c.c. postula che siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto, e quindi l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a detta ipotesi (in applicazione di siffatto principio, la Corte ha escluso che l'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti, concernente i contratti aventi ad oggetto la compravendita di valori mobiliari, cagioni la nullità del negozio, poiché essi riguardano elementi utili per la valutazione della convenienza dell'operazione). Gli attori non hanno altresì richiesto la risoluzione per inadempimento del contratto con effetti restitutori, limitando la domanda al profilo risarcitorio (l'art.1453 c.c. d'altra

---

parte, pur prevedendo il rimedio caducatorio, fa salvo, in ogni caso, il risarcimento del danno). Il pregiudizio patrimoniale va correttamente individuato con riferimento sia all'an che al quantum. L'inadempimento della banca agli obblighi informativi ha inciso sulla valutazione della convenienza dell'operazione sia in fase genetica (di acquisto del prodotto) sia in fase esecutiva (di gestione del proprio portafoglio). Se la banca avesse correttamente informato gli attori è presumibile che essi non avrebbero investito i propri risparmi in titoli con indice di rischio già alto in partenza e con progressivo aumento fino al default.” ((**Tribunale di Bari 7 novembre 2006, G.U. Luigi Agostinacchio**. Cfr. anche Tribunale di Taranto Sez.III Civile Giudice Cavallone n. 2273 del 27 ottobre 04, Tribunale di Monza 27 luglio 04, Tribunale di Genova, Sez. I n. 1230 del 15 marzo 05, Tribunale di Roma, Sez. II Pres. Misiti 25 maggio 05, Tribunale di Milano, Giudice Bernardini 25 luglio 05 e in parte il Tribunale di Parma, Sez. I° B. Stellario N. Sinfisi, 16 giugno 05).

<sup>65</sup>. “Appare utile chiarire il rapporto esistente fra il contratto avente ad oggetto la prestazione dei servizi di investimento e l’operazione contestata effettuata nel dicembre 2003. Va escluso che quest’ultima integri un atto meramente esecutivo del contratto iniziale posto che la banca poteva procedere all’acquisto dei titoli per conto della clientela solo in forza di un ordine dalla stessa impartito. Mutuando quanto elaborato dalla giurisprudenza in sede di applicazione della legge n. 1 del 1991 sulle attività di intermediazione mobiliare (v. Cass. 11495/04; Cass. 111/04), pare corretto inquadrare il contratto di negoziazione nei c.d. contratti quadro o normativi che dettano la regolamentazione generale del servizio prestato dall’intermediario nell’effettuazione delle singole operazioni speculative, attribuendo a queste ultime la natura di atti negoziali autonomi. Ne discende che le evidenziate violazioni degli adempimenti imposti dal Regolamento consob producono conseguenze esclusivamente e direttamente sull’atto di acquisto dei titoli comportandone la nullità. E’ consapevole il Collegio del dibattito tuttora aperto a livello dottrinale e giurisprudenziale in ordine alle conseguenze della condotta illegittima della banca, se cioè essa riguardi la fase di stipula dell’atto negoziale (operazione di acquisto dei titoli) ovvero l’inadempimento di obblighi comportamentali nella prestazione; nel primo caso, trattandosi di un vizio generico, può derivare (come di seguito chiarito) la nullità del contratto mentre nel secondo caso si sarebbe in presenza di un vizio funzionale che si inserisce in un rapporto contrattuale già perfezionato e fa sorgere il diritto al risarcimento del danno da inadempimento. Sulla questione è intervenuta recentemente la Corte di Cassazione con sentenza n. 19024/05 che ha affermato che l’inosservanza degli obblighi imposti all’intermediario assume rilievo sotto il profilo della responsabilità precontrattuale e non può comportare la nullità del contratto atteso che la violazione di norme imperative ex art. 1418, primo comma,

---

cod. civ. “postula che essa attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, che riguardino cioè la struttura o il contenuto del contratto”. Ritiene il Collegio di non condividere le pur apprezzabili argomentazioni della Suprema Corte. Va rilevato che la condotta illegittima accertata si colloca nel momento stesso della stipula dell’atto negoziale che ha natura indiscutibilmente bilaterale atteso che vede da un lato l’ordine di acquisto impartito dal cliente e dall’altro lato l’accettazione della banca di dare corso all’operazione che può manifestarsi attraverso la diretta esecuzione. L’inosservanza degli adempimenti imposti all’intermediario finanziario nella stipula del contratto non può che comportare l’invalidità dell’atto compiuto in violazione di norme imperative, quali sono quelle dettate dal T.U.F. e dal Regolamento Consob n. 11522/98 per la disciplina dei servizi di intermediazione finanziaria a protezione dell’interesse pubblico alla tutela del risparmio e al corretto funzionamento dei mercati finanziari; il carattere inderogabile di tali disposizioni (tra cui l’art. 29 del Regolamento Consob) si ricava, oltre che dagli interessi eminentemente pubblicistici tutelati, dal rilievo delle violazioni sotto il profilo sanzionatorio amministrativo (art. 190 del d. lgs. 58/98). Giova richiamare il condivisibile orientamento giurisprudenziale (invero non univoco) secondo cui è nullo per contrarietà ad una norma imperativa il contratto la cui conclusione, vietata dalla legge, risulti anche sanzionata in via amministrativa o penale (Cass. 11247/02; Cass. 14381/00). Di particolare rilievo, a conforto della tesi a cui si intende aderire, è il principio sancito dalla sentenza della Suprema Corte n. 3272/01 che occupandosi del caso di un contratto di “*swap*” stipulato da un intermediario abusivo ha affermato che “in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un’espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell’atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l’art. 1418, primo comma, cod. civ. che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità”. Alla dichiarazione di nullità dell’operazione di investimento per cui è causa consegue l’obbligo della banca convenuta di restituzione dell’importo impiegato dall’attrice nell’acquisto dei titoli che è pacificamente pari a €. 35.046,38. E’ noto che la disciplina delle obbligazioni a carico delle parti in conseguenza della declaratoria di nullità di un atto negoziale va desunta dai principi della ripetizione di indebito ex art. 2033 cod. civ.; pertanto se l’obbligazione restitutoria ha per oggetto una somma di denaro il solvens ha diritto agli interessi legali che decorrono dalla data del pagamento se l’*eccipiens* non era in buona fede. Dovendosi ritenere che la banca convenuta fosse consapevole della nullità dell’operazione di acquisto di azioni Parmalat e dovendosi quindi escludere la buona fede vanno riconosciuti gli interessi legali a decorrere dal 17 dicembre 03. Trattandosi di debito di valuta e non essendo stata provata l’esistenza di un maggior danno da ritardo ai sensi dell’art. 1224 cod. civ. non spetta alcuna

---

ulteriore indennità” (Tribunale di Trento n. 218 del 1 febbraio 2007 Pres. Palestra, Rel. D. Erlicher).

<sup>66</sup>. “ (...) la banca ha sostenuto l’inammissibilità delle domande proposte in giudizio (ma forse più correttamente dovrebbe qualificarsi l’eccezione come di carenza di legittimazione attiva) – azione di nullità per difetto di ordini scritti, di risoluzione per inadempimento della banca alle obbligazioni cui è tenuta quale soggetto che rende il servizio di investimento nella forma della negoziazione in strumenti finanziari, di cui all’art. 21 TUF, 26, 28, 29, 30 Reg. Consob 11522/98, di responsabilità extracontrattuale anche per violazione del generale dovere di buona fede e correttezza – in quanto l’investitrice, accettando l’offerta di scambio di titoli detenuti ha trasferito all’offerente, come si legge nell’OPS *“con efficacia alla data di scambio, la proprietà, la titolarità e ogni altro diritto, titolo e interesse relativo alle obbligazioni esistenti validamente conferite e scambiate nell’Offerta di Scambio, così come pretesa ad esse relativa o da esse derivante, e contemporaneamente rinuncia irrevocabilmente nei confronti dell’Argentina, del trustee o del fiscal agent di tali obbligazioni esistenti a qualsiasi diritto ed azione relativi alle obbligazioni esistenti conferite, fatta eccezione al diritto al pagamento del corrispettivo ai sensi dell’Offerta di Scambio, nonché garantisce che non vi sono nei confronti dell’Argentina, del trustee o del fiscal agent di tali obbligazioni giudizi proposti o decisioni giudiziali ottenute sulla base degli stessi e relativi alle obbligazioni esistenti conferite o, ove ve ne siano rinuncia a tali giudizi proposti e al diritto di dare esecuzione a tali decisioni giudiziali...”*

Osserva il Collegio che il trasferimento dei diritti e la rinuncia che l’investitore ha accettato con l’OPS della Repubblica Argentina ha ad oggetto i diritti incorporati nel titolo obbligazionario, scambiato o restituito, con esclusione del diritto al pagamento del corrispettivo, nei termini rinnovati con l’Offerta; la rinuncia è efficace, come espressamente indicato nell’OPS, solo nei confronti della Repubblica Argentina che ha emesso i titoli, o del trustee e del fiscal agent; essa non ha ad oggetto, in alcun modo, le azioni contrattuali od extracontrattuali, come sono quelle dedotte in giudizio, proposte dal cliente investitore verso la banca quale soggetto abilitato alla prestazione del servizio di investimento, azioni fondate sull’inadempimento contrattuale (risoluzione, responsabilità dei conseguenti danni) o sulla dedotta violazione di norme di legge e regolamentari inerenti a tale specifica attività resa dalla banca ex art. 21 TUF (quanto alle azioni di nullità e annullamento). Le azioni di nullità o di responsabilità proposte contro la banca si fondano, infatti, sul contratto di negoziazione di strumenti finanziari in essere tra la banca e la cliente e sulla condotta tenuta dalla banca nello svolgimento di questa sua tipica attività, la banca è chiamata a rispondere per comportamenti suoi propri e non in relazione ai diritti di

---

credito fondati sugli strumenti finanziari, titoli obbligazionari, che hanno costituito oggetto del negoziato di investimento (...)(**Tribunale Milano n. 4994 del 26 aprile 2007 Pres. A. Vanoni, Rel. A. Simonetti**).

<sup>67</sup>. “..In particolare la negoziazione dei prodotti finanziari deve avvenire secondo regole di diligenza, correttezza e trasparenza nell’interesse dei clienti, specificate nel T.U.F. e nel Regolamento attuativo della Consob, regole precise e dettagliate, in quanto i doveri di informazione richiesti agli intermediari si pongono come obbligazioni di carattere primario, il cui adempimento deve essere valutato a stregua dell’art. 1176 c.c. co. 2°, nel quale è indicato il criterio di determinazione della specifica diligenza richiesta nell’adempimento da parte di chi svolge attività professionale.

La violazione delle regole di informazione e di valutazione dell’adeguatezza dell’operazione proposta ai clienti risparmiatori costituisce inadempimento imputabile all’intermediario e trattandosi di regole di comportamento esplicitamente codificate nell’interesse del cliente l’inadempimento è da porsi in relazione causale con l’evento dannoso. Ricade sull’intermediario l’onere di provare che tra la violazione ed il danno non vi è alcun nesso di causalità, dimostrando che il danno è derivato da eventi estranei alla sua sfera di azione e la convenuta nulla ha provato al riguardo.”( **Tribunale di Genova n. 1230 del 15 marzo 2005 Rel. Dr. D. Canepa**, Cfr.. Tribunale di Roma sentenza dell’8.10.2004).

<sup>68</sup>. “Dal discorso sin qui svolto può ragionevolmente desumersi che l’attrice – ove adeguatamente informata – si sarebbe astenuta dall’acquisto dei bonds in questione, ovvero avrebbe maggiormente diversificato il suo investimento con il che deve ritenersi che il comportamento della intermediaria sia stato causa del danno patito. Ciò senza voler tacere di quell’orientamento che partendo dalla norma del TUF (art. 23) che pone a carico dell’intermediario l’onere di dimostrare di aver agito con la specifica diligenza richiesta ritiene che il sistema normativo in subiecta materia è tale che, una volta verificata la violazione alla normativa e la sussistenza del danno, viene posta una presunzione di responsabilità in capo all’intermediario, vincibile unicamente con la prova contraria da parte di questi”. (**Tribunale di Torre Annunziata n. 1320 del 22 novembre 2006 Pres. Rel. V. Del Sorbo**).

<sup>69</sup>. “ la questione preliminare consiste, ovviamente, nella prova del rapporto di conflitto di interessi che non spetta fornire all’appellata ma a chi invoca la violazione della norma sul conflitto d’interessi: infatti, l’art. 23 u.c. d. lgs. 58/98 non è invocabile perché il conflitto di

---

interessi non ha nulla a che vedere con la diligenza, atteso che le due norme tutelano due distinti interessi giuridici tant'è che l'art. 27 (Reg. Consob 11522/98) non prevede fra i requisiti della fattispecie (ossia l'annullamento) il danno in ciò allineandosi alle norme generali di cui all'art. 1394 c.c. per il quale il danno (anche solo potenziale) è solo un elemento sintomatico del conflitto di interessi e non un requisito della struttura, laddove l'art. 23 prende in considerazione il giudizio avente ad oggetto l'azione risarcitoria. In altri termini, gli art. 23 e 27 (Reg. Consob 11522/98) sono due norme che riguardano due diverse azioni (l'una, l'azione di risarcimento dei danni, l'altra, l'azione di annullamento) e sono poste a tutela di diversi interessi giuridici (artt. 1175 – 1176 c.c.): non è, quindi, corretto invocare per l'azione di annullamento di cui all'art. 27, l'onere probatorio gravante sull'intermediario per le azioni risarcitorie ex art. 23.” **(Corte di Appello di Brescia n.20 del 10 gennaio 2007 Pres. Cusimano, Rel. G. Rago).**

<sup>70</sup>. “Occorre a tale riguardo affrontare la questione sulla utilizzabilità del teste P., funzionario dell'agenzia della banca che aveva curato l'investimento operato da parte attrice.

L'interesse a partecipare al giudizio previsto come causa d'incapacità a testimoniare dall'art. 246 cod. proc. civ. si identifica con l'interesse a proporre la domanda e a contraddirvi previsto dall'art. 100 dello stesso codice, sicché deve ritenersi colpito da detta incapacità chiunque si presenti legittimato all'intervento in giudizio, senza che possa distinguersi tra legittimazione attiva e legittimazione passiva, tra legittimazione primaria e secondaria (intervento adesivo dipendente), tra intervento volontario e intervento su istanza di parte. In particolare, è incapace di testimoniare chi potrebbe, o sarebbe potuto, essere chiamato dall'attore, in linea alternativa o solidale, quale soggetto passivo della stessa pretesa fatta valere contro il convenuto originario, nonché il soggetto da cui il convenuto originario potrebbe, o avrebbe potuto, pretendere di essere garantito (v. Cass. 03 aprile 1998 a. 3432)

La presente fattispecie rientra, pertanto, nella suddetta previsione in quanto ai sensi dell' art. 2049 cod. civ. il committente è responsabile in solido con il dipendente nei confronti del danneggiato (v. Cass.11 maggio 1973 n. 1267) per cui l'investitore avrebbe potuto convenire quale soggetto passivo della stessa pretesa fatta valere contro il convenuto originario anche il funzionario della banca che ha curato l'operazione finanziaria. Ne consegue che quest'ultimo era incapace a testimoniare secondo il disposto dell'art. 246 cod. proc. civ.” **(Tribunale di Genova, Sez. I Civile, 22 aprile 2005, Pres. A. Dimundo, Rel. D. Canepa).**

<sup>71</sup>. “Non avendovi provveduto nel corso del procedimento, deve in questa sede essere affermata la capacità a testimoniare di \*\*\* ed in generale dei dipendenti dell'Istituto di Credito. Non può infatti ritenersi sussistente, nella specie, l'incapacità prevista dall'art. 246 c.p.c., non potendo

---

riscontrarsi la presenza di un interesse del dipendente tale da legittimarne la partecipazione al giudizio. Il momento dell'informazione fornita dalla banca agli investitori, soprattutto in considerazione della specifica contestazione di parte attrice in merito, è snodale e saliente nella vicenda in esame. E' logico e normale che per meglio esplicitare il contenuto di disposizioni scritte o per consentire una migliore interpretazione delle pattuizioni negoziali le parti chiedano di avvalersi di prova testimoniale ed è altrettanto logico e normale che i testi indicati siano gli unici soggetti che hanno partecipato alle trattative e quindi da un lato i dipendenti dell'Istituto di Credito e dall'altro i parenti, conviventi, amici più prossimi dei clienti che per qualche ragione siano stati chiamati ad intervenire alle operazioni per consigli e/o chiarimenti.

La difesa attrice evidenzia che i dipendenti della Banca che hanno venduto i titoli agli attori, sono i principali - benché non esclusivi - responsabili dei vizi di negoziazione dei titoli, sotto il profilo della disinformazione, passibili di sanzione ex art. 190 D. Lgs. 58/98, e responsabilità nei confronti degli investitori in via solidale con la Banca, ai sensi dell'art. 2049 c.c..

Innanzitutto si rileva che, contrariamente dall'assunto prospettato da parte attrice nella seconda memoria conclusionale, nella fattispecie in esame non è dedotta in causa nei confronti della Banca - quale causa petendi - la responsabilità da illecito per fatto altrui prevista dal cit. art. 2049 c.c. ma esclusivamente la violazione delle norme disciplinanti l'intermediazione finanziaria.

Peraltro già la giurisprudenza ha in più occasioni escluso l'incapacità a testimoniare dei dipendenti della banca che, in ipotesi, potrebbero essere ritenuti responsabili verso la stessa di quelle operazioni, in base alle quali essa è stata evocata in giudizio (Cass. 4 marzo 1993 n. 2641, Cass. 28.1.1983 n. 771, Cass. 27.1.1979 n. 623, Tribunale di Firenze 27.11.2002, Tribunale di Mantova- dott. Bernardi 18.3.2004). Questo in quanto, fondandosi l'eventuale responsabilità del dipendente bancario su un titolo diverso da quello dedotto in causa, l'interesse di cui risultano portatori i dipendenti non è diretto ed attuale, ma solo riflesso, di mero fatto, ad una determinata soluzione della causa principale, e un interesse siffatto non li legittimerebbe a partecipare al giudizio, in quanto l'esito dello stesso, di per sé, non sarebbe idoneo ad arrecare pregiudizio ad essi.

Deve infine osservarsi, quand'anche l'argomentazione non sia di stretto diritto che, impedire l'ingresso nel processo alla deposizione del dipendente dell'Istituto bancario che ha gestito direttamente il rapporto con l'investitore *retail* determina un'indebita compromissione del diritto di difesa della Banca, che oltre ad essere il soggetto su cui incombe l'onere probatorio di dimostrare la diligenza impiegata nel gestire l'operazione di investimento, si vedrebbe - di fatto - privata della facoltà di provare per testimoni, circostanze che nessuna norma impone di provare per iscritto, mentre nessuna preclusione vi sarebbe mai per il cliente, con conseguente

---

ed evidente disparità di trattamento tra le parti processuali. (**Tribunale di Mantova, 11 aprile 2006, Pres. A. Dell'Aringa, Rel. L. De Simone**).

<sup>72</sup>. “Gli appellanti hanno censurato l’impugnata sentenza nella parte in cui ha ritenuto ammissibile la testimonianza del funzionario e cioè colui che, secondo l’assunto degli appellanti, li aveva indotti ad effettuare le operazioni per cui è processo. Tale doglianza deve ritenersi infondata laddove si consideri: - l’art. 246 c.p.c., dalla giurisprudenza della S.c. alla quale questa corte ritiene di adeguarsi, è sempre stato interpretato nel senso che l’interesse a partecipare al giudizio si identifica con l’interesse a proporre la domanda e a contraddirvi ex art. 100 dello stesso codice, sicché deve ritenersi colpito da detta incapacità chi potrebbe, o avrebbe potuto, essere chiamato dall’attore, in linea alternativa o solidale, quale soggetto passivo della stessa pretesa fatta valere contro il convenuto originario, nonché il soggetto da cui il convenuto originario potrebbe, o avrebbe potuto, pretendere di essere garantito, senza che possa distinguersi tra legittimazione attiva e legittimazione passiva, tra legittimazione principale e secondaria (intervento adesivo dipendente), tra intervento volontario e intervento su istanza di parte (Ex plurimis Cass. 10382/02 – 14963/02); - si verte in un’ipotesi di stessa pretesa quando la causa pretendi sottesa ad una domanda sia uguale a quella proposta o proponibile in astratto contro il teste il quale, quindi, per ciò solo avrebbe interesse ad intervenire, ex art. 105 c.p.c., nel processo nel quale è chiamato come teste; - nella fattispecie per cui è processo, è evidente che la causa pretendi sottesa alla chiamata in giudizio della Banca consiste in una responsabilità contrattuale, laddove invece, quella nei confronti del funzionario potrebbe, in ipotesi, configurarsi come responsabilità extracontrattuale; - si tratta, quindi, di una connessione impropria atteso che la causa pretendi sulla quale si basa l’azione proposta nei confronti della Banca, è del tutto diversa da quella ipotetica nei confronti del dipendente sicché sarebbe anche irrilevante che esse siano proposte nello stesso giudizio o in giudizio separato; - di conseguenza, il funzionario avrebbe un interesse solo riflesso, e cioè di mero fatto, ad una determinata soluzione della causa principale, che non lo legittimerebbe a partecipare al giudizio, in quanto l’esito dello stesso, di per sé, non sarebbe idoneo ad arrecargli alcun pregiudizio (In terminis, Cass. 2641/93, quanto alla testimonianza del dipendente in una causa promossa contro l’Istituto di credito). (**Corte di Appello di Brescia n.20 del 10 gennaio 2007 Pres. Cusimano, Rel. G. Rago**).

<sup>73</sup>. “L’ordine dato alla banca di acquistare i titoli è sottoscritto dal BIANCHI, è una scrittura privata, e la sottoscrizione del medesimo BIANCHI non è stata disconosciuta. Dunque, dette scritture fanno piena prova in ordine alla provenienza del documento dal suo sottoscrittore, nella

---

fattispecie che il. BIANCHI abbia impartito un ordine nonostante («...e tuttavia vi autorizziamo») le contrarie indicazioni fornite dalla banca. Pur essendo il contenuto intrinseco della scrittura privata suscettibile di prova contraria, va rilevato che nella fattispecie l'ordine scritto è preteso dalla normativa secondaria proprio affinché risultino per iscritto (o nella registrazione telefonica) le indicazioni negative dell'intermediario per cui la prova testimoniale che si proponga di inficiare la veridicità del contenuto della scrittura diventa rilevante solo se è finalizzata a spiegare sia quanto di diverso è accaduto, sia il perché della sottoscrizione sotto un testo non rispondente al vero.” (**Tribunale di Venezia, Sez. I Civ., 5 maggio 2005, Pres. R. Zacco, Rel. F. Spaccasassi**).

<sup>74</sup>. Ciò posto, va accolta la domanda dell'attore di restituzione del capitale investito oltre interessi legali dal 18 febbraio 2003, data in cui gli era stato comunicato il mancato pagamento delle cedole all'effettivo pagamento. Pur trattandosi di debito di valore non risulta dovuto il risarcimento del danno sotto il profilo richiesto per svalutazione monetaria secondo indici ISTAT, perché la misura del tasso in vigore fino al 31 dicembre 1996 era obiettivamente idonea a coprire sia il danno da perdita del potere di acquisto sia il mancato lucro per l'interesse attivo riconosciuto su depositi bancari di importo consimile. Con l'art. 2, comma 185°, della legge 23 dicembre 1996, n. 662 (c.d. finanziaria per il 1997), è stato modificato l'art. 1284 c.c. (reintroducendo dal 1° gennaio 1997 il tasso del 5%) ed è stato previsto il costante adeguamento del saggio legale a mezzo decreto del Ministero del Tesoro «tenuto conto del tasso di inflazione registrato nell'anno» (infatti con decreto ministeriale del 10 dicembre il saggio legale è stato ancora abbassato al 2,5% a decorrere dal 1° gennaio 1999). Il tenore del citato articolo induce a ritenere che la misura dell'interesse legale, così come via via adeguata dal Governo, copra il tasso di inflazione registrato nell'anno. Non risulta neppure un danno per diverso investimento, poiché ritenuto congruo al profilo del T. l'acquisto di obbligazioni di Stato, il rendimento dei buoni del Tesoro si attesta su valori moderati sostanzialmente assimilabili a quelli del saggio legale di interessi dacché esso è fissato in misura variabile (Tribunale di Palermo, 16 marzo 2005). Da tale importo va però detratto il valore dei titoli quale risultante alla data della pubblicazione della presente sentenza nonché l'importo degli accessori già, corrisposti agli attori. (**Tribunale di Padova – Pres. M. Farini, Rel. D. Bruni –22 settembre - 13 gennaio 2006**).

<sup>75</sup>. “La convenuta ha inoltre eccepito la prescrizione dell'azione di annullamento del contratto, poiché l'atto di citazione è stato notificato oltre cinque anni dopo la sottoscrizione dei contratti di acquisto dei titoli obbligazionari.

---

Anche questa eccezione appare priva di fondamento, posto che l'annuncio della moratoria sul debito pubblico argentino risale al dicembre del 2001 e, quando l'annullamento dipende da vizio del consenso, il termine di prescrizione decorre dal giorno in cui è stato scoperto l'errore, non da quello in cui fu stipulato il contratto.” (**Tribunale di Roma, sez. II, 23 maggio 2005, Pres. R. Misiti, Rel. G. Buonuomo**).

<sup>76</sup>. “Passando all'esame della domanda avanzata nei confronti della Banca, va subito rigettata l'eccezione di prescrizione quinquennale avanzata dal Bca \*: appare infatti evidente che l'eventuale comportamento illegittimo dell'intermediario si inserisce in un vero e proprio rapporto contrattuale, in cui gli obblighi dell'intermediario stesso sono particolarmente severi e previsti dalla normativa di riferimento, a tutela dei privati investitori.

Pertanto non è a parlarsi di risarcimento del danno ex art. 2043 cod. civ., perché non si verte nell'illecito aquiliano e la prescrizione sarà pertanto decennale e non quinquennale (a parte il rilievo che comunque la prescrizione corre solo dal momento in cui il diritto può essere fatto valere e — pertanto — dal momento in cui si produce l'evento-danno)”. (**Tribunale di Torre Annunziata n. 1320 del 22 novembre 2006 Pres. Rel. V. Del Sorbo**).

---

## FONTI NORMATIVE

### Generali.

- D. Lgs. N. 58/98.
- Legge 262/05
- Regolamento Consob n. 11522/1998
- Direttiva 2004/39/CE (in corso di recepimento).

### Specifiche.

- Nullità del contratto: Corte di Cassazione, Sez. I n. 3272 del 7 marzo '01, Corte di Cassazione, n. 19024 del 29 settembre '05, Corte di Cassazione, n. 26725 del 19 dicembre '07, Corte di Appello Milano 11 gennaio '02 e 13 giugno '03, Tribunale di Mantova Giudice Bernardi 18 marzo '04, Tribunale di Bari 24 maggio '04, Tribunale di Firenze, Giudice Unico Pezzuti 30 maggio '04, Tribunale di Taranto, Sez.III Civile Giudice Cavallone n. 2273 del 27 ottobre '04, Tribunale di Venezia, Sez. II Giudice Unico Caprioli n. 2654 del 22 novembre '04, Tribunale di Pistoia 3 dicembre '04, Tribunale di Palermo, Sez. III Civile Pres. Monteleone 17 gennaio '05, Tribunale di Firenze, Giudice Unico Pezzuti 18 febbraio '05 Tribunale di Brindisi, Sez. Civile Giudice Unico Lenoci 21 febbraio '05, Tribunale di Ferrara 6 aprile '05, Tribunale di Firenze, Giudice Pezzuti 19 aprile '05, Tribunale di Parma, B. Stellario 16 giugno '05, Tribunale di Rieti 29 marzo '06, Tribunale di Bari, Sez. II 7 novembre '06, Tribunale di Cagliari n. 120 del 3 gennaio '07, Tribunale di Trento n. 218 del 1 febbraio '07.

- Informativa e Adeguatezza delle Operazioni: Comunicazione Consob n. DI/99065403 del '99, Comunicazione Consob n. DI/98080595 del '98, Comunicazione Consob n. DI/30396 del '00, Tribunale di Roma, Giudice Costa 18 febbraio '02, Tribunale di Monza n. 614 del 18 aprile '06, Tribunale di Milano, Giudice Raineri 3 aprile '04, Tribunale di Monza - sez. Desio 27 luglio '04, Tribunale di Parma, Sez. I, Pres. Rota 22 settembre '04, Tribunale di Roma, Caliento, De Masi, Muscolo, 8 ottobre '04, Tribunale di Roma 27 ottobre '04, Tribunale di Monza 16 dicembre '04, Tribunale di Taranto, Sez.III Civile Giudice Cavallone n. 2273 del 27 ottobre '04, Tribunale di Lecce 29 ottobre '04, Tribunale di Parma 15 novembre '04, Tribunale di

---

Treviso, n. 2579 del 26 novembre '04, Tribunale di Milano 2 dicembre '04, Tribunale di Milano 3 dicembre '04 Tribunale di Pistoia 3 dicembre '04, Tribunale di Mantova, Sez. II Giudice Bernardi 10 dicembre '04, Tribunale di Roma 15 dicembre '04, Tribunale di Ancona 30 dicembre '04, Tribunale di Monza 27 gennaio '05, Tribunale di Milano 28 gennaio '05, Tribunale di Mantova Sez. II Giudice Bernardi 3 febbraio '05, Tribunale di Modena 11 febbraio '05, Tribunale di Mantova 12 febbraio '05, Tribunale di Bergamo 16 febbraio '05, Tribunale di Ferrara Pres. Stigliano n. 217 del 25 febbraio '05, Tribunale di Santa Maria Capua Vetere 1 marzo '05, Tribunale di Roma 11 marzo '05, Tribunale di Mantova 15 marzo '05, Tribunale di Modena 29 marzo '05, Tribunale di Napoli 6 aprile '05, Tribunale di Mantova 12 aprile '05, Tribunale di Genova 18 aprile '05, Tribunale di Milano 29 aprile '05, Tribunale di Venezia 5 maggio '05, Tribunale di Roma 25 maggio '05, Tribunale di Bologna sez. II 31 maggio '05, Tribunale di Trani, Sez. I n. 559 del 10 giugno '05, Tribunale di Treviso 10 ottobre '05, Tribunale di Roma 21 dicembre '05, Tribunale di Foggia 21 aprile '06, Tribunale di Cuneo n. 314 del 4 agosto '06, Tribunale di Milano n. 389/07, C. Appello Brescia n. 20 del 10 gennaio '07, Tribunale di Firenze n. 229 del 18 gennaio '07, Tribunale di Catania 23 gennaio '07, Tribunale di Milano, Sez. VI 20 marzo '06, Tribunale di Milano n. 4994 del 26 aprile '07.

▪ Conflitto di interesse: Comunicazione Consob DI/99014081, Comunicazione Consob DAL/97006042 del '97, Tribunale di Roma, Giudice Costa 18 febbraio '02, Tribunale di Parma Sez. I, Pres. Rota 22 settembre '04, Tribunale di Roma, 8 ottobre '04, Tribunale di Taranto, Sez.III Civile Giudice Cavallone n. 2273 del 27 ottobre '04, Tribunale di Lecce 29 ottobre '04, Tribunale di Parma 15 novembre '04, Tribunale di Venezia, Sez. II Giudice Unico Caprioli n.2654 del 22 novembre '04, Tribunale di Treviso, 26 novembre '04, Tribunale di Milano 3 dicembre '04, Tribunale di Pistoia 3 dicembre '04, Tribunale di Mantova Sez. II Giudice Bernardi 10 dicembre '04, Tribunale di Monza 16 dicembre '04, Tribunale di Monza 27 gennaio '05, Tribunale di Mantova Sez. II Giudice Bernardi 3 febbraio '05, Tribunale di Mantova 12 febbraio '05, Tribunale di Bergamo 16 febbraio '05, Tribunale di Firenze 18 febbraio '05, Tribunale di Ferrara, Pres. Stigliano n.217 del 25 febbraio '05, Tribunale di Roma 11 marzo '05, Tribunale di Genova, sez. I n. 1230 del 15 marzo '05, Tribunale di Mantova n. 614 del 18 marzo '04, Tribunale di Modena 29 marzo '05, Tribunale di Mantova 12 aprile '05, Tribunale di Firenze 19 aprile '05, Tribunale di Roma, Sez. II Pres. Misiti 25 maggio '05, Tribunale di Firenze 30 maggio '04, Tribunale di Trani, Sez. I n. 559 del 10 giugno '05, Tribunale di Parma 16 giugno '05, Tribunale di Milano Giudice Bernardini 25 luglio '05,

---

Tribunale di Roma n. 17539 del 29 luglio '05, Tribunale di Catania 23 gennaio '07, Tribunale di Rimini n. 442 del 21 aprile '07, Tribunale di Milano n. 389/07.

▪ Gestione surrettizia: comunicazione Consob n. DIN/2014610 del '02, C. Cassazione n. 4081 del 20 marzo '03, C. Cassazione n. 12126 del 2 luglio '04, C. Cassazione 26/1 – 12 aprile '05.

▪ Operatore Qualificato: Tribunale di Milano, Giudice Gentile 21 febbraio '95, Tribunale di Torino Giudice Unico Dotta 27 gennaio '00, Tribunale di Milano, Giudice Raineri 3 aprile '04. Tribunale di Novara 18 gennaio '05, Tribunale di Milano, Sez. VI 6 aprile '05.

▪ Collocamento di obbligazioni e di altri strumenti finanziari: Comunicazione Consob DAL/97006042/97, Tribunale di Mantova 19 ottobre '04, Tribunale di Viterbo 30 novembre '04, Tribunale di Parma 13 dicembre '04, Tribunale di Milano 31 gennaio '05, Tribunale di Pescara 15 aprile '05, Tribunale di Milano 28 aprile '05, Tribunale di Padova 17 novembre '05, Tribunale di Milano n. 3575 del 20 marzo '06,

▪ Onere della prova: Tribunale di Palermo, Sez. III Pres. Monteleone, 17 maggio '05, Tribunale di Genova n. 1230 del 15 marzo '05, Tribunale di Genova 22 aprile '05, Tribunale di Venezia 5-5/05, Tribunale di Mantova 11 aprile '06, Tribunale di Torre Annunziata n. 1320 del 22 novembre '06, C. Appello di Brescia n. 20 del 10 gennaio '07.

▪ Risarcimento del danno: C. Cassazione n. 7971/90, Tribunale di Mantova 12 novembre '04, Tribunale di Firenze Giudice Pezzuti 19 aprile '05, Tribunale di Bologna 31 maggio '05, Tribunale di Padova 13 gennaio '06.

**dott. Roberto Marcelli**

Laureato in Statistica con tesi in Calcolo delle probabilità, è stato borsista a Losanna, Londra e Roma (Università La Sapienza - Facoltà di Statistica).

Ottenuta l'abilitazione professionale è entrato in Banca d'Italia dove ha maturato un'esperienza ventennale nel Servizio Mercati Monetari e Finanziari, percorrendo i vari livelli di carriera fino al grado di Condirettore, con responsabilità sulla gestione del portafoglio titoli e sulla regolamentazione e controllo dei mercati e degli intermediari.

Libero professionista dal 1994, presta la sua opera di *General Consulting* in materia finanziaria, con particolare attenzione alle problematiche attinenti i rischi finanziari. Collabora con imprese, Banche ed Intermediari.

E' iscritto all'Albo dei consulenti del tribunale di Roma.

Contatti:

Studio: Via Bergamo, 43 - 00198 Roma-

Tel. 06.8841269 Fax 06.233221032

sito: [www.studiomarcelli.com](http://www.studiomarcelli.com); e-mail: [studiomarcelli@mcmlink.it](mailto:studiomarcelli@mcmlink.it)