

INDICE

<i>Introduzione</i>	2
---------------------------	---

CAPITOLO I

1. La Certezza del diritto nella conversione del risparmio in investimenti.....	9
2. La “tipicità” del contratto di investimento. La genesi del “contratto amministrato”.....	18
3. Dal “contratto di investimento” al “contratto finanziario”.....	28
4. La relazione di <i>agency</i> come postulato economico dei servizi di investimento.....	42

CAPITOLO II

1. La natura giuridica del <i>master agreement</i> , tra “contratto normativo” e “contratto quadro”.....	49
2. Gli ordini, le operazioni e i contratti di borsa.....	63
3. Analogie con il factoring.....	74
4. La tesi negoziale e i suoi limiti.....	77
5. La tesi del mandato e i suoi limiti.....	82
6. Casistica giurisprudenziale; il difetto di forma del <i>master agreement</i> e degli ordini.....	96

CAPITOLO III

1. La responsabilità dell’intermediario nel diritto statunitense.....	102
2. Le regole di comportamento degli intermediari finanziari nell’era post MIFiD.....	108
3. La violazione regole comportamento: la tesi della nullità e le ragioni di “ <i>private enforcement</i> ”.....	134
4. La soluzione accolta dalle Sezioni Unite.....	140
5. L’intermediazione finanziaria tra <i>regole di validità</i> e <i>regole di comportamento</i>	148
6. L’efficienza dei rimedi.....	156
7. Il meccanismo delle restituzioni.....	164
8. L’annullamento del contratto come residuale strumento di tutela.....	173
<i>Conclusioni</i>	178
Bibliografia.....	191

Introduzione.

Questa tesi sintetizza l'attività di ricerca compiuta nell'ambito del dottorato di ricerca in diritto dell'impresa presso il Dipartimento di Diritto Privato Generale della Facoltà di Giurisprudenza di Palermo.

Come si avrà modo di vedere più analiticamente nel prosieguo, il problema dei rapporti tra il *master agreement* e i singoli ordini di borsa si inserisce nell'ambito di una discussione più generale correlata alla “*sopravvivenza*” degli istituti tradizionali del diritto civile e commerciale, come regolati dal codice civile, rispetto alle nuove “*impalcature*” legislative di settore, che nell'ultimo ventennio si sono succedute in un crescendo di numero e di importanza.

Con riferimento al settore dell'intermediazione finanziaria, già sul finire degli anni ottanta, un articolo di G. Alpa osservò come la novità delle operazioni condotte sul mercato mobiliare, la continua creazione di nuovi “*prodotti*” e di nuove “*forme di intermediazione finanziaria*”, imponesse a dottrina e giurisprudenza di “*verificare la compatibilità dei principi di diritto comune con la disciplina speciale e la possibilità tecnica di colmare le lacune di una legislazione frammentaria con il ricorso a principi di diritto comune*”¹.

A ben vedere siffatto rilievo è ancor più attuale oggi giorno rispetto a quanto già non lo fosse in precedenza, essenzialmente per due ordini di ragioni.

¹ ALPA, *Una nozione pericolosa: il c.d. “contratto di investimento”*, in ALPA (a cura di), *I valori mobiliari*, Padova, 1991, pag. 393 e ss..

La prima ha un chiave di lettura politico-economica: i recenti scandali finanziari (*Cirio, Parmalat e Argentina*) hanno imposto un'accurata riflessione sull'efficacia degli strumenti di tutela dei risparmiatori a fronte delle violazioni delle regole di comportamento, legali e regolamentari, imposte agli intermediari, senza precedenti rispetto ai tempi passati².

Il dibattito dottrinario, invero, si è essenzialmente concentrato e polarizzato sulle ragioni a sostegno della tutela risarcitoria di siffatte violazioni, ovvero su quelle a fondamento di un rimedio più penetrante ed attinente al vizio genetico dei contratti di investimento, violativi dei precetti di cui al Testo Unico Finanziario e al Regolamento Intermediari della CONSOB, più volte modificato.

Il dogma della generale insindacabilità da parte dell'Autorità Giudiziaria del regolamento contrattuale voluto dalle parti, salvo che nei casi espressamente previsti dalla legge, è apparso sempre più in discussione, da parte di chi ha fatto notare la frammentarietà del diritto dei contratti³: il punto cardine intorno al quale ruotano le regole sulla prestazione dei servizi di investimento è quello della *trasparenza*.

² *Iter* che ha determinato l'approvazione della l. 262/2005, meglio nota come "legge sul risparmio".

³ Il riferimento è chiaramente orientato al filone dottrinario del c.d. "terzo contratto"; in particolare cfr. GITTI- VILLA, *Il terzo contratto, L'abuso di potere contrattuale nei rapporti tra imprese*, Bologna, 2008, con *Postilla sul terzo contratto* di PARDOLESI, pag. 323-341; in sintesi, in questa categoria vi rientrerebbero una fascia di rapporti che, non riconducibili ai modelli classici, per essere caratterizzati da asimmetria di potere contrattuale, esigono un migliore coordinamento sistematico tra la disciplina del contratto e la regolamentazione della concorrenza e del mercato. Cfr. pure ROPPO *Parte generale del contratto, Contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul "terzo contratto")*, in *Riv. dir. priv.*, 4, 2007, pag. 669 e ss., nonché MINERVINI, *Il "terzo contratto"*, in *Contr.*, 2009, 5, p. 493.

Di questa, appunto, possiamo distinguere almeno tre diverse accezioni nel diritto dei contratti⁴:

(i) l'accezione originaria, si può far risalire tale momento verso la metà degli anni ottanta, in occasione della presentazione di alcuni progetti di legge sul credito al consumo e sulla disciplina dei rapporti tra le banche e la clientela, nonché in occasione della diffusione della circolare dell'ABI del 25 ottobre 1988, contenente il testo di un "accordo interbancario per la pubblicità e la trasparenza delle condizioni praticate alla clientela" e un regolamento contenente regole di autodisciplina per le banche aderenti; è appena il caso di precisare che l'espressione trasparenza, in quel contesto, veniva utilizzata dai commentatori in connessione con l'impiego da parte delle banche di clausole contrattuali contenenti il rinvio agli usi bancari (c.d. norme bancarie uniformi) e con riferimento alla clientela composta da "consumatori", o, altrimenti, "contraenti o parti deboli" del rapporto⁵;

(ii) una accezione successivamente invalsa, di portata più generale, riguardante la fase della trattativa, la fase della formazione del contratto e la fase della redazione del contratto, se il contratto non è predisposto, o quella della sottoposizione all'aderente del contratto già predisposto, ed ancora la inclusione

⁴ ALPA, *Quando il segno diventa comando: la "trasparenza" dei contratti bancari, assicurativi e dell'intermediazione finanziaria*, in *Riv. Trim. dir. e proc. civ.*, 02, 2003, pag. 465 e ss.

⁵ RESCIGNO, *"Trasparenza" bancaria e diritto "comune" dei contratti*, in *Banca borsa.*, 1990, I, p. 297 ss.; ALPA, *La "trasparenza" del contratto nei settori bancario, finanziario e assicurativo*, in *Giur. it.*, 1992, IV, pag. 409; CARBONE, *La trasparenza bancaria e la tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 1992, IV, p. 479 e ss.

nei contratti di clausole potenzialmente abusive *ex art. 1469-bis c.c.*⁶. Da qui la problematica sulla asimmetria dell'informazione che si registra tra il professionista e il consumatore, la inclusione di clausole vessatorie nei contratti dei consumatori e nei contratti di subfornitura. Ed ancora la discussione sulla possibile estensione della normativa che presidia la trasparenza del contratto inteso come contratto concluso tra parti pariteticamente informate, non contenente clausole vessatorie ai contratti che non appartengono alla categoria dei contratti dei consumatori;

(iii) una accezione più connotata e specifica, che riguarda i settori del mercato finanziario, come risulta dalla disciplina dell'attività bancaria e dell'intermediazione finanziaria. Su questo punto può dirsi che la trasparenza informativa non si appiattisce sulla regola del *clare loqui* relativa al procedimento formativo della volontà, quindi anteriore al momento perfezionativo dell'accordo contrattuale, bensì ad elemento intrinseco al regolamento stesso, nel significato del concreto assetto di interessi voluto dalle parti.

Cosicchè, può agevolmente intuirsi come il ruolo giocato dalla buona fede e la sua rilevanza sulle forme tutela, a seguito di una rilettura costituzionalmente orientata della tradizionale dicotomia tra regole di comportamento e regole di validità, sia risultato decisivo nella composizione dei contrasti⁷.

⁶ MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca borsa*, 1997, I, pag. 96.

⁷ Cfr. Cass., Sez. Un., est. Rodorf, nn. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007, rispettivamente in *Foro it.*, I, 2008, pag. 784, e in *Contr.*, 3, 2008, pag. 221 e ss., nonché *Dir. fall.*, 2008, II, 1 ss.

La seconda chiave di lettura dei rapporti tra diritto comune e diritto speciale è invece squisitamente giuridica: qualsiasi soluzione in un'ottica economica di ottimizzazione dei rimedi si intenda adottare, le conseguenze della violazione delle regole di comportamento degli intermediari non possono non passare dall'esatta qualificazione della fattispecie giuridica.

Quest'ultimo e decisivo punto, forse, è quello più controverso e destinato a perdurare nonostante gli interventi nomofilattici, condivisibili o meno, che hanno cercato di rendere *certo* un apparato normativo settoriale, per molti aspetti difficilmente compatibile con le categorie dogmatiche tradizionali⁸.

Probabilmente, ad avviso di chi scrive, l'ordinamento giuridico italiano sta conoscendo tuttora un periodo di transizione, che come tutte le rivoluzioni in atto mette in crisi le certezze acquisite, essenzialmente correlato al fatto che la normativa sulla prestazione dei servizi di investimento è una normativa *giovane* e di *importazione*.

Invero, il primo intervento legislativo di senso compiuto è costituito dalla l. 1/1991 (c.d. Legge Sim), la quale dettava solo poche regole di comportamento da osservare nell'attività di intermediazione.

Successivamente, il sistema si è andato delineando in modo sempre più incisivo dell'autonomia negoziale, a seguito dei molteplici interventi di ambito comunitario, finalizzati alla massima armonizzazione delle legislazioni degli Stati membri⁹.

⁸ Cfr. *infra* capitolo II.

⁹ Cfr. *Rapporto Lamfalussy*, presentato a Stoccolma nel 2001, disponibile su http://ec.europa.eu/internal_market/securities/lamfalussy/index_en.htm.

La storia insegna che l'efficienza e l'efficacia di un sistema si misura in relazione alla sopravvivenza o meno ai momenti di crisi.

Gli Stati Uniti d'America, la cui legislazione a protezione dei risparmiatori è assunta a modello delle legislazioni d'oltreoceano, come si avrà modo di verificare¹⁰, hanno conosciuto la crisi determinata dal crollo di *Wall Street* come momento epocale di svolta della coscienza giuridica ed economica.

Dalla crisi è derivata, in primo luogo, una rivisitazione del principio dell'intervento dello Stato nell'economia, ancora più attuale in tempi recenti (basta che si pensi ai salvataggi degli Istituti di credito coinvolti nel *default* dei titoli legati ai mutui *subprime*¹¹).

In secondo luogo, è stata introdotta in via regolamentare la *rule 10b-5* della SEC come clausola generale della tutela risarcitoria delle condotte fraudolente in ambito finanziario, con il precipuo scopo appunto, di limitare il ricorso al *judge-mad law*, ritenuto contrario alla necessità di certezza della regola giuridica.

L'esperienza europea, in particolare quella italiana, più attenta all'unitarietà del sistema nella soluzione delle questioni interpretative, ha seguito la via, talvolta tortuosa, della riconduzione delle fattispecie speciali entro gli schemi degli istituti tradizionali, la cui storicità spesso si pone come ostacolo alla completa efficienza del sistema.

Ecco, allora, i temi oggetto di indagine: *in che misura gli istituti tradizionali del diritto civile sono in grado di ricostruire compiutamente l'intermediazione finanziaria? Dobbiamo ritenere che sia ridisegnata la separazione tra disciplina*

¹⁰ Cfr. *infra* Capitolo III.

¹¹ Cfr. BARANES, *Guida alla crisi finanziaria*, Osservatorio sulla Finanza, Roma, 2009.

del mercato e disciplina dei rapporti tra Stato e cittadino nel senso di considerare la disciplina del mercato come segmento autonomo dell'ordinamento? La market regulation deve essere affidata solo o prevalentemente alle autorità indipendenti? Possono dirsi realmente efficienti gli strumenti di tutela attualmente predisposti dall'ordinamento a garanzia dei diritti dei risparmiatori?

Possiamo osservare come, in sostanza, dalla soluzione del primo quesito dipendano quelle ulteriori sull'autonomia del diritto dei mercati finanziari rispetto all'ordinamento in generale e sul ruolo dell'Autorità di vigilanza nella *regulation* dei rapporti contrattuali tra intermediari e risparmiatori.

In seguito, come si avrà modo di vedere, non si potranno trascurare delle considerazioni sull'efficienza delle azioni a tutela dei risparmiatori, a fronte delle violazioni poste in essere dagli intermediari, così come ridisegnate dalla Corte di Cassazione nelle celeberrime sentenze gemelle del 2007, anche alla luce del diritto statunitense e del c.d. *private enforcement* nei mercati finanziari¹².

¹² La necessità che l'individuazione del rimedio di tutela debba tener conto delle istanze pubblicistiche sottese alla disciplina dell'intermediazione finanziaria è espressa, anche, da ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. e impr.*, 2008, 4/5, pag. 916, che auspica l'individuazione del "rimedio più adatto per tutelare l'interesse pubblico e l'interesse del contraente debole".

CAPITOLO I

1. La Certezza del diritto nella conversione del risparmio in investimenti.

La cultura illuministica ha sempre messo in evidenza la necessità di una legislazione compiuta per il benessere collettivo. Così Gaetano Filangieri scriveva “*Le buone leggi sono l’unico sostegno della felicità nazionale*” nella *Scienza della legislazione*¹³, per certi versi anticipatrice della moderna economia del benessere.

L’indagine sulla dinamica economica delle scelte finanziarie e sulle conseguenze economiche delle scelte stesse può in vario modo collegarsi a quella giuridica in un dato momento storico.

Pur nella loro piena autonomia scientifica e metodologica, il diritto e l’economia infatti sono due scienze che si legano l’una all’altra, determinando, in questo legame, il fattore di successo od insuccesso dei propri fondamentali.

Ciascuna delle due discipline può, inoltre, assurgere a strumento di verifica, alla luce dei risultati dell’altra, della validità delle sue ipotesi e dell’efficienza delle teorie proposte.

Così, il corretto funzionamento di un’economia di mercato è fondato sulla prefissione di regole e dalla garanzia dell’osservanza comune delle “regole del gioco”.

Si afferma spesso, a questo proposito che la norma ha funzioni di “*regolazione*” dell’economia e che un presupposto essenziale del funzionamento del sistema di

¹³ Napoli, 1785, pag. 5, l’A. aggiunge inoltre “che la bontà delle leggi è inseparabile dall’uniformità”.

economia di mercato è, appunto, l'esistenza di un complesso coerente di norme che stabiliscono la composizione degli interessi, spesso contrapposti, dei singoli individui o dei gruppi in cui si articola la società, nonché la dinamica delle attività di produzione e di scambio¹⁴.

Nel diritto privato o pubblico un valore fondamentale cui erano ispirati interventi e regole è stato, fino ad alcuni decenni fa, quello della “*certezza del diritto*”.

Non è molto facile definire un significato preciso del termine “certezza del diritto”, anche se nella pratica giuridica l'interesse alla certezza del diritto riceveva attenzione e tutela. Espressione di questa attenzione era, ad esempio, l'adozione di una norma chiara in sostituzione di più norme contraddittorie oppure la formulazione, con un atto interpretativo di valore vincolante, di un chiarimento “per garantire la certezza del diritto”.

È pur vero che la scienza giuridica conosce un significato relativo del termine “certezza”, appunto perché sul piano ontologico è fatto di parole, articolate in proposizioni che si applicano ai fatti¹⁵.

Ma altrettanto indiscutibile appare la necessità, che a fronte di una certa condotta, di un'azione giuridicamente rilevante, l'agente possa fondare la propria decisione sulla base di sistema di norme in grado di fornire utili elementi utili per determinarne le conseguenze giuridiche.

¹⁴ ZACCARIA, *La perdita della certezza del diritto, riflessi sugli equilibri dell'economia e della finanza pubblica*, Pavia, XV Conferenza SIEP, 2003, pag. 22, sostiene che il presupposto per un corretto funzionamento del sistema di economia di mercato e della finanza pubblica non è soltanto l'esistenza di un complesso articolato di regole, ma di regole dotate di adeguata chiarezza e di certa interpretabilità.

¹⁵ Il tema della certezza delle regole giuridiche è affrontato anche in un saggio di GALGANO dal titolo *Il rovescio del diritto*, Milano, 1991.

Chiaramente, il problema posto in questi termini, si sposta allora sul grado di approssimazione della norma giuridica rispetto all'atto posto in essere.

Così, nella giurisprudenza della Corte Costituzionale, prevalentemente dettata in riferimento alle garanzie del sistema penale italiano, la certezza del diritto significa che, in una data situazione o al verificarsi di determinati presupposti, il soggetto interessato possa fare affidamento, in base ad una regola dotata di "sufficiente chiarezza", sull'esistenza di un divieto o proibizione o di un obbligo giuridico e del correlativo diritto.

Si sostiene, dunque, un concetto di certezza del diritto assimilabile ad un giudizio di *calcolabilità* delle conseguenze giuridiche di un determinato comportamento umano, sovrapponendosi il piano della norma giuridica, che appartiene al mondo del *dover essere*, con quello empirico dell'*essere*, nella sua propria dimensione umana.

Infatti la mancanza di una univoca definizione del comando giuridico nel caso concreto o la presenza di dubbi in ordine a quale debba essere la regolazione di poteri giuridici, ovvero la qualificazione di un bene, pongono il soggetto economico, pubblica amministrazione od operatore privato, famiglia o impresa, nella necessità di attuare "*scelte non sorrette dalla previsione di conseguenze definite e quindi basate su calcoli probabilistici in ordine alle possibili conseguenze giuridiche*". La perdita del requisito della certezza del diritto è un fenomeno già da tempo denunciato da studiosi di teoria generale o di diritto

pubblico¹⁶: in primo luogo, ciò avviene perché nei sistemi economici attuali, si guarda più all'efficacia della norma in ordine al conseguimento dell'obiettivo a breve termine che all'inserimento meditato della norma, nel lungo termine, in un sistema armonioso e coerente.

A ridurre il livello di certezza del diritto ha contribuito, da ultimo, l'evoluzione del formante giurisprudenziale. L'elevato contenzioso ed eccesso di litigiosità ha determinato l'adozione di sentenze anche molto differenziate quanto a soluzioni interpretative delle norme.

E' ben vero che nei più moderni e dinamici paesi ad economia di mercato (in particolare nell'ordinamento britannico ed in quello degli U.S.A.) la giurisprudenza ha svolto un ruolo fondamentale nel determinare l'evoluzione delle regole del diritto e l'adeguamento dei sistemi giuridici alle esigenze della trasformazione economica, in sostanza, ha svolto la funzione creatrice del diritto.

Ma si è trattato pur sempre di evoluzioni razionali caratterizzate da linee di fondo coerenti ad una logica giuridica di fondo e da un'elevata continuità istituzionale.

L'incertezza della situazione giuridica costituisce, in linea generale per il singolo operatore e per il sistema economico nel suo complesso, un fattore di diseconomia.

¹⁶ M. AINIS, *“La legge oscura”*. Come e perché non funziona, Bari, 2000; a pag. 155 l'A. afferma che la legge è oscura quando non consente “l'estrazione di una norma vincolante”, in genere perché afflitta da ambiguità, irrazionalità o incoerenza; cfr. anche A. RUGGERI, *Fonti e norme nell'ordinamento e nell'esperienza costituzionale*, Torino, 1993, pag. 6 e ss. che distingue il concetto di “oscurità” in senso “forte” da quello di “tono minore”; nel primo caso la legge è inesistente, in quanto colpita da “radicale nullità”; nel secondo caso, invece, può ammettersi “l'annullamento giudiziale” ad opera della Consulta. Secondo L'A. la definizione corretta di “oscurità” è solo la prima: se l'enunciato è oscuro non esistono né disposizione né norma.

La situazione di incertezza nell'interpretazione delle regole di diritto, inoltre, può richiedere di sostenere all'operatore costi elevati per compensare consulenti o imprese che svolgono ricerche di carattere teorico e pratico sull'interpretazione del diritto.

Infatti, negli assetti contrattuali l'incertezza del diritto va considerata come un fattore di incremento dei costi di transazione.

I fenomeni di incertezza della situazione giuridica possono, inoltre, determinare situazioni di asimmetria informativa. E' ben possibile, infatti, che la conoscenza della situazione giuridica e dell'interpretazione della norma di legge sia distribuita in modo diseguale fra le parti di un contratto o di un rapporto giuridico.

Ne deriva il venir meno delle condizioni che qualificano l'assetto del sistema concorrenziale che, com'è noto, deve essere caratterizzato dal pieno ed eguale accesso alle informazioni da parte dei partecipanti al gioco economico e quindi dalla piena conoscenza delle condizioni (*equal access*).

Ma anche nel settore dell'intermediazione finanziaria, può dirsi che l'incertezza del diritto generi spostamenti tra la domanda e l'offerta di investimenti, determinando un'allocatione non efficiente delle risorse: chi investe, infatti, fonda la propria decisione strategica sulla base di una serie di preferenze, anche determinate dallo stato delle norme giuridiche storicamente presenti in un dato sistema.

Ragion per cui, il valore del proprio *risparmio* convertito in *investimento*, dipende essenzialmente dal grado di tutela che la posizione soggettiva derivante dal contratto (sia essa attiva che passiva) conserva nell'ordinamento giuridico,

riflettendosi nella stessa scelta di investimento. La conversione di risparmio in investimenti, non a caso, è stato indicato come il problema cruciale dei moderni sistemi capitalistici¹⁷.

L'analisi del risparmio si impernia su di un elemento particolarmente rilevante: la non esistenza di motivi logici per cui si debba necessariamente verificare un equilibrio tra risparmio e investimento tale da assicurare la piena occupazione del lavoro e della capacità produttiva esistente.

Innanzitutto, è evidente che l'individuo che si astiene dal consumo corrente accresce la propria ricchezza *indipendentemente* dalla forma in cui decida di detenerla. Ma ciò cessa di essere vero non appena ci si sposti a ragionare a livello aggregato.

Una decisione collettiva di ridurre il consumo corrente, destinando al risparmio una quota maggiore del reddito, determina un corrispondente aumento della ricchezza sociale solo se le decisioni di risparmio si traducono, direttamente o indirettamente, in decisioni di investimento. Coloro che ritengono che la trasformazione del risparmio in investimento debba necessariamente avvenire “*suppongono erroneamente che vi sia un nesso che unisca le decisioni di astenersi dal consumo presente con le decisioni di provvedere al consumo futuro*”.

Diversamente, il risparmio non si traduce necessariamente, direttamente o indirettamente, in investimento, in quanto i fattori che regolano le decisioni

¹⁷ KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, 1936.

d'investimento sono essenzialmente indipendenti da quelli che regolano le decisioni di astenersi dal consumo corrente.

Ogni individuo determina quanto del suo reddito è speso in beni di consumo e quanto è risparmiato; ma, presa questa decisione, ve ne è una successiva che riguarda la *forma* in cui detenere il risparmio. Le alternative considerate da Keynes nella *General Theory* sono due: a) mantenere il risparmio in forma liquida (moneta); b) convertire il risparmio direttamente o indirettamente in investimento.

In altri termini, una volta presa la decisione di risparmiare, all'individuo resta ancora un grado di libertà: la possibilità di mantenere il risparmio sotto forma di moneta piuttosto che convertirlo in investimento.

Quanto vale per il risparmio vale più in generale per la ricchezza: anch'essa può essere detenuta in moneta piuttosto che in beni capitali (o attività finanziarie) che producono un rendimento.

Il motivo fondamentale per cui si desidera detenere ricchezza sotto forma di moneta, anziché in forme più produttive, è perché la moneta, in virtù della sua liquidità, rappresenta, la migliore difesa contro il futuro incerto.

In altre parole, il desiderio di detenere moneta è un indicatore del grado di sfiducia nei confronti del futuro: "*Il possesso effettivo di moneta placa la nostra inquietudine*".

Seguendo Keynes, possiamo assumere che la decisione di tesaurizzare il proprio risparmio corrisponda alla decisione di detenerlo presso una banca sotto forma di deposito, mentre la decisione di convertirlo in investimento

corrisponde alla decisione di acquistare titoli, cioè effettuare prestiti a favore di imprese che intendono fare investimenti reali.

I depositi presso le banche hanno in generale lo stesso grado di liquidità della moneta contante.

A tale riguardo il ruolo delle banche è evidentemente cruciale. Le banche infatti possono agire in modo tale da neutralizzare la più alta preferenza per la liquidità da parte del pubblico: è sufficiente che esse acconsentano ad accogliere i depositi che il pubblico desidera, acquistando allo stesso tempo i titoli che il pubblico non desidera detenere.

Il prezzo dei titoli dipende dall'offerta e dalla domanda ed è in correlazione inversa con il tasso d'interesse; se il pubblico mostra di avere una maggiore propensione a "realizzare", la domanda di titoli si riduce e, quindi, il tasso d'interesse aumenta scoraggiando gli investimenti.

Se però le banche agiscono in senso inverso a quello del pubblico, non si ha necessariamente un effetto negativo sui prezzi dei titoli e sugli investimenti. Il prezzo dei titoli dipende perciò *“dai sentimenti del pubblico e dal comportamento del sistema bancario”*.

Così, anche in un contesto più complesso come quello ora considerato, non esistono ragioni necessarie per cui le decisioni di risparmiare si traducano automaticamente in decisioni di investire. In questo quadro il risparmio in quanto tale non è una virtù sociale, nel senso che non significa necessariamente contribuire all'accrescimento della ricchezza collettiva e delle generazioni future.

In termini più analitici, ciò significa che non è il risparmio che determina l'investimento, ma piuttosto il contrario.

Un aumento dell'investimento aggregato implica un incremento della domanda di beni (capitali) da produrre; ciò fa crescere sia l'occupazione sia il reddito; l'aumento del reddito porta con sé l'aumento del risparmio.

La certezza dell'ordinamento giuridico è una variabile che incide sia sul *piano psicologico*, nella misura in cui la scelta tra risparmio e impiego fruttifero appare legata alle aspettative future, sia sul piano strettamente economico della convenienza o meno dell'investimento rispetto ai rischi di questo.

Ecco perché il compito del Legislatore, prima, e degli altri operatori del diritto, dopo, non può non tenere conto della necessità di costruire un sistema giuridico organico e compiuto, che possa offrire agli operatori economici un tessuto normativo certo e chiaro su cui fondare le proprie scelte di investimento.

L'ultima graduatoria diffusa dalla Banca Mondiale è impietosa verso il nostro Paese: l'Italia è l'ultima ruota nel carro dei Paesi OCSE e settantottesima nella classifica mondiale per quanto concerne la capacità di attrarre gli investimenti dall'estero¹⁸.

Nel periodo 2000-2004 l'Italia ha ricevuto il 2 per cento del totale degli investimenti diretti esteri pervenuti nell'Unione Europea, a fronte del 6 per cento ciascuno di Francia e Germania, 7 per cento della Spagna, 9 per cento dell'Olanda, 14 per cento del Regno Unito.

¹⁸ Fonte: banca dati de “*ilSole24ore; SoleRadiocor*”.

L'attuale crisi finanziaria, che pure colpisce, con intensità evidentemente variabile, tutte le economie del mondo, rischia di esasperare ulteriormente questa tendenza. I dati parlano chiaro: nel 2008 il calo dei flussi netti FDI in Italia è stato del 95% su base annua, in Francia di circa il 28%.

Il sondaggio effettuato dal Comitato degli Investitori esteri di Confindustria fornisce una ricognizione indicativa dei principali giudizi dei manager di un campione di società multinazionali che hanno investito in Italia.

La lista degli elementi di insoddisfazione è, anzitutto, uno specchio dei ritardi del Paese, peraltro tutti lamentati nel corso dell'attuale dibattito: procedure burocratiche lente e bizantine, elevato costo del lavoro, mancanza di certezza delle regole, instabilità politica e carenze infrastrutturali.

Si tratta, a ben vedere, di fattori esogeni che minano la competitività complessiva del Sistema Italia, non solo l'attrazione degli investimenti esteri, e che necessitano comunque di interventi di riforma.

2. La “tipicità” del contratto di investimento. La genesi del “contratto amministrato”.

L'esigenza illustrata nel paragrafo che precede, tuttavia, non sempre è stata tenuta in debito conto nei molteplici interventi legislativi, speciali rispetto al codice civile, che hanno regolato importanti settori dell'economia nazionale.

Il dubbio in ordine all'utile esperibilità nel mercato finanziario di principi e regole del diritto contrattuale fissato nel codice civile, emerse già all'indomani dell'entrata in vigore dei primissimi provvedimenti legislativi aventi ad oggetto

il mercato mobiliare (e precisamente dopo le modifiche apportate nel 1985 alla l. 7 giugno 1974, n. 216).

Più precisamente, sul cadere degli anni ottanta il dubbio fu posto da chi fece osservare come la novità delle operazioni condotte sul mercato mobiliare, la continua creazione di nuovi “prodotti” e di nuove “forme di intermediazione finanziaria” imponesse a dottrina e giurisprudenza di verificare la compatibilità dei principi di diritto comune con la disciplina speciale e la possibilità tecnica di colmare le lacune di una legislazione frammentaria con il ricorso a principi di diritto comune¹⁹.

In sostanza, sin dall'inizio degli anni 90 del secolo scorso, si è preso atto che nelle società contemporanee “*alle solenni architetture dei codici*” si sono affiancati “*altri diritti*”. Ciò perché, la legislazione moderna ha dovuto scontare un *deficit* genetico del diritto dei contratti, risalente alla sistematica del codice napoleonico (e sulle sue orme, del codice italiano del 1865), consistente nella riconduzione del contratto in una posizione subordinata e strumentale alla proprietà, riflesso di un'economia prevalentemente agricola, in cui la terra era la risorsa produttiva fondamentale. Nei sistemi economici evoluti, invece, la ricchezza economica e le risorse produttive consistono, più che in cose, in rapporti ed in pretese collegate ad obblighi altrui: e pretese ed obblighi nascono dai contratti.

¹⁹ ALPA, *Una nozione pericolosa: il c.d. “contratto di investimento”*, *op. cit.*, pag. 393 e ss.; INZITARI, *Vigilanza e correttezza nelle attività di intermediazione mobiliare*, in MAZZAMUTO E TERRANOVA (a cura di) *L'intermediazione mobiliare*, Napoli, 1993, pag. 131 ss. Cfr. anche MERUSI, *Interessi e fini nei controlli sugli intermediari finanziari*, in *Banca borsa*, 1989, I, pag. 181.

Se si mantiene l'equazione che assimila a proprietà ogni valore economico fortemente tutelato dal diritto, il contratto crea proprietà. Tuttavia, il fenomeno è particolarmente marcato nel settore dei beni finanziari: il contratto si configura esso stesso, direttamente, come *bene*.

Al disegno sistematico ed unitario del codice civile si sono sostituiti una pluralità di “micro-sistemi” retti ciascuno da proprie regole, da “*logiche autonome e principi organici*” loro propri²⁰, i quali fanno sì che anche fattispecie astrattamente simili siano assoggettate a discipline differenziate²¹.

Ai dubbi manifestati da alcuni si contrapposero le sicurezze di altri, che negarono decisamente che i contratti conclusi nei mercati finanziari costituissero un “microsettore” a sé dell'ordinamento, con la conseguenza che, secondo questo orientamento, ben si sarebbero potute estendere a tali contratti gli schemi, le regole e i principi ricevuti dalla tradizione civilistica e fissati nel codice civile²².

In questa direzione, anzi, si è ritenuto di poter assegnare un ruolo di primaria importanza al “diritto privato comune”.

Quest'ultimo, quale insieme di tecniche e regole sperimentate, sarebbe in grado di guidare il giudizio critico dell'interprete in ordine alla disciplina speciale del mercato mobiliare. Il “diritto privato comune” potrebbe operare in tal senso,

²⁰ IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1999, pag. 22, secondo cui, in sintesi, il codice civile conserverebbe la propria centralità per le regole generali in esso contenute, in materia di obbligazioni e tutela dei diritti; dello stesso A. cfr. anche la Relazione al Convegno “*Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*”, tenutosi in data 17 marzo 2005 alla Facoltà di Giurisprudenza dell'Università di Roma Tre.

²¹ LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 1, 2007, pag. 739 e ss.

²² CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, pag. 18.

secondo la dottrina ora riferita, in virtù del fatto di essere “vecchio dell’esperienza di secoli”²³.

La principale obiezione mossa alla tesi della tipicità del “contratto di investimento” consisteva nel rilievo dell’impossibilità di individuare una categoria unitaria entro la quale ascrivere le varie forme di valori mobiliari e di investimenti finanziari, che già sul finire degli anni ’80 apparivano disomogenee e prive di elementi comuni²⁴.

Il diritto nordamericano conosce già la nozione di contratto di investimento dal 1933, quando entrò in vigore il *Securities Act*.

Così la sec. 2 di quest’ultimo formula la nozione di security, secondo cui “*The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation*

²³ IRTI, *Notazioni esegetiche sulla vendita a domicilio di valori mobiliari*, in AA. VV., *Il sistema finanziario ed i controlli: dall’impresa al mercato*, Milano, 1986, pag. 103 e ss..

in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing”.

Il contratto di investimento non appare dunque legalmente tipizzato, se non per l'essere ricondotto alla categoria del valore mobiliare²⁵.

Difatti, la sua nozione è stata prevalentemente definita in via pretoria, nella giurisprudenza delle Corti statuali²⁶ come “un contratto, un affare o uno schema col quale un soggetto investe il suo denaro in una impresa a capitale diffuso ed è perciò portato a ripromettersi di ottenere profitti derivanti dagli sforzi dei promotori o di terzi”.

Si tratterebbe, dunque, di una definizione del contratto di investimento più orientata nel suo aspetto funzionale, l'*attività* di investimento, intesa come aspettativa del profitto, che non nel suo aspetto strettamente giuridico, considerato comunque che il diritto americano non conosce le categorie dogmatiche più salienti della tradizione dei sistemi di *civil law*.

Ad ogni modo, è indubbio che, così costruita, la nozione di contratto di investimento rientra nella più ampia categoria del *security*, anche perché il contratto con cui si dispone di un valore mobiliare è dalla sec. 2 (3) del S. A. del 1933 essenzialmente ricondotto allo schema della compravendita (*The term “sale” or “sell” shall include every contract of sale or disposition of a security or interest in a security, for value*), a differenza del nostro ordinamento in cui la nozione di contratto di investimento appare costruita per definire un momento

²⁵ G. RABITTI, *Valore mobiliare ed investment contract*, in *Contr. e impr.*, 1, 1992, pag. 107.

²⁶ nel *leading case*, *W.J. Howey Company v. Sec*, 1946, 328 U.S.

negoziale antecedente all'operazione finanziaria da porre in essere, cioè nel rapporto cliente- intermediario.

Sotto questo aspetto la “concezione” italiana sembra più vicina, invece, all'esperienza inglese, che già nel *Financial Services Act* del 1986 concepiva l'*investment contract* come un *customer agreement* (nozione più ampia) tra operatore e cliente.

Nell'esperienza italiana, invero, già da tempo la migliore dottrina sottolinea la *complessità* della disciplina comune del contratto a causa del proliferare di discipline speciali o *di settore* che, ne hanno messo in discussione la tenuta sul piano generale.

Senza considerare, peraltro, l'incidenza del diritto comunitario sull'ordinamento privato le cui interferenze sono state sovente causa di accesi dibattiti e contrasti applicativi.

Si considera un dato acquisito alla sistematica del diritto civile che il “contratto” non è certamente più una categoria unitaria²⁷, tuttavia, all'interno della sua tripartizione (contratto del codice civile, contratto del consumatore, contratto con squilibrio di potere contrattuale) la seconda e la terza categoria assumono rilevanza crescente per lo studio dell'interazione tra la disciplina codicistica e la disciplina giuridica del mercato, o meglio, le singole discipline proprie di *ciascun* mercato.

²⁷ ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001 pag. 769 e *Parte generale del contratto, Contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul “terzo contratto”)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 4, pag. 669 e ss.

La rilevanza stessa del contratto come strumento dell'economia di mercato permette infatti

di verificare e di valutare, da un lato, l'impatto della disciplina settoriale su quella di parte generale, nel senso di riconoscere che le norme di settore destinate a tutelare i soggetti di un determinato mercato incidono direttamente sul piano della contrattazione, e che, per il tramite della disciplina stessa del contratto, consentono di addivenire a forme di regolazione del mercato.

La prassi ha insegnato che il regime di tutela consiste nella *tipizzazione* del contenuto contrattuale, ora per effetto diretto di una legislazione settoriale (come nel caso della legge sulla subfornitura), ora attraverso l'attribuzione di poteri normativi riconosciuti dalla legge alle Autorità indipendenti come strumenti di amministrazione in senso tecnico dell'autonomia contrattuale delle parti individuali, o ancora mediante la contrattazione interassociativa (*recte* regolamentare), quando il contratto collettivo sia negoziato dalle associazioni maggiormente rappresentative dei professionisti e dei consumatori, le cui regole si oggettivizzano sul piano dei rapporti individuali come clausole d'uso, in qualche caso irrigidendosi come clausole inderogabili *in peius* quando la negoziazione sia imposta dalla legge).

Non a caso, il progressivo aumento negli ultimi decenni degli interventi legislativi "mirati" e della moltiplicazione delle Authorities e dei relativi poteri è

stato sicuramente incentivato dalla progressiva erosione del modello di intervento diretto dello Stato nell'economia²⁸.

È il caso dei servizi di pubblica utilità (e del potere riconosciuto in capo alle Autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità di adottare “direttive concernenti la produzione e l'erogazione dei servizi da parte dei soggetti esercenti i servizi medesimi”, definendo, tra l'altro, i livelli generali di qualità riferiti alla singola prestazione e al complesso di prestazioni da eseguirsi).

Specialmente con riguardo al settore dei contratti di intermediazione finanziaria, campeggia l'intervento regolatorio *ab externo*, con tanto di moltiplicazione dei soggetti regolatori “terzi” rispetto al legislatore e al giudice (CONSOB, Banca d'Italia, ISVAP).

E' plausibile che la tutela del consumatore di servizi finanziari discenda dal perseguimento di finalità di più ampio respiro rispetto alla mera protezione della parte “debole” del rapporto (quando risulta davvero tale); e che, in ultima analisi, il fondamento della *regulation* finanziaria vada individuato nella salvaguardia dell'integrità del sistema finanziario e della trasparenza e correttezza del relativo *market behaviour* (regolamentazione transattiva); che, dunque, investitori e consumatori di servizi finanziari vengano protetti non individualmente, bensì attraverso la tutela della *public confidence*, della buona reputazione complessiva dell'industria e del sistema finanziario.

²⁸ Cfr. MICOSSI, in PADOA SCHIOPPA- KOSTORIS (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, Milano, 2002, pag. 8 e ss, nonché, sul tema della “neutralità”, Id. *Il conflitto tra governati e governanti*, in GRAFFINI (a cura di) *L'indipendenza dell'autorità*, Bologna, 2001, pag. 61. Sul tema della *regulation* cfr. PASSARO, *Le amministrazioni indipendenti*, Torino, 1996, pag. 237 e ss.; BOITANI, *Costi e benefici dei diversi modelli di regolazione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, I, 2002, pag. 385 ss.; CLARICH, *Le autorità indipendenti nello “spazio regolatorio”*, Bologna, 2005, pag. 1039.

Ma, si sostiene, è un fatto che la protezione individuale, fosse anche strumentale rispetto all'obiettivo di assicurare l'integrità del mercato, opera sul piano diritto contrattuale e si traduce nel disegno d'incidere sull'attività e sulle condotte che preparano il (o derivano dal) contratto, piuttosto che sul suo contenuto sostanziale²⁹.

Ciò premesso, allora, preliminare appare l'interrogativo: esiste ancora una distinzione tra “*parte generale*” e “*parte speciale*” della disciplina del contratto?

La stessa tecnica legislativa introduce insiemi di norme definite “a vocazione *metatipica*”, e prevalentemente a carattere imperativo³⁰, in quanto finalizzate a porre rimedio alle situazioni di disparità di potere contrattuale nell'ambito della contrattazione tra professionista e consumatore, o tra imprenditore in posizione di forza e imprenditore “debole”.

Diversamente, le Autorità indipendenti o le categorie di soggetti associativi maggiormente rappresentative, introducono *standard*, modelli e discipline che assumono una funzione sempre più “tipizzante” dei relativi rapporti contrattuali, mirando a creare veri e propri tipi contrattuali extralegali³¹.

La tipizzazione ad opera delle Autorità indipendenti, il c.d. contratto “amministrato”, costituisce oggi il più avanzato fronte di mediazione tra

²⁹ PARDOLESI, *Postilla, op. cit.*, pag. 330.

³⁰ Tutto ciò testimonia la sostanziale unitarietà del fenomeno delle autorità indipendenti, come soggetti necessariamente dotati di funzioni normative, oltre che amministrative, ai fini della gestione complessiva di un settore o ambito di attività, ponendo al tempo stesso il problema di rintracciare un regime, possibilmente comune, dei poteri in esame. Sull'efficacia orizzontale di tali atti nei rapporti fra privati, cfr. ALPA, *I poteri regolamentari delle Autorità amministrative indipendenti*, in AMOROSINO MORBIDELLI MORISI (a cura di), *Istituzioni mercato e democrazia. Liber amicorum per Alberto Predieri*, Torino, 2002, pag. 11 ss.

³¹ GITTI, *Autorità indipendenti, contrattazione collettiva, singoli contratti*, in G. GITTI (a cura di), *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, Bologna, 2006, pag. 94 e ss.; Id., *La tenuta del tipo contrattuale e il giudizio di compatibilità*, in *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore*, in Atti del Convegno (Pisa, 25-26 maggio 2007), Milano, pag. 15.

l'intervento statale nell'economia e la riconfermata centralità del libero mercato e della concorrenza; cui è assegnata, fra l'altro, proprio la funzione di dettare precise regole per la esplicazione del *quomodo* dell'esercizio dell'autonomia privata.

Tuttavia, la stessa funzione di eterointegrazione, storicamente demandata alla disciplina del tipo contrattuale, è oggi svolta in massima parte da regole *eccentriche* rispetto all'impianto codicistico fondato sulla dialettica tra parte generale e parte speciale.

La questione, allora, posta dalla progressiva frammentazione del diritto dei contratti è quindi quella dei *limiti* all'autonomia contrattuale delle parti nel primo caso, mentre quella del *modus perandi* delle regole dirette alla ricostruzione del contenuto del contratto, e cioè, in sostanza, “quelle che consistono nel colmare le lacune” nel secondo.

Il passaggio ulteriore è costituito allora dall'indagare se, nella nuova interazione tra discipline di settore e disciplina codicistica, non sia forse quest'ultima, comprensiva della parte speciale sui singoli contratti, ad aver assunto la valenza di “parte generale”, mentre la “parte speciale” sia oggi contenuta nella disciplina di settore, dettata dalle Autorità indipendenti, fissata mediante la contrattazione collettiva, o determinata da parte di organizzazioni rappresentative.

La risposta all'interrogativo sulla sopravvivenza e la rilevanza del tipo contrattuale risente, pertanto, del reciproco rapporto di condizionamento concorrente tra norma generale e norma speciale: da una parte il *tipo* conserva la sua funzione più propria di integrazione del regolamento contrattuale mediante il criterio di *compatibilità*; per altro verso, e all'opposto, il tipo contrattuale

fornisce un valido criterio di valutazione della legittimità del regolamento pattizio frutto dell'autonomia delle parti.

A tale proposito, lo studio dell'*incompletezza* del contratto ha ribadito ciò che già lo studio del tipo aveva ben messo in evidenza, e cioè che il concorso di fonti nella determinazione del regolamento contrattuale, nell'interazione tra norme imperative e regole dispositive, mentre sul piano economico costituisce la risposta al problema di limitare i costi transattivi, sul piano giuridico si pone trasversalmente al tema della qualificazione e in generale all'ermeneutica del contratto, e richiede di ricostruire l'atto di autonomia e di supplire alle sue intrinseche lacune³².

3. Dal “contratto di investimento” al “contratto finanziario”: i contratti nella disciplina del Testo Unico Finanziario (d. lgs. 58/1998) e la nascita del “formalismo protettivo”.

Diversamente dalla legge n. 1/1991, i successivi interventi legislativi (d. lgs. 58/1998 e successive modifiche) hanno ridisegnato la disciplina dell'intermediazione finanziaria in modo più analitico e dettagliato, nell'ottica di una maggior tutela degli operatori del mercato, richiesta in ambito comunitario.

Oggi, infatti, i servizi e le attività di investimento sono individuati all'art. 1, comma 5, T.U.F. Tale norma dispone che “per ‘servizi e attività di investimento’ si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c)

³² G. BELLANTUONO, *I contratti incompleti nel diritto e nell'economia*, Padova, 2000, pag. 38 e ss., l'A. si riferisce all'ipotesi in cui il contratto sia preposto a disciplinare non un singolo scambio, ma una pluralità di diritti e di obblighi articolati in un rapporto di durata, caratteristica tipica dei contratti di impresa, che tuttavia determina il generale problema della progettazione di istituzioni che siano in grado di soddisfare gli obiettivi propri di una determinata società, mediante la predisposizione di incentivi e di limiti all'esercizio dell'autonomia privata.

sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; cbis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli; e) ricezione e trasmissione di ordini; f) consulenza in materia di investimenti; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione”.

In particolare, qui ci si intende riferire a quegli specifici servizi che vengono identificati col nome di “contratti finanziari”, i quali ricevono, nella regolamentazione di settore, una disciplina in parte comune e in parte specifica, con l’ulteriore avvertenza, necessaria poiché nei contratti finanziari le controparti degli intermediari ricevono una tutela diversificata in ragione della categoria di clientela nella quale sono inserite che in tale sede, ci si occuperà prevalentemente della disciplina dettata per la conclusione di contratti con clienti al dettaglio.

Le disposizioni comuni che disciplinano la materia dei contratti finanziari possono essere divise in norme che dettano particolari vincoli di forma e di contenuto e norme che impongono una serie di obblighi in capo all’intermediario.

Per quanto attiene alla forma, l’art. 23 T.U.F. dispone che i contratti relativi alla prestazione di servizi d’investimento, eccezion fatta per quelli di consulenza, devono essere redatti per iscritto e che una copia deve essere consegnata al cliente, a pena di nullità³³.

Nei contratti di prestazione di servizi finanziari, dunque, sussiste un vincolo di forma scritta accompagnato da un obbligo di consegna. Tale obbligo di consegna

³³ RABITTI BEDOGNI, *Commento all’art.21, comma 1 lett. a e b*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, pag. 170. Cfr. anche ATELLI, *Commento all’art. 23, ibidem*, pag. 200.

rende evidente che, nelle fattispecie in esame, la forma scritta è prevista, oltre che per garantire una generica tutela del cliente, allo specifico fine di veicolare le informazioni.

Ai sensi della norma, non possono essere inserite nel contratto pattuizioni di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto all'intermediario.

L'art. 37 del Regolamento Intermediari³⁴ della CONSOB limita poi la necessità della forma scritta, prevista dal T.U.F. indistintamente, ai soli contratti stipulati con clientela al dettaglio e dispone, altresì, una sorta di contenuto minimo necessario dei contratti di fornitura di servizi d'investimento: devono essere descritti analiticamente l'oggetto, la durata, le modalità di esecuzione del contratto e la remunerazione spettante all'intermediario per le proprie prestazioni. In particolare:

1. *Gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente.*

2. *Il contratto:*

a) specifica i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate;

b) stabilisce il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso;

c) indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni;

³⁴ Delibera CONSOB 29 ottobre 2007 n. 16190, in www.consob.it.

- d) prevede la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta;
- e) indica e disciplina, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente;
- f) indica le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti in conformità dell'articolo 52;
- g) indica se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti;
- h) indica le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio;
- i) indica le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'articolo 32-ter del Testo Unico.

3. Le disposizioni di cui al presente articolo si applicano al servizio accessorio di concessione di finanziamenti agli investitori.

Dubbi di legittimità potrebbero sorgere con riferimento alla circostanza che un regolamento CONSOB limiti l'ambito di applicazione soggettivo di una norma di protezione, posta da una fonte primaria, quale è l'art. 23 T.U.F.: in un'ottica di ricostruzione sistematica, tuttavia, tali dubbi possono essere fugati dall'art. 39,

primo comma della direttiva MiFID³⁵, ai sensi del quale la richiesta di forma scritta è limitata ai clienti al dettaglio.

Quanto agli obblighi dell'intermediario di carattere informativo essi sono regolati innanzitutto all'art. 21, lett. B del T.U.F., che richiede che l'intermediario acquisisca le informazioni necessarie dai clienti e operi in modo che essi siano sempre adeguatamente informati. Si tratta quindi di informazioni che vengono trasmesse dall'investitore all'intermediario e, per altro verso, che vengono trasmesse dall'intermediario all'investitore. Ulteriori profili attinenti agli obblighi informativi sono disciplinati nel Libro terzo del Regolamento intermediari, dedicato alla prestazione dei servizi e della attività di investimento e dei servizi accessori, ed in particolare, dalla parte seconda intitolata "Trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi/attività di investimento e dei servizi accessori".

Tutti i comportamenti che gli intermediari devono assumere nei rapporti con il cliente costituiscono specificazioni del generale dovere di trasparenza e correttezza³⁶, riconducibile alle clausole di buona fede nelle trattative e nell'esecuzione del contratto di cui agli artt. 1337 e 1375 c.c., che, data la peculiarità del rapporto in esame, viene declinato dal legislatore in obblighi tipici.

La *ratio* di tali obblighi è quella di ridurre l'asimmetria informativa tra intermediario e cliente, in modo che quest'ultimo sia messo in grado di scegliere

³⁵ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004, MiFiD – *Markets Financial Instruments Directive*.

³⁶ Cfr. Cass., Sez. Unite, n. 26724 del 2007, *loc. cit.*, nota 7.

con consapevolezza quali rischi assumere in relazione ai propri obiettivi d'investimento.

I comportamenti cui è tenuto l'intermediario possono essere suddivisi in obblighi di informare ed obblighi di informarsi (art. 21 T.U.F.).

Per quanto attiene gli obblighi di informare³⁷ (disciplinati dagli artt. 29, 30, 31, 32 Reg. int.), l'intermediario, come si è accennato, deve fornire al cliente (o al potenziale cliente) una serie di notizie riguardanti, per quanto qui interessa, l'intermediario stesso (nome, indirizzo, recapiti, modalità di comunicazione, estremi dell'autorizzazione a fornire servizi finanziari, natura, frequenza e date della documentazione di rendiconto ecc.), la tipologia dei servizi prestati, le misure adottate per la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela, gli strumenti finanziari trattati (natura e rischi), i costi e gli oneri connessi alla prestazione dei servizi finanziari. Tali informazioni, peraltro, devono essere corrette, chiare e non fuorvianti; possono essere fornite in formato standardizzato purché su supporto duraturo, o tramite il sito Internet dell'intermediario³⁸.

Il Regolamento Intermediari si preoccupa anche di disciplinare il tempo in cui le informazioni devono essere fornite, disponendo, in particolare, che quelle concernenti i termini del contratto devono essere date prima della stipulazione, mentre le altre prima che il servizio oggetto del contratto sia prestato.

³⁷ SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, pag. 785 ss.; Id., *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363 ss.; nonché SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MIFiD*, in *Riv. dir. priv.*, I, 2008, pag. 25 ss.

³⁸ Cfr. artt. 27, co. 2, e 34, co. 5, del Reg. Intermediari CONSOB.

L'obbligo di informazione, permane dunque per tutta la durata del rapporto, trattandosi di contratti di durata: al riguardo, gli intermediari devono comunicare in tempo utile al cliente qualsiasi modifica rilevante delle informazioni precedentemente fornite.

Quanto agli obblighi di informarsi, inoltre, l'intermediario ha lo specifico dovere di indagare quali siano le disponibilità economiche del proprio cliente e quali i suoi obiettivi d'investimento, al fine di raccomandare i servizi d'investimento, nonché quale sia la conoscenza ed esperienza del cliente sul settore di investimento rilevante, e gli strumenti finanziari adatti. Per fare ciò, egli deve acquisire dal cliente stesso alcune informazioni, che variano a seconda del servizio finanziario oggetto del contratto.

Gli obblighi sono, in particolare, differenziati a seconda che si tratti di fornire servizi di consulenza e di gestione del portafogli³⁹, ovvero servizi diversi.

La *ratio* della differenziazione si basa, evidentemente, sulla maggiore discrezionalità attribuita all'intermediario nella prestazione dei primi servizi di cui si è detto. Specifiche obbligazioni sono poi previste in relazione ai singoli contratti.

Ciò che emerge, allora, dalla disamina della disciplina è la chiara intenzione del Legislatore (e della CONSOB) di “formalizzare” compiutamente la prestazione dei servizi di investimento, nei suoi singoli momenti o fasi (genetica ed esecutiva), sul presupposto che la figura giuridica del contratto possa soddisfare efficacemente la necessità di tutela dell'investitore- cliente, inteso come parte

³⁹ Cfr. art. 39 del Reg. Intermediari CONSOB, in www.consob.it.

debole del rapporto, e allo stesso tempo l'esigenza di "responsabilizzazione" degli intermediari nel fornire le informazioni ai clienti.

La forma scritta assicura anzitutto la trasmissione di certe informazioni. Le circostanze di cui si dà atto nel testo scritto del contratto sono a conoscenza di entrambe le parti che lo sottoscrivono.

Tanto più ampio è l'obbligo risultante da legge e da regolamento d'inserire nel testo contrattuale certe informazioni (contenuto minimo del contratto d'intermediazione finanziaria), tanto maggiore è la quantità di dati e notizie che giungono al cliente. Sotto questo profilo la forma scritta svolge una funzione di *protezione informativa* dell'investitore che, di regola, è il soggetto debole del rapporto contrattuale⁴⁰.

Sotto questo profilo il requisito della forma scritta serve anche a diminuire il pericolo di controversie fra i contraenti: se l'assetto contrattuale è pre-determinato per iscritto, si riduce il rischio di divergenze fra le parti.

La forma scritta serve, inoltre, a far riflettere l'investitore sul significato dell'atto che sta per compiere: i contratti relativi alla prestazione di servizi d'investimento incidono sul patrimonio finanziario degli investitori e talvolta anche in parte considerevole, per cui apporre una sottoscrizione richiede più tempo di quanto serva a dare il proprio consenso oralmente e comporta un'appropriata riflessione preventiva sugli effetti dell'atto che si sta per compiere.

⁴⁰ Cfr. BARATELLA, *La forma scritta e i c.d. contratti di intermediazione finanziaria nella ricostruzione giurisprudenziale*, in *Resp. civ.*, n. 10, 2010, pag. 688.

Indubbiamente qualche perplessità in merito alla reale capacità di tutti gli investitori di comprendere l'effettiva rilevanza di ogni informazione contenuta nel contratto può essere legittimamente avanzata, così come, di contro, può dubitarsi che gli investitori "qualificati", nei cui confronti non sussistono le necessità di tutela anzidette, siano *effettivamente* in grado di valutare la convenienza o meno delle operazioni poste in essere.

Tuttavia la preoccupazione del legislatore e dell'Autorità di regolazione non può essere quella di garantire che qualsiasi destinatario comprenda nel caso concreto ogni dettaglio del testo contrattuale; si tratterebbe di un obiettivo destinato all'insuccesso.

Il fine è diverso: è quello di far sì che un destinatario "medio" comprenda gli elementi "essenziali" del rapporto contrattuale.

Non si può però sottacere che l'utilizzo della forma scritta, unitamente alla necessità di un contenuto dettagliato dei contratti d'intermediazione finanziaria, comporta anche alcuni svantaggi per i soggetti che se ne devono avvalere. Sono identificabili tre aspetti problematici principali: 1) i costi connessi al soddisfacimento degli adempimenti formali; 2) il paradossale rischio d'incomprensibilità dei contratti; 3) il rallentamento dell'operatività dei mercati finanziari.

Con riguardo ai costi, è innegabile che il formalismo accresce i costi transattivi⁴¹.

A ciò si aggiunga che la necessità della forma scritta dei contratti

⁴¹ SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, pag. 235 e ss., compie un'ampia analisi economica dei costi e benefici del formalismo giuridico. In particolare, evidenzia testualmente come "l'idea di fondo sia quella di assicurare al cliente, tramite il contratto, una maggior consapevolezza circa il servizio di investimento che l'intermediario è in

d'intermediazione finanziaria, unita alla complessità tecnica della materia, spinge gli intermediari ad avvalersi di consulenti legali nella predisposizione dei contratti. Ciò produce l'effetto di aumentare il costo dei servizi finanziari, oneri che vengono traslati sugli stessi risparmiatori.

Con riguardo al secondo aspetto cui si accennava (la potenziale incomprendibilità dei testi contrattuali), si deve preliminarmente osservare che la forma scritta è certamente utile, poiché consente teoricamente di fissare con trasparenza le condizioni che regolano il rapporto contrattuale.

Ciò nonostante, il rischio è che i contratti divengano pressoché incomprendibili per i non-addetti ai lavori. La necessità d'inserire tutti gli elementi richiesti da legge e regolamento nonché la complessità della materia fanno sì che, nella prassi, vengano predisposti dei contratti di dimensioni considerevoli, i quali rischiano di disinformare il cliente attraverso l'eccesso d'informazioni. Si può così verificare un effetto-paradosso: le disposizioni di legge e di regolamento intendono tutelare l'investitore (quale soggetto debole del rapporto obbligatorio) mediante l'informazione, ma finiscono per confondergli le idee. In altre parole vi è il rischio che, al posto di ridurre le asimmetrie informative, le prescrizioni eccessive dei regolatori le lascino sostanzialmente inalterate o addirittura le incrementino.

procinto di fornirgli... Emerge la spinta legislativa e regolamentare al ritorno del fenomeno del c.d. formalismo negoziale. La prescrizione di requisiti formali sembra cozzare con il ridotto formalismo che ha storicamente caratterizzato il diritto commerciale”.

La forma scritta può infine essere svantaggiosa nel senso che il soddisfacimento di tale requisito rallenta la conclusione del contratto: si tratta tuttavia, a ben vedere, di un limite di poca importanza pratica.

Nella prassi i contratti d'intermediazione finanziaria vengono difatti generalmente firmati dal cliente sulla base di un modello predisposto dalla banca. Non vi sono, dunque, perdite di tempo per la stipulazione del testo contrattuale poiché si tratta solo di riempire alcuni spazi lasciati vuoti.

Inoltre, l'urgenza di procedere è più probabile che sussista relativamente a singole operazioni d'investimento piuttosto che alla decisione originaria di concludere il contratto del servizio di investimento. Questo, infatti, non costituisce un'operazione finanziaria in sé, ma è una mera determinazione preventiva delle regole che disciplineranno il rapporto fra le parti in relazione al futuro compimento di operazioni finanziarie.

Si pone il problema di quale sia il destino di un contratto-quadro non sufficientemente dettagliato.

Più specificamente si tratta di capire se le omissioni d'informazioni richieste da legge e regolamento (nel senso di prescrizioni normative sul contenuto minimo del contratto) producano effetti sul contenuto del contratto oppure sulla forma del contratto⁴².

⁴² Secondo SCODITTI, *Intermediazione finanziaria e formalismo protettivo*, in *Foro it.*, I, 2009, pag. 191, il contratto relativo alla prestazione del servizio di investimento è sottoposto a requisiti di forma non solo per ciò che concerne la stipulazione per iscritto, ma anche per quanto riguarda il contenuto minimo. La norma di specificazione del contenuto minimo contrattuale, anche se di carattere regolamentare, ha carattere imperativo, ai sensi dell'art. 1418, 1° comma c.c., in quanto emanata in forza dell'art. 6 t.u.f... Il mancato richiamo nell'art. 6 alla nullità, come invece accade in una norma analoga quale l'art. 117, 8° comma d.lgs. 385/93 in materia bancaria, non rileva, essendosi ipotizzata la nullità virtuale.

In dottrina si è affermato che l'assenza delle indicazioni richieste dall'art. 37 reg. n. 16190 del 2007 non dovrebbe essere in grado, in linea di principio, d'invalidare l'intero contratto⁴³.

Una soluzione diversa si potrebbe prospettare, secondo questa opinione, laddove l'omissione di importanti elementi possa ritenersi equivalente alla mancanza dell'oggetto del contratto: in un caso del genere si potrebbe pensare a una nullità ai sensi dell'art. 1418 comma 2 c.c., per mancanza di uno dei requisiti (l'oggetto) di cui all'art. 1325 c.c.

Tuttavia, secondo una diversa tesi, l'art. 37 comma 2 reg. n. 16190 del 2007, nel prevedere un contenuto minimo dei contratti d'intermediazione finanziaria, costituisce una disposizione imperativa posta a tutela non solo del contraente debole (il cliente), ma anche d'interessi pubblicistici come il buon funzionamento dei mercati finanziari. Conseguentemente l'omissione dei dati richiesti dal regolamento configurerebbe una violazione di norma imperativa e condurrebbe a nullità del contratto anche se si è obiettato che l'art. 37 reg. n. 16190 del 2007 (e prima l'art. 30 reg. n. 11522 del 1998) statuisce un dovere dell'intermediario, non delle parti.

Se così è, per le ragioni evidenziate dalla Corte di Cassazione nelle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007, la violazione di tale obbligo comportamentale non può dare luogo a nullità del contratto, bensì può fare scattare altri rimedi: risarcimento del danno in ogni caso e, nelle ipotesi più gravi, annullamento o risoluzione.

⁴³ SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, pag. 186. L'A. tuttavia si riferiva al testo previgente dell'art. 30 del Reg. Int., ma analoga conclusione dovrebbe valere con riferimento alla versione attuale dell'art. 37.

Il problema, allora, sussiste con riferimento all'esatta individuazione del significato dell'omissione, nel contratto d'intermediazione finanziaria, del contenuto richiesto dall'art. 37 reg. n. 16190 del 2007 (e, precedentemente, dal reg. n. 11522 del 1998).

Si potrebbe ipotizzare che l'assenza del contenuto minimo dei contratti d'intermediazione finanziaria coincida con un'omessa informazione dell'investitore. Il non indicare, ad esempio, quali siano i servizi che un intermediario finanziario può rendere significa non informare il risparmiatore sulle prestazioni che vengono rese dalla banca.

Vero è che la forma scritta del contratto ha una funzione informativa. Ma, ancora di più, che è la prescrizione di un contenuto minimo del contratto ad avere una funzione informativa.

Sotto questo profilo il mancato inserimento in un testo contrattuale dei dati richiesti dal regolamento potrebbe essere equiparato a un'omessa informativa. Come le sentenze della Cassazione nn. 26724 e 26725 del 2007 hanno stabilito, i rimedi per tale omissione sono no il risarcimento del danno e (nei casi più gravi) l'annullamento del contratto oppure la risoluzione del contratto.

O ancora, che l'omesso inserimento in un contratto d'intermediazione finanziaria delle informazioni richieste da legge e regolamento possa addirittura rilevare sotto il profilo dell'assenza di forma e, dunque, cagionare la nullità del contratto per tale ragione.

La legge impone che il contratto relativo alla prestazione di servizi d'investimento venga redatto per iscritto (art. 23 comma 1 d.lgs. n. 58 del 1998).

Lo stesso comma prevede altresì che “*nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo*”⁴⁴.

La tesi è un po' azzardata, ma sostenibile: perché non ritenere che la forma “prescritta” sia quella che risulta dalla sommatoria di legge (forma scritta del contratto d'intermediazione finanziaria) e di regolamento (contenuto minimo obbligatorio del contratto)?

A queste condizioni si potrebbe in ipotesi affermare che l'omissione del contenuto minimo dei contratti d'intermediazione finanziaria determina nullità del contratto ai sensi dell'art. 23 comma 1 d.lgs. n. 58 del 1998 per inosservanza della “forma prescritta”.

In questo contesto non si tratta nemmeno di chiedersi se la forma prescritta (forma scritta e contenuto minimo) sia un obbligo che fa capo all'intermediario oppure al cliente.

Se tale requisito non è osservato, il contratto è nullo. Considerato che la nullità può essere fatta valere solo dal cliente (art. 23 comma 3 d.lgs. n. 58 del 1998), è evidentemente interesse dell'intermediario premurarsi di soddisfare i requisiti di legge e regolamento.

⁴⁴ Cfr. MAZZAMUTO, *Il problema della forma nei contratti di intermediazione mobiliare*, in *Contr. e Impr.*, 1,1994, pag. 40 e ss., secondo cui “*La forma del contratto di intermediazione mobiliare ... discende immediatamente dal dettato normativo alla stregua di un elemento necessario alla struttura del negozio*”. In senso analogo, cfr. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, Milano, 1996, pag. 173 e ss.

4. La relazione di agency come postulato economico dei servizi di investimento.

I servizi di investimento che gli intermediari prestano alla clientela presuppongono l'esistenza di una *relazione di agency* in senso economico tra le parti⁴⁵.

Questa consiste, in particolare, in una relazione in cui una parte (il *principal*) trae beneficio quando l'altra (l'*agent*) esegue alcuni compiti con diligenza e lealtà. Tale modello economico è in grado di attrarre tutti i rapporti in cui un soggetto agisce nell'interesse altrui; l'elemento caratterizzante di tale forma di cooperazione in senso economico, è tradizionalmente la sussistenza di una *asimmetria informativa* che separa il *principal* dall'*agent*.

Nella disciplina dell'intermediazione finanziaria, l'asimmetria informativa rappresenta il postulato di fondo della normativa posta a tutela dei diritti (*rectius*, degli *interessi*) dei singoli investitori nei rapporti con gli intermediari e degli obblighi di trasparenza degli emittenti quotati nei confronti del mondo finanziario.

La tesi tradizionale⁴⁶, in sostanza, definisce “mercato efficiente” *il mercato in cui i prezzi riflettono in ogni momento tutte le informazioni disponibili*, in una duplice dimensione:

che tutte le informazioni siano disponibili per tutti gli operatori;

che vi sia piena ed immediata incorporazione di queste informazioni nei prezzi dei titoli.

⁴⁵ SARTORI, *Le regole di condotta*, op. cit., pag. 80 e ss.

⁴⁶ FAMA, *Efficient capital markets: a review empirical works*, *Journal of finance*, 1970, passim.

Secondo queste direttrici, utilizzando il modello economico dell'*agency* appare possibile concludere che i servizi di investimento quali, in generale, la negoziazione, la ricezione e trasmissione ordini, nonché la mediazione e il collocamento sono potenzialmente meno rischiosi per l'investitore rispetto al servizio di gestione di portafogli di investimento su base individuale, per il diverso grado di discrezionalità (c.d. *discretionary trading*) che l'intermediario conserva nelle scelte di investimento.

La negoziazione di strumenti finanziari per conto proprio e quella per conto terzi, costituiscono oggi due distinti servizi di investimento, che possono formare oggetto di autorizzazioni separate o cumulative. Il servizio di negoziazione si traduce, in sintesi, in un'attività di compravendita di strumenti finanziari all'interno, ovvero all'esterno, di un mercato regolamentato ed assume una differente connotazione a seconda che l'intermediario agisca in nome proprio e nel *proprio* esclusivo *interesse* (c.d. *dealer*), o nell'*esclusivo interesse dell'investitore* (c.d. *broker*), a prescindere dalla spendita del nome. La regola della rappresentanza indiretta (o di interessi), appare affermata come regola generale, invero, nel disposto sancito dall'art. 21 co. 2 del T.u.f. secondo cui “*nello svolgimento dei servizi, le imprese di investimento...possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente*”.

La diversità strutturale tra i due sottotipi si coglie, inoltre, sul piano della remunerazione dell'attività posta in essere dall'intermediario: qualora quest'ultimo agisca come negoziatore percepirà eventualmente la somma risultante dalla differenza tra prezzo di acquisto e quello di vendita (*spread*), assumendosi dunque un rischio di posizione; diversamente, il compenso

spettante sarà a carico del cliente, per conto del quale agisce, sotto forma di compenso.

Il servizio di negoziazione per conto proprio, inoltre, non si esaurisce in un'attività di dealing, ossia di compravendita, in quanto comprende anche altre attività, quali il “*market making*”⁴⁷.

Tali servizi inoltre si differenziano notevolmente anche in considerazione della posizione contrattuale assunta dalle parti: soltanto nella negoziazione per conto terzi può dirsi sussistente la relazione di *agency* tra intermediario e cliente, come relazione fiduciaria, giacchè nella negoziazione per conto proprio l'interesse dell'intermediario è contrapposto ed alieno rispetto a quello del cliente. Tuttavia non pare che la diversità strutturale tra i due servizi incida sulla disciplina giuridica di essi, in quanto soggiacenti entrambi alle medesime regole comportamentali, specie con riferimento alla *best execution rule* (art. 32 reg. Intermediari CONSOB).

Il Testo unico finanziario non fornisce un'esatta nozione del servizio di collocamento, limitandosi esclusivamente ad inserire quest'ultimo, prestato “con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente”, nella categoria dei servizi di investimento (art. 1, co. 5 lett. c).

In termini generali il collocamento si traduce nell'attività di *placement* presso terzi di strumenti finanziari: precisamente esso consiste nell'attività diretta a far acquistare dai risparmiatori titoli di nuova emissione ovvero già emessi, per

⁴⁷ ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. soc.* 1998, I, pag. 1032 e ss.

conto di un emittente o di un potenziale venditore attraverso la propria rete distributiva. Solo nel caso di acquisto a fermo, con preventiva sottoscrizione ovvero assunzione di garanzia, l'intermediario assume un rischio di posizione analogamente alla posizione contrattuale assunte dal negoziatore per conto proprio.

In quest'ultimo caso, invero, appare evidente che il collocatore non si pone in una situazione di "terzietà" ed anzi, fin dall'origine del rapporto, si pone come controparte del cliente, rispetto al quale persegue un interesse diverso ed autonomo.

Diversamente, per i servizi di ricezione e trasmissione ordini nonché mediazione (c.d. *execution only*) non si pone affatto un problema di discrezionalità dell'intermediario nel porre in essere l'operazione. Il servizio di ricezione e trasmissione degli ordini precede logicamente e cronologicamente il servizio di negoziazione o collocamento, presupponendo la diversità giuridica del soggetto che riceve e trasmette l'ordine da quello che lo esegue, anche nell'ipotesi non remota in cui, il negoziatore sia legato al ricevente da rapporti infragruppo o ulteriori di natura finanziaria. Ancor più nel servizio di mediazione, consistente nel mettere in contatto due o più investitori per la conclusione di operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari (art. 34 Reg. Int.), nella prassi affermatasi con riferimento a operazioni su prodotti non negoziati nei mercati regolamentati ovvero sui cambi di valute.

Una riflessione più dettagliata è necessaria invece con riguardo al servizio di gestione portafogli su base individuale per conto terzi.

Questa, infatti, è un servizio che si caratterizza per la discrezionalità di cui gode l'intermediario nell'esecuzione dell'incarico⁴⁸.

La natura discrezionale del servizio emerge inequivocabilmente dalla disciplina normativa di riferimento, atteso che è l'intermediario che conserva il potere/dovere di effettuare le decisioni di investimento del portafoglio del cliente, mentre quest'ultimo conserva al più una mera facoltà di impartire istruzioni⁴⁹.

Altri elementi caratterizzanti il servizio in esame consistono nell'individualizzazione del rapporto cliente-intermediario, specie con riferimento alle strategie di investimento, nonostante una progressiva standardizzazione delle linee gestorie⁵⁰, e nell'attività tipicamente gestoria posta in essere dall'intermediario che amministra il patrimonio del cliente.

Anche, infine, nella "consulenza finanziaria", ormai divenuta un servizio di investimento principale e non più accessorio, per effetto del recepimento della direttiva MIFiD, l'anzidetta relazione di *agency* contraddistingue il rapporto cliente- intermediario. Con una ulteriore specificazione, tuttavia: qui l'elemento fiduciario assume carattere assorbente dell'oggetto del contratto e non è finalizzato al perseguimento in concreto di un determinato programma di investimento, bensì soltanto nella sua dimensione ideativa o creativa.

Oggetto della consulenza è, difatti, la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di

⁴⁸ MEO, *Tendenze e problemi nell'attività fiduciaria*, in *Giur. comm.*, 1989, I, pag. 112 e ss.

⁴⁹ Cfr. comunicazione Consob n. DIN/2014610 del 4 marzo 2002, in www.consob.it.

⁵⁰ ENRIQUES, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in BANFI E DI BATTISTA, *Problemi e prospettive del risparmio gestito*, Bologna, 1998, pag. 350 e ss.

investimento riguardo ad una o più operazioni relativa a strumenti finanziari; inoltre “raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore” (art. 53 Direttiva 2006/73/CE).

Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona.

Il TUF chiarisce che la raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente, contrariamente non è personalizzata se diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione (art. 1 comma 5 septies). Ciò non comporta, appunto, la necessaria consequenzialità tra “consiglio” e “ordine” di investimento, ragione per cui, il profitto che il cliente può ottenere dal corretto svolgimento del servizio in questione è meramente ipotetico ancor più che potenziale.

La relazione tra gli intermediari finanziari e gli investitori, in sintesi, è affetta da strutturali problemi di asimmetria informativa e la regolamentazione dei mercati dei servizi di investimento si preoccupa di mitigare i conseguenti effetti in tema di *selezione avversa*⁵¹ e *comportamento sleale*.

⁵¹ La “*selezione avversa*” è quel fenomeno economico di distorsione dell’equilibrio del mercato causato da asimmetrie informative. Il concetto (che ha origine in campo assicurativo) viene impiegato in diversi altri settori. Ad esempio, con riferimento al mercato dei prodotti finanziari, il fenomeno può essere così sintetizzato: gli investitori che non sanno se si trovano di fronte ad un titolo “buono” sono disposti a pagare un prezzo compreso tra quello dei titoli “spazzatura” e quello dei titoli validi, basato sulla probabilità che il titolo in questione sia un titolo “spazzatura”. Se l’investitore disponesse di un’informazione perfetta, conoscerebbe con certezza il valore del titolo e pagherebbe semplicemente una somma corrispondente a tale valore. In una situazione di carenza informativa, quindi, le società emittenti solide saranno meno disposte a collocare sul mercato i propri titoli, poiché il prezzo sarebbe troppo basso; al contrario, le società emittenti meno solide saranno invece ben disposte a collocare i propri titoli “spazzatura” sul mercato, perché questi sarebbero pagati più del loro reale valore, consentendo ottimi affari.

Gli investitori, però, si accorgeranno di questa tendenza e non saranno più disposti a pagare il prezzo di prima. Il prezzo quindi scenderà sempre di più e sempre più titoli “spazzatura”

La scarsa cultura finanziaria tecnica degli investitori non sofisticati (che rappresentano la quasi totalità dei clienti di tipo *retail*) innalza la rilevanza delle problematiche connesse all'affidabilità delle informazioni rese dagli intermediari e all'incertezza della qualità dei servizi finanziari offerti nel mercato.

Infatti, la prestazione di servizi di investimento tipicamente incorpora caratteristiche dei c.d. *credence good*, la cui qualità non è accertabile a costi ragionevoli neppure dopo un processo di acquisti ripetuti (come ad esempio accade nel caso degli *experience good*).

Date tali condizioni, è assai improbabile che il mercato dei servizi di investimento attivi spontaneamente meccanismi auto-correttivi.

Senza un intervento di regolamentazione, pertanto, il mercato dei servizi finanziari tenderebbe verso il c.d. equilibrio dei “limoni”⁵², situazione teorica in cui la non verificabilità delle informazioni disponibili per il pubblico degli acquirenti conduce necessariamente al blocco degli scambi economici.

La normativa pubblicistica, nel momento in cui intende regolare l'*attività*, come relazione di *agency* economica contraddistinta da un pregnante *deficit* informativo a carico del cliente, non può che passare attraverso la regolamentazione del suo aspetto statico, il contratto, come momento di sintesi degli interessi privatistici e delle istanze di tutela di matrice pubblicistica.

saranno messi sul mercato. Nel caso estremo, i titoli “buoni” non saranno più presenti nel mercato che sarà invece dominato dai titoli “spazzatura”.

⁵² Cfr. EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991; nonché AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *Quarterly Journal of Economics*, 1970.

CAPITOLO II

1. La natura giuridica del master agreement, tra “contratto normativo” e “contratto quadro”.

Pur nell’eterogeneità che contraddistingue i diversi servizi di investimento, emerge quale filo conduttore la *summa divisio* tra il *contratto-programma* di intermediazione finanziaria, c.d. *master agreement*, ed i singoli *atti esecutivi*⁵³.

Si è molto discusso sull’eventuale necessità di un contratto-programma anche a fondamento del servizio di collocamento: servizio, quest’ultimo, in esecuzione del quale l’intermediario, come si è notato, assolve un compito del tutto peculiare, in esecuzione di un diverso accordo con il soggetto emittente⁵⁴. La dottrina, sul punto, ha fornito una risposta positiva.

Si deve, pertanto, prendere atto che coesistono nell’ordinamento finanziario due tipologie di contratti di collocamento, l’uno (quello di cui all’art. 30 del Testo Unico) che deve necessariamente rivestire la forma scritta, intercorre tra il cliente ed emittente o soggetto che presta il servizio oggetto del collocamento, l’altro, cui fa cenno il regolamento, intercorrente tra il cliente e l’intermediario collocatore⁵⁵. Diversamente, non sembra doversi fondare su un contratto-programma con i singoli clienti lo svolgimento dei servizi di consulenza e gestione del sistema multilaterale di negoziazione (MTS).

⁵³ F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, pag. 42 e ss.

⁵⁴ Secondo quanto chiarito dalla CONSOB (Comunicazioni nn. 97006042/1997, 1049452/2001, 1079230/2001) “Il servizio di collocamento tipicamente si caratterizza per essere un accordo tra l’emittente (o l’offerente) e l’intermediario collocatore, finalizzato all’offerta al pubblico e al conseguente collocamento presso la clientela del collocatore degli strumenti finanziari emessi, a condizione di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate. E’ anche configurabile l’ipotesi che l’accordo intervenga fra un collocatore primario ed un collocatore secondario”. Cfr. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 3, 2008, pag. 501 con riferimento al collocamento.

⁵⁵ SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004, pag. 148.

Per tutti gli altri servizi di investimento, ad ogni modo, viene in rilievo il contratto come programma di intermediazione finanziaria: trattasi di un'intesa con la quale intermediario e cliente predispongono un dettagliato regolamento contrattuale, che costituisce la *cornice* all'interno della quale si iscriverà la conclusione di futuri (e soltanto eventuali) atti giuridici.

Al riguardo, tuttavia, deve tenersi conto che la scansione di tali due fasi è meramente concettuale, potendo anche non coincidere dal punto di vista temporale e documentale: si pensi, ad esempio, al caso in cui in *un unico documento* venga accorpato il contenuto del master agreement e il negozio attuativo.

Questa ipotesi, peculiare e non di rara verifica, rileva semmai sul piano della compatibilità rispetto all'adempimento degli obblighi formali.

Si è ampiamente discusso tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, circa la natura di siffatto contratto⁵⁶. Ed a ben vedere il problema della natura giuridica deriva proprio dalla necessità, descritta sopra, di ricondurre il fenomeno dell'intermediazione finanziaria entro gli schemi del diritto comune, frutto della secolare tradizione giuridica, onde supplire alle eventuali carenze di disciplina. Tale esigenza, non a caso, è andata affiorando nelle pronunce giurisprudenziali più recenti, relative al contenzioso in materia dei celeberrimi *crack finanziari* di Cirio e Parmalat, nonché dei *bonds Argentina*. Così, nelle rassegne giurisprudenziali si alternano pronunce che si riferiscono ora alla nozione di

“*contratto quadro*”⁵⁷, ora al “*contratto normativo*”⁵⁸, per provare a ricostruire la fattispecie del master agreement entro gli schemi degli istituti giuridici tradizionali.

La difficoltà di una ricostruzione dogmatica dell’attività di intermediazione finanziaria sta proprio nella correlazione fra l’*atto*, cioè il contratto, come *elemento necessario*, e la successiva *attività*, peraltro meramente eventuale⁵⁹.

Cosicché stabilire il rapporto, nelle sue varie sfumature, tra il contratto e l’attività significa allo stesso tempo interrogarsi sulla natura unitaria dell’attività di intermediazione, di cui il contratto ex art. 23 TUIF rappresenterebbe solo un elemento specifico, ovvero su di una, eventualmente, alternativa natura complessa, quale risultante dalla sommatoria dei singoli contratti.

Certamente non può dirsi che la configurazione del master agreement in termini di “contratto normativo”, ovvero di “contratto quadro”, appaia priva di conseguenze.

Se è vero che entrambe le figure, infatti, presentano un dato comune concretantesi nella necessaria pluralità di atti negoziali che assurge a causa di essi, la ragione giustificatrice di siffatti schemi negoziali, allora, andrebbe

⁵⁷ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 25274 e 26275, *loc. cit.*, nota 7; *in senso conforme* Cass., sez. I, est. Didone, 29 gennaio-17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno resp.*, 5, 2009, con nota di SANGIOVANNI, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, pag. 513 e ss.

⁵⁸ Appello Brescia, est. Didone, 20 giugno 2007, n. 739, in www.ilcaso.it.

⁵⁹ Cfr. GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, *Enc. dir.*, ult. ed., Milano, 2001, pag. 744 ss., secondo cui “È inutile dire che posizioni parimenti contrastanti si riscontrano nelle analisi più recenti tra chi ha osservato come “il complesso delle norme che disciplina le operazioni finanziarie ... appaiono suscettibili di una considerazione distinta rispetto a quelle integranti lo statuto normativo di operazioni di scambio di beni diversi dai prodotti finanziari, ovvero dalla prestazione di servizi diversi da quelli di investimento”.

ricercata nell'esigenza di ridurre i costi transattivi delle molteplici operazioni reiterate, nell'ambito di una più complessa relazione economica⁶⁰.

Tuttavia, la natura del contratto normativo (*Normenverträge*) è ancora controversa e anche la sua nozione presenta diversi profili di ambiguità. Benché ad esso siano ricondotti i contratti di conto corrente di corrispondenza, di bancogiro, di factoring, di franchising, le operazioni di *swaps* ed *interest rate*⁶¹, l'opinione tradizionale tende a svilirne l'effettivo contenuto vincolante, ricondotto essenzialmente alla categoria dei negozi preparatori, e persino la stessa definizione di "contratto".

L'istituto del contratto normativo, generato dalle esigenze e dalla prassi degli affari, è invero il frutto di un'elaborazione esclusivamente dottrina e pretoria.

Più precisamente si ritiene che il teorico di tale fattispecie sia Hueck che nei primi decenni del 1900 in Germania descrisse compiutamente la nozione di contratto normativo nelle tre classiche ripartizioni *Richtlinienverträge*, *schuldrechtliche Normenverträge* e *rechtsverbindliche Normenverträge*⁶².

La prima delle tre figure si riferisce ai c.d. "contratti direttivi" che non generano alcuna obbligazione tra le parti; i secondi, al contrario vincolano le parti alla futura inserzione negli eventuali contratti di quanto pattuito all'interno dei contratti normativi ed, in ultimo, i terzi indicano quei contratti normativi i cui oggetti sono inseriti di diritto all'interno dei futuri ed eventuali contratti di diritto, anche contro la volontà degli stessi originari contraenti, ipotesi per altro

⁶⁰ LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, pag. 107.

⁶¹ Circolare ABI del 12.11.1991.

⁶² Per un'ampia disamina di tali categorie nella dottrina germanica cfr. G. BACHMANN, *Grundlagen ziviler Gesetzgebung*, 2006, Mohr Siebeck.

inattuizzabile nel nostro ordinamento⁶³, atteso che il meccanismo di sostituzione automatica è previsto esclusivamente con riferimento alle clausole previste dalla legge, che abbiano natura imperativa (artt. 1339, 1419 co. 2., c.c.)

La maggior parte della dottrina comunque fa risalire comunque l'origine del contratto all'epoca della rivoluzione industriale: l'esistenza di questi contratti andrebbe ricercata nella produzione industriale di massa, la quale comporta (come conseguenza ineluttabile del suo sviluppo) una standardizzazione non soltanto dei beni prodotti, ma anche del contenuto dei rapporti negoziali.

Il contratto normativo, insomma, sarebbe stato, determinato dal progressivo affermarsi delle produzioni industriali seriali e più in generale dello sviluppo di tutta l'economia, che ha indotto una velocizzazione molto spinta dei rapporti commerciali.

Ciò ha comportato la necessità di strumenti giuridici parimenti rapidi, alla quale il contratto normativo corrispondeva pienamente, permettendo di evitare di ricorrere alla negoziazione ogni volta si dovesse stipulare un contratto.

Anche altre esigenze hanno richiesto l'utilizzo del contratto normativo, soprattutto nei casi, in cui la disparità di forze tra i singoli contraenti suggeriva il ricorso ad un contratto tipo stipulato da loro rappresentanze, tra le quali il rapporto di forza fosse in maggior equilibrio: è il caso dei contratti collettivi di lavoro.

Appare, però, impropria la ricerca della "paternità" del contratto normativo e del momento storico della sua nascita, posto che la sua presenza risulta naturale e

⁶³ Cfr. ALBANESE, *Il contratto normativo. Nozione e problematiche generali*, in F. REALMONTE (a cura di) *I rapporti giuridici preparatori*, Milano, 1996, pag. 179.

opportuna, se non necessaria, nello sviluppo delle attività economiche: due o più parti si accordano su quali elementi dovranno esser inclusi in un eventuale contratto futuro.

Esso, in sostanza, consiste in un accordo tra due o più parti, per mezzo del quale le stesse si obbligano reciprocamente a dare determinati contenuti ad un futuro o a futuri ed eventuale/i contratto/i stipulabili tra le stesse o anche altre parti: è da ritenere che questo tipo di contratto, pur sprovvisto del suo moderno appellativo “normativo”, sia uno strumento utilizzato da quando nel mondo si sono affermate efficaci e stabili relazioni commerciali e quindi non possa esser collocato cronologicamente in un determinato momento storico.

Si è di fronte, dunque, ad un risalente istituto; che, ad oggi, non è codificato e nemmeno richiamato *ex professo* da altre disposizioni legislative, risultando pertanto privo di una tassativa descrizione dei suoi elementi essenziali: l’istituto inoltre, forse proprio per questo, e benché risalente, è stato scarsamente oggetto di decisioni giurisprudenziali e di trattazioni dottrinali.

Va sottolineato che tale carenza di definizione normativa non rileva solo positivamente, ma anche negativamente: in nessuna parte, infatti, è detto quali caratteristiche un contratto normativo debba obbligatoriamente avere per essere definito tale, ad eccezione naturalmente per i principi generali del contratto.

Da questa assoluta libertà deriva la possibilità che il contratto assuma aspetti molteplici, molto diversi tra loro, nella vita contrattuale, al punto che ci si può chiedere se abbia senso parlare di contratto normativo come istituto unificante, piuttosto che limitarsi all’esame delle sue varie estrinsecazioni nella realtà, quali

per esempio il contratto collettivo di lavoro, il contratto di conto corrente, il contratto di consorzio.

Secondo l'opinione più accreditata, il contratto normativo, pur rappresentando un accordo sul contenuto di ulteriori e diversi contratti, anche indefiniti nel numero, intercorrenti fra le stesse parti (c.d. contratto normativo bilaterale) ovvero tra una di esse e soggetti terzi (c.d. unilaterale), non incide sulla libertà negoziale delle medesime, non determinando un vero e proprio obbligo di contrattare, come *pactum de contrahendo*, ma solo un "modo" di estrinsecazione di essa, ovvero un *pactum de modo contrahendi* ⁶⁴.

Sulla medesima linea di pensiero, si sostiene inoltre che la natura giuridica del contratto normativo (bilaterale) andrebbe osservata nel momento, invero patologico, in cui una parte si rifiuti di stipulare uno o più contratti particolari ovvero subordini la successiva stipulazione al mutamento delle clausole o delle condizioni già stabilite con la stipula del contratto normativo. ⁶⁵

Il vincolo derivante dal contratto normativo sarebbe, proseguendo, un vincolo meramente "psicologico", ragion per cui resterebbe incerto se detto vincolo sia anche giuridicamente rilevante: la volizione delle parti resterebbe meramente astratta perché attraverso la riserva di decidere se stipulare i singoli contratti, ci si riserva anche la facoltà di utilizzare o meno lo strumento posto in essere al fine

⁶⁴ Cfr. DOSSETTO, voce *Contratto normativo*, in *Noviss. Digesto it.*, Milano, 1957, pag. 664. Nello stesso senso cfr. BARBIERO, *Il contratto tipo nel diritto italiano*, Milano 1937.

⁶⁵ GUGLIEMMETTI, voce "*Contratto normativo*", in *Enc. giur.*, IV, Roma, 1988; ID, *I contratti normativi*, Padova, 1969.

di accelerare le trattative. In sostanza, la libertà di decidere l'*an* della successiva stipulazione, determinerebbe anche la libertà di scelta nel "*quomodo*" di essa⁶⁶.

Conseguentemente⁶⁷, l'ambito di rilevanza del contratto normativo andrebbe relegato ad una mera intesa preparatoria non impegnativa per le parti sino al momento dell'avvenuta conclusione dei singoli contratti, non essendo utilmente praticabile un richiamo alla figura del *contratto condizionato alla successiva stipula*, sospensivamente⁶⁸ ovvero risolutivamente, per difetto del requisito dell'accidentalità della successiva stipula rispetto al "contratto" posto in essere.

Anche la giurisprudenza, in una risalente pronuncia⁶⁹, definisce il contratto normativo come "un accordo o contratto..., che, avendo ad oggetto la disciplina di negozi giuridici eventuali e futuri, dei quali fissa preventivamente il contenuto, non comporta il sorgere di un rapporto da cui scaturiscono immediatamente diritti ed obblighi per i contraenti, ma dette norme intese a regolare il rapporto, nel caso che le parti intendano crearlo". Pertanto, si è ritenuto finanche "inappropriato" il ricorso al termine "contratto", soccorrendo la figura dell'*accordo normativo*⁷⁰, ovvero del *contratto in senso atecnico*⁷¹.

⁶⁶ ORESTANO, *Intese prenegoziali a struttura "normativa" e profili di responsabilità precontrattuale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, I, 1995, pag.55.

⁶⁷ GUGLIELMETTI, *op. cit.*, pag. 1, testualmente: "Dirò subito che il termine "contratto" è impiegato per ragioni di tradizione, ma che mi riservo di verificare se esso sia corretto".

⁶⁸ CARIOTA FERRARA, *Riflessioni sul contratto normativo*, Archivio Giuridico, 1937 pag. 53, che definisce i contratti normativi come "convenzioni, che hanno appunto per oggetto la disciplina di negozi giuridici eventuali e futuri, vanno sotto il nome di "contratti normativi". La loro funzione è, dunque, una funzione preventiva: le parti vogliono crearsi l'assicurazione che, se un giorno si dovranno porre in essere determinati negozi, questi avranno un certo contenuto. Le convenzioni in parola servono a disciplinare i negozi che potranno stipularsi più tardi, se si vuole, a porre le regole, diciamo pure per un momento, le norme decisive per tali negozi".

⁶⁹ Cass. n. 6720 del 18.12.81, in *Giust. civ.*, *Mass.* 1981.

⁷⁰ Sulla distinzione tra accordo e contratto, cfr. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1950, pag. 305.

⁷¹ MESSINEO, voce *Contratto normativo*, *Enc. dir.*, X, ult. ed. Secondo un'altra ricostruzione, il contratto normativo (bilaterale) è fonte immediata di obbligazioni tra le parti. Pur non

Esclusa, come logico corollario di quanto detto finora, la possibilità che la parte che intende avvalersi del contratto normativo possa avvalersi del rimedio previsto dall'art. 2932 c.c., nonché del ricorso a qualche forma di sostituzione automatica delle clausole dei contratti a valle difformi rispetto al contenuto del contratto a monte, si potrebbe ammettere solo una possibile risarcibilità della violazione dell'intesa preparatoria con riferimento al momento temporale delle trattative per i singoli contratti.

Tuttavia, tale mezzo di tutela appare di agevole praticabilità solo nell'ipotesi di rifiuto di stipulare i singoli contratti subordinato alla modificazione del contenuto del contratto normativo, ma non altrettanto, com'è logico dedurre, è sostenibile nel caso in cui, invece, la parte assuma un rifiuto incondizionato.

A ben vedere, le posizioni fin qui espresse andrebbero rivisitate alla luce della nozione di causa c.d. in concreto, ormai generalmente accolta, intesa quale funzione economica- individuale del contratto⁷².

Il contratto normativo, infatti, benché costituisca un accordo a contenuto patrimoniale non dovrebbe essere declassato a intesa preparatoria ovvero a mero accordo, per il sol fatto che nei limiti di quanto sin qui detto, difetterebbe il requisito ulteriore, richiesto dall'art. 1321 c.c., della giuridicità del vincolo.

Il vincolo, infatti, esiste e apre la via di accesso alla tutela risarcitoria.

sorgendo l'obbligo di stipulare i contratti particolari, nascono altri obblighi, tra cui quello di attenersi al contenuto del contratto normativo per i futuri ed eventuali contratti : il contratto normativo vincola la parte singola e, in relazione, la controparte è tutelata, mediante il richiamo al contratto normativo, contro l'eventuale pressione della prima, a che il contenuto contrattuale si modifichi, rispetto a quello che era già fissato, cfr. anche DI LORENZO, *La natura giuridica del contratto di concessione di vendita*, in <http://www.diritto.it>, 2003.

⁷² FERRI G.B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1968, pag. 249 e ss. Si sostiene così una nozione di causa in senso astratto, utile allo scopo di identificare l'oggettiva funzione del negozio, nonché di una causa in senso concreto, intesa come sindacato operato caso per caso circa l'effettivo intento dei contraenti.

Il difetto, rispetto alla disciplina comune sul contratto, non si coglie sul piano della *validità* della fattispecie, ma su quello dell'*efficacia*: nell'ipotesi sopra descritta, in cui sembrerebbe sufficiente che le parti non stipulino nessun successivo contratto, a valle di quello normativo, per porre nel nulla il vincolo da quest'ultimo risultante, il giudizio sulla vincolatività o meno del contratto normativo attiene al diverso ed ulteriore piano degli effetti e dei rimedi esperibili, nulla togliendo alla nozione di contratto ex art. 1321 c.c..

Ciò che appare sufficiente è la mera eventualità che al contratto normativo seguano ulteriori rapporti contrattuali, appunto perché la meritevolezza di tale contratto innominato consiste nella necessità di predisporre un assetto degli interessi rilevanti in un'operazione economica, destinato a cristallizzarsi non solo nei singoli rapporti a valle, ma in questi ultimi e nel contratto a monte. Il superamento della teoria bettiana della causa, quale funzione economico- sociale del singolo contratto, ha comportato una rivisitazione del rapporto tra essenzialità della causa e rilevanza del tipo, previsto dal Legislatore.

Ne consegue che, la stessa problematica relativa alla giuridicità del vincolo potrebbe porsi correttamente anche con riferimento al patto di opzione di cui all'art. 1333 c.c., a nulla rilevando sotto il profilo genetico la sussistenza di una previsione normativa, ma tuttavia non si dubita che tale patto costituisca a tutti gli effetti una figura contrattuale certamente valida e non un *minus* rispetto alla delineata fattispecie di cui all'art. 1321 c.c..

Analoghe considerazioni, come si avrà modo di vedere più avanti, sono state poste con riferimento al factoring. Nell'ambito di una convenzione complessa, in cui si mescolano i vari profili di gestione, finanziamento e assicurazione,

un'impresa si obbliga a cedere in esclusiva al *factor* tutti i crediti che essa acquisterà verso la propria clientela, il quale comunque si riserva la facoltà di accettare o meno i crediti offerti. Per cui una parte è vincolata *ab origine* a fare delle offerte, mentre l'altra rimane libera di disporre come crede⁷³.

Né tanto poco potrebbe soccorrere la nota subcategoria, di origine germanica, del contratto "direttivo", col quale le parti si limiterebbero a dare istruzioni generiche sul modo in cui i futuri contratti da stipulare dovrebbero essere conformati, la cui efficacia vincolante è ampiamente discussa⁷⁴.

Il problema di fondo, allora, è quello della storicità delle categorie giuridiche, che mostrano "*la tendenza a trattare come definitivi contratti necessari di ulteriori determinazioni*", essendo necessario un superamento sotto la lente dell' "unitarietà" dell'operazione negoziale.

Per superare l'*empasse* determinato dai caratteri del contratto normativo, il cui modello dunque non apparirebbe economicamente efficiente rispetto alla necessità di riduzione dei *transations costs* delle operazioni complesse, è stata delineata la figura del "contratto quadro", figura ben nota alla dottrina d'oltralpe⁷⁵, riconducibile al *Grund order Rahmenvertrag* in Germania ovvero *skeleton contract* in common law⁷⁶.

⁷³ PARDOLESI, *I contratti di distribuzione*, Napoli, 1979, pag. 268 e ss., nonché in nota 123 a pag. 280.

⁷⁴ MESSINEO, *Contratto normativo*, op. cit., pag. 117, "per contratto normativo va inteso, più appropriatamente, quello che è stato chiamato, anche, *convention-loi*, poiché racchiude la disciplina (anche se parziale e incompiuta) di futuri contratti- cioè di una serie omogenea- che siano per essere stipulati fra i soggetti stessi del cosiddetto contratto normativo, o anche (il caso è del pari frequente) fra terzi".

⁷⁵ PARDOLESI, *I contratti*, op. cit., pag. 268.

⁷⁶ La dottrina anglosassone definisce le "*framework transactions*" come "transactions by which a purchaser and supplier establish terms on which purchases will be made, but which do not set the precise quantities to be delivered", precisando che "they are used for the purchase of

In particolare, secondo la migliore ricostruzione⁷⁷ il contratto “quadro”, pur avendo una sostanziale affinità con la figura del contratto normativo, assolvendo entrambi ad una sostanziale funzione preparatoria di successivi contratti, si distinguerebbe da questo, tuttavia, sotto il profilo degli effetti, in quanto idoneo a determinare un obbligo di contrarre i singoli negozi successivi.

Si tratterebbe, dunque, di una figura *in limine* tra la categoria dei contratti di coordinamento e la nozione di contratto preliminare, un *novello contrahere* frutto della necessità di consentire lo sviluppo degli affari, specie nel settore della distribuzione commerciale⁷⁸.

Evidenti le ricadute sul piano degli *effetti* derivanti dalla riconduzione nella medesima tipologia tanto del contratto normativo quanto del contratto quadro, nonché la diversità di tutela offerta al contraente non - inadempiente ove si

any goods, services or works for which the purchaser has a repeat need”. Inoltre, con specifico riguardo ai contratti quadro, è data la seguente definizione: “A framework agreement is an agreement under which sets terms for future contracts with a provider under the agreement itself – a commitment will arise only if specific orders are later placed under the terms of the framework. La finalità delle “framework transactions” è quella di consentire alle parti di negoziare termini e condizioni per i loro acquisti in anticipo rispetto alla richiesta di specifiche commesse; tale accorgimento “saves both purchaser and supplier the time, resources and other costs (such as delays in delivery) which would be involved in negotiating more frequently, such as every time an order is placed”. Ad analogo scopo rispondono i “framework agreements”, che costituiscono, per quanto si è detto sopra, una particolare sottocategoria della più ampia nozione di “framework transactions” e che, come già rilevato, non coincidono perfettamente con queste ultime. Cfr. ARROWSMITH, *Prospects for the European Community’s regime on public procurement*, in L. ORMLEY (ed.), *Gordian knots in European public procurement law, publications by the Academy of European Law Trier*, vol. 24, Koln, 1997, pag. 91

⁷⁷ SALANDRA, *Contratti preparatorii e contratti di coordinamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1940, pag. 22., secondo cui il “cosiddetto contratto normativo o regolamentare, messo in luce dalla dottrina più recente, si ha appunto quando le parti, in previsione di una pluralità di rapporti giuridici da costituire tra loro, determinano preventivamente, almeno in parte, la disciplina giuridica cui saranno sottoposti, se ed in quanto effettivamente si costituiranno”.

⁷⁸ PARDOLESI, *I contratti*, *op. cit.* Analogamente in giurisprudenza, cfr. Cass. sent. n. 11960 del 17.12.1990 in *Giust. Civ.* 1991, I, 1214 che ha ricondotto alla nozione di “contratto quadro” la concessione di vendita, per la sussistenza dell’obbligo di contrarre. Dubita fortemente della configurabilità del contratto quadro ALBANESE, *Il Contratto normativo*, *op. cit.*, pag. 211.

accolga la tesi per cui dal contratto quadro derivi anche l'obbligo di stipulare i successivi contratti.

Siffatto problema è stato, ed è tuttora, oggetto di un ampio dibattito sulla natura giuridica degli *accordi quadro* nel settore dei lavori pubblici.

Il decreto legislativo 17 marzo 1995, n. 158, infatti, ha introdotto nell'ordinamento nazionale l'istituto dell'accordo quadro (art. 16) per ciò che concerne i c.d. "settori esclusi".

Si è detto, in particolare, che l'accordo quadro differirebbe dal *contratto normativo*, dal momento che quest'ultimo contiene "la disciplina normativa dei negozi giuridici eventuali e futuri, di cui fissa, in via preventiva, i termini, senza con ciò determinare l'insorgenza di rapporti da cui scaturiscono immediatamente diritti ed obblighi per i contraenti"⁷⁹: al contrario, "nell'accordo quadro sembrerebbe difettare il carattere facoltativo ed eventuale della successiva stipula del contratto", per cui parte della dottrina propone di recuperare la nozione di "*contratto direttivo*", che "definisce il contratto che contiene istruzioni generiche o direttive sul modo in cui futuri contratti devono essere stipulati"⁸⁰ come categoria di nuovo conio, autonoma rispetto al contratto normativo.

Quanto detto finora vale anche in ordine all'esatta qualificazione del contratto previsto dall'art. 23 del T.U.I.F.. Sul punto sono state registrate posizioni alquanto eterogenee: da una parte tanto la dottrina che la giurisprudenza hanno ricondotto tale fattispecie nella categoria del contratto quadro, salvo poi

⁷⁹ Cfr. D. GALLI E C. GUCCIONE, *L'istituto dell'accordo quadro nel decreto legislativo 17 marzo 1995 n. 158*, in *Rivista amministrativa della Repubblica Italiana*, 1996, I, pag. 16.

⁸⁰ MORBIDELLI, *L'appalto comunitario nel settore dell'energia*, in *Riv. trim. dir. pubbl. com.*, 1993, IV, pag. 787.

distinguere, nell'ambito di questo, posizioni inclini ad assimilare il contratto quadro al contratto normativo e posizioni invece distintive almeno sul piano degli effetti.

A ben vedere, il punto di partenza di tali indirizzi è rappresentato dalla circostanza che alcune tipologie di servizi presuppongono, oltre al contratto di cui all'art. 23 del T.U.I.F., anche ulteriori contratti successivi derivanti dagli ordini dei clienti.

Il sistema delineato dalla regolamentazione sembra descrivere, dunque, una dinamica negoziale difficilmente assimilabile allo schema ricostruttivo secondo cui il contratto normativo non avrebbe efficacia vincolante rispetto al contenuto dei contratti successivi⁸¹.

Siffatta tesi muove innanzitutto dall'adesione all'opinione tradizionale che degrada il contratto normativo ad una mera intesa preparatoria, per cui una parte ben potrebbe sottrarsi al rispetto di quanto pattuito col master agreement, rifiutando la successiva stipulazione ovvero subordinando questa alla rinegoziazione delle clausole, per poi evidenziare che la disciplina dei profili negoziali delle attività di investimento tende a creare uno stretto collegamento fra la regolamentazione dei singoli servizi e il contenuto del contratto originario. Questa funzione sarebbe vanificata, quindi, se l'intermediario fosse libero di mutare il contenuto delle condizioni contrattuali che regolano i rapporti di investimento con il cliente.

⁸¹ LOBUONO, *La responsabilità*, op. cit., pag. 120.

Inoltre, non si tiene conto che la normativa regolamentare della CONSOB assolve alla funzione di cristallizzare *le regole sul rapporto* nell'*atto*, cioè il contratto, quale elemento indefettibile di esso.

Di contro, anche la riconduzione del contratto ex art. 23 TUIF allo schema del contratto quadro, nei termini in cui è stato delineato in precedenza rispetto al contratto normativo, sembra prestare il fianco a molteplici rilievi, specie con riferimento all'obbligo di stipulare i contratti successivi.

Dal punto di vista dell'investitore non sussiste alcun obbligo pattizio di conferire ordini, ovvero di stipulare i successivi contratti di investimento, rimanendo questi del tutto eventuali; dal punto di vista dell'intermediario, a ben vedere, non sussiste nemmeno un obbligo generalizzato di *contrahere*⁸², dovendo questi peraltro assolvere a una funzione di garanzia della *suitable* dell'ordine ricevuto.

Appare allora evidente come la fattispecie contrattuale delineata dall'art. 23 TUIF sia di difficile compatibilità con la ricostruzione dogmatiche degli istituti del contratto normativo e del contratto quadro, nonostante il frequente richiamo a questi da parte degli operatori del diritto.

2. Gli ordini, le operazioni e i contratti di borsa.

Da un punto di vista giuridico l'ordine di borsa costituisce un *prius* di fronte al contratto (operazione) di borsa (compravendita o riporto), in ogni caso

⁸² Cfr. App. Genova, n. 740 del 30 giugno 2006, in *Giur. mer.*, 2007, pag. 1910, secondo cui “il più accreditabile inquadramento dei contratti di investimento ...è quello di una (normale) fattispecie a formazione complessa: al primo livello sta il c.d. contratto-quadro (che taluno ascrive alla tipologia del contratto normativo) destinato a disciplinare i contenuti generali del rapporto; al secondo livello, vi sono i singoli «ordini di borsa» impartiti, via via, dal cliente, che danno attuazione concreta al rapporto”.

quest'ultimo viene concluso con l'intervento di intermediari; esso è connesso con rapporto di mezzo a fine con l'operazione che il committente intende porre in essere, ma può e deve essere esaminato nella sua struttura giuridica indipendentemente dal contratto che è destinato a far concludere.

Per ordine di borsa deve intendersi secondo la dottrina più risalente⁸³ il contratto col quale un soggetto (operatore di borsa), che le fonti indicano con il nome di "cliente" ovvero "committente", conferisce ad un intermediario l'incarico di concludere per suo conto un contratto di borsa, finalizzato all'acquisto (*buy*) ovvero alla vendita (*sell*) di uno valore mobiliare.

Una volta che l'intermediario abbia ricevuto l'ordine dal cliente e sempreché risulti positivamente superato il giudizio sull'adeguatezza ovvero sull'appropriatezza dell'operazione rispetto al profilo di quest'ultimo, si possono verificare due ipotesi, sovente affrontate nel panorama giurisprudenziale: l'esecuzione dell'ordine in contropartita diretta, qualora il prodotto finanziario sia già detenuto nel portafoglio titoli dell'intermediario, con conseguente riconduzione del c.d. contratto di borsa entro gli schemi della compravendita, a seguito di una negoziazione "in conto proprio"⁸⁴; ovvero l'esecuzione mediante ricorso al mercato, da parte dell'intermediario per conto del cliente.

⁸³ BIANCHI D'ESPINOSA, *Il contratto di borsa. Il riporto*, in CICU- MESSINEO (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale, continuato da Luigi Mengoni*, XXXV, Milano, 1969, pag. 148 e ss.

⁸⁴ Cfr. Trib. Palermo, 16 marzo 2005, in *Foro it.* 2005, I, pag. 2539 con nota di PALMIERI, *Prestiti obbligazionari, default e tutela successiva degli investitori: la mappa dei primi verdetti*. In dottrina SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari, op. cit.*, e DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, 12, pag. 1241 e ss..

Può dunque astrattamente configurarsi l'ipotesi in cui per la conclusione di un contratto di borsa intervengano quattro intermediari, due per ciascuno degli intermediari.

Da un punto di vista economico, ci sono molti diversi tipi di ordini di borsa. Alcuni ordini sono semplici e di base, altri sono complessi. In generale può dirsi che la complessità dell'ordine aumenta proporzionalmente al grado di *expertise* dell'ordinante.

Sintetizzando le variabili di ogni ordine sono sempre tre: tempo in ingresso/uscita (t), quantità (q) e prezzo (p). Al riguardo, una prima netta distinzione può farsi tra ordini incondizionati (o "al meglio", "*Market Order*" o "*At the market*" -MKT, di acquisto e vendita al prezzo corrente in un determinato momento⁸⁵, e condizionati invece ad un dato valore (LMT- "*limit order*") o al tempo (GFD, "*Day Only or Good For the Day*", valido nella giornata, dal momento del conferimento alla chiusura ufficiale del mercato alle 17.25)

Ad ogni modo, le differenze affiorano sul piano dell'esecuzione di essi, non rilevando invece sul fronte della nozione concettuale dell'ordine, la cui natura giuridica, tuttavia, è ampiamente discussa e posta al centro di un vivace dibattito, accompagnato dall'elevata casistica giurisprudenziale, su di una possibile "negozialità", o meno, nonché sui rapporti con il *master agreement*, in chiave ricostruttiva della fattispecie.

⁸⁵ La modalità d'uso più diffusa degli Ordini Condizionati è l'impostazione di uno o più livelli di prezzo "*Stop Loss*" (per limitare le perdite) e/o di "*Take Profit*" (per monetizzare i guadagni). L'automatismo dell'ordine condizionato permette quindi di svincolare l'operatività dal costante monitoraggio del mercato.

Al punto n. 1.10 delle sentenze gemelle cc.dd. “Rodorf” (nn. 26724 e 26725 del 2007), la Corte di Cassazione ha avuto modo di affermare che “...A siffatto rilievo si deve però opporre che, come già in precedenza chiarito, il compimento delle operazioni di cui si tratta, ancorché queste possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale (ma è significativo che la norma le definisca col generico termine di “operazioni”), si pone pur sempre come “momento attuativo” di obblighi che l’intermediario ha assunto all’atto della stipulazione col cliente del “contratto quadro”.

L’affermazione sembra riprendere il non recente dibattito sulla esatta natura dei contratti di borsa e sulla distinzione, non meramente lessicale, di questi con riferimento alle “operazioni” richiamate sovente dalla legislazione attuale.

Così già nel 1954 il Messineo nell’Avvertenza alla 2° edizione del suo volume dal titolo “Operazioni di borsa e di banca” ebbe ad ammettere che il volume anzidetto avrebbe dovuto intitolarsi “Contratti di borsa e di banca” e che pertanto avrebbe inteso “indulgere” all’uso corrente che preferisce parlare di “operazioni”.

Sulla stessa linea di pensiero è stata ammessa la promiscuità dei due termini a seconda del significato morfologico riferibile, più strettamente giuridico (dunque “contratti”) ovvero economico (“operazioni”), sul presupposto dell’esatta riconoscibilità dei contratti di borsa, così come è stata proposta una nozione più ampia di “contratti” che in sé conterrebbe, quale *species* di un unico *genus*, la sottocategoria delle “operazioni”.

La prima difficoltà è legata al fatto che i testi legislativi non offrono definizioni di contratti di borsa. Lo stesso testo unico finanziario disciplina, infatti, l’attività

dell'intermediario che presta servizi di investimento aventi per oggetto i valori mobiliari.

Dunque non offre spunti per l'esatta individuazione della fattispecie giuridica dei contratti del mercato regolamentato.

La disciplina esistente, peraltro, era riferita esclusivamente ai soggetti legalmente legittimati agli affari di borsa, gli agenti di cambio, il cui riconoscimento come figura indefettibile dell'intermediazione è avvenuto gradualmente, dapprima col R.D.L. del 9 giugno del 1907, poi col R. D. L. n. 222 del 1925; tale normativa, oramai del tutto superata, si preoccupava quindi solo di regolare l'intermediazione finanziaria dal punto di vista dei *soggetti* e non dell'*attività*, quest'ultima potendo consistere, come è stato correttamente evidenziato, tanto in comportamenti di natura negoziale, quanto non negoziale⁸⁶.

Certamente appare per certi versi oramai "obsoleta" la stessa dicitura "contratti di borsa" per effetto dell'introduzione e regolamentazione delle piattaforme di negoziazione gestite dagli intermediari, quali valide alternative al tradizionale principio della borsa valori come luogo ideale degli scambi (nel previgente art. 25 T.U.F.).

Inoltre, dal punto di vista pratico, i contratti di borsa classici sono stati quasi soppiantati sul piano numerico-quantitativo da strumenti finanziari più moderni e idonei a rispondere alla crescente domanda del mercato in modo più dinamico.

Dal punto di vista storico, proprio questi ultimi strumenti costituiscono il portato

⁸⁶ CORRADO, *I contratti di borsa*, in VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile*, VII, t. 2, Torino, 1960, pag. 22 e ss., citato anche da BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa*, *op. cit.*, in nota 10 a pag. 137.

di un'evoluzione del sistema finanziario che è ancora in corso, e possono essere affiancati ai contratti della tradizione per comporre la grande categoria dei contratti di borsa. Sul piano dogmatico, la categoria si presenta come categoria aperta sia in relazione al recepimento di figure contrattuali sempre nuove, sia in relazione all'esatta individuazione della sua portata.

Vi è infatti una risalente discussione in dottrina su quale siano i confini della categoria dei contratti di borsa.

Secondo un primo orientamento, un contratto può essere qualificato "di borsa" solo quando viene concluso attraverso gli organi della borsa⁸⁷.

Per un diverso orientamento⁸⁸, sono da considerare contratti di borsa quelli conclusi in borsa e quelli conclusi tramite agenti di cambio o istituti di credito, in quanto assoggettati per volontà delle parti o della legge alla disciplina propria dei contratti conclusi in borsa. Secondo una diversa interpretazione, oggettivistica, la categoria comprende ogni contratto relativo alla negoziazione di titoli o valori genericamente determinati, che sia a termine e che abbia un meccanismo predeterminato per l'esecuzione o per la proroga degli obblighi assunti⁸⁹, ovvero quelli che sostanzialmente riproducono, "i modelli presenti nella realtà della borsa, che qualificano e caratterizzano le contrattazioni".

Sembrano rientrare nella categoria dei contratti di borsa le fattispecie tipiche della compravendita a termine di titoli e del riporto.

⁸⁷ MESSINEO, *Il contratto di borsa per contanti*, in *Operazioni di borsa e di banca*, Milano, 1954, pag. 5.

⁸⁸ FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1982, pag. 512 e ss.

⁸⁹ SERRA, *I contratti di borsa a premio*, Milano, 1971, pag. 79.

La teoria che delimita la nozione dei contratti di borsa in relazione al fatto del collegamento di questi con l'istituzione della Borsa, per il *formalismo* ovvero per il *procedimento* di conclusione, non appare comunque idonea a superare la regola c.d. del “*caso per caso*”⁹⁰. Ad una delimitazione unitaria della categoria si può pervenire attraverso l'esame delle norme giuridiche relative alle borse, di natura consuetudinaria.

Così la giurisprudenza prevalente ha ritenuto che la disciplina concretamente applicabile ai contratti di borsa dovesse rinvenirsi nelle consuetudini di borsa, integrative ex art. 1374 c.c., trattandosi di usi *praeter legem*, del regolamento degli interessi concretamente voluto dai paciscenti, ragion per cui, nel rapporto giuridico tra l'intermediario di borsa, incaricato di concludere operazioni di borsa in proprio nome e per conto di chi ha conferito l'ordine, l'intermediario non può essere ritenuto inadempiente nei confronti del cliente per la mancata consegna di titoli azionari comprati per suo conto, quando il “ritardo” dipenda da fattori estranei al comportamento delle parti e sia considerato come evento di carattere normale negli usi di borsa⁹¹.

Va ricordato, infatti, come, fino ad epoca recente, il nostro ordinamento prevedesse un unico mercato ufficiale dei capitali (organizzato, gestito e vigilato secondo uno schema di tipo pubblicistico; funzionale all'incontro di flussi di domanda e offerta dei diversi valori mobiliari ammessi alla quotazione di borsa), in cui venivano conclusi contratti.

⁹⁰ BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa*, op. cit., pag. 146.

⁹¹ Cfr. Cass. sent. n. 5724/77, in *Banca borsa*, 1978, II, pag. 129; in senso conforme Cass. n. 2907/92, in *Giur it.* 1992, I, 1, pag. 2032 (solo massima).

Da qui l'individuazione di un'autonoma categoria di negozi (che ricomprende le singole fattispecie) da parte di dottrina e giurisprudenza, che li riconoscevano come contratti atipici, regolati principalmente dai cc.dd. "usi di borsa" (che in quanto consuetudini *praeter legem* pubblicate nelle raccolte ufficiali delle Camere di Commercio, costituiscono fonti di diritto di terzo grado, cfr. più avanti) e solo poi, in quanto compatibili, dalle norme codicistiche.

In assenza, infatti di una definizione normativa della categoria dei contratti di borsa, erano considerati tali non solo quelli conclusi nel mercato, ma tutti gli accordi che avessero avuto ad oggetto valori (mobiliari o no) quotati in una borsa, anche se stipulati fuori dal mercato borsistico da intermediari qualificati o addirittura da privati che avessero pattiziamente assoggettato il contratto alle norme di borsa.

L'unico riferimento a tale categoria si rinviene in leggi di inizio secolo, peraltro emanate ai soli effetti fiscali, con le tristi conseguenze che si possono facilmente immaginare sul piano della organicità e della compiutezza per la disciplina relativa alla contrattazione borsistica.

Disciplina che, come detto, si è per ciò venuta a trovare sorretta in toto dalla normativa consuetudinaria, propria di ogni Borsa Valori del luogo (in cui ve ne fosse una).

Infatti "ben dieci erano le borse valori prima della privatizzazione, tutte istituite per pubblica autorità che ha scelto come sedi le città nelle quali si ritenevano esistenti le condizioni commerciali e finanziarie utili per lo sviluppo di tali

mercati, quali Milano, Torino, Genova, Venezia, Trieste, Bologna, Firenze, Roma, Napoli e Palermo⁹².

È comprensibile quindi, come la presenza di più piazze per lo scambio di valori abbia dato un contributo notevole al formarsi e al perfezionarsi stesso di usi propri di ciascuna borsa. Come si è accennato sopra, la normativa di carattere legislativo (diversamente da quella consuetudinaria), relativa alla disciplina delle contrattazioni borsistiche, è stata per lungo tempo rappresentata da leggi datate e scarse.

I successivi interventi normativi erano volti al solo fine della disciplina della loro valenza ai fini fiscali, e comunque si collocheranno ben lontani dal disciplinare compiutamente il settore in esame.

La definizione stessa di contratto di borsa non emerge se non da disposizioni che ne trattano in modo marginale e senza sistematicità. E non c'è da stupirsi, dal momento che nella stessa legge del 1913 (che pure avrebbe dovuto trattare con una seppur minima organicità la disciplina della vita borsistica), l'articolo 34, in cui si qualifica il contratto borsistico, fu collocato all'apertura del titolo III rubricato "tasse sui contratti di borsa".

A prescindere dalle considerazioni generali, relative cioè al venire in essere di una consuetudine e alla sua efficacia nel quadro delle fonti normative, v'è in primo luogo da considerare in che modo fossero riconosciuti, raccolti, e resi pubblici tali usi relativi alla contrattazione nelle borse valori.

⁹² C. CONTI, in *La disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 2001, nella parte dedicata alla storia del mercato.

Generalmente i soggetti deputati ad accertarli erano le Camere di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura della circoscrizione in cui si trovasse una Borsa Valori, con ultima approvazione da parte della Giunta Camerale.

Tale definitiva approvazione era importante perché, dalla relativa data, decorreva il quinquennio entro cui gli usi dovevano essere, obbligatoriamente per legge, revisionati; e questo quinquennio era a sua volta importantissimo, perché soltanto in esso, e non oltre, gli usi si presumevano esistenti fino a prova contraria.

Peraltro, è fatto notorio che la Borsa Valori di Milano sia stata sempre la piazza scambi per antonomasia, in Italia, per prestigio e, soprattutto, per volumi trattati, anche grazie ad una normativa consuetudinaria più completa e rispondente alle esigenze degli operatori, che inevitabilmente fungeva da pietra di paragone per le raccolte delle altre piazze.

Gli anni '90 si sono distinti per due “eventi” che hanno radicalmente inciso sull’assetto economico-giuridico dei mercati finanziari l’entrata in vigore della legge del 2 gennaio 1991 n. 1, che ha individuato e disciplinato le attività di intermediazione mobiliare, e la nascita del Mercato Telematico Azionario (25 novembre).

È stata introdotta dunque la riserva di esercizio a soggetti (SIM) sottoposti ad uno statuto speciale ed al controllo delle Autorità di Vigilanza sotto il profilo della stabilità patrimoniale e della correttezza dei comportamenti. È stato di fatto “congelato” il ruolo degli agenti di cambio ed è stata estesa l’operatività delle banche nei mercati finanziari, proprio per favorire la competitività del settore bancario italiano con quello dei paesi dell’U.E., in ossequio ai principi del mutuo

riconoscimento e del “*home country control*” sancito dalla direttiva 89/646/CEE (c.d. “seconda direttiva banche”)

Le conseguenze sono un vistoso e crescente, aumento del volume di scambi, la diminuzione dei piccoli investitori che operavano direttamente, per lasciare così il posto agli investitori istituzionali (fondi comuni, banche, ...): domande e offerte si incrociano via computer velocizzando le operazioni e portando esigenze nuove che subito si riflettono, per portare un esempio, sulle modalità di liquidazione delle transazioni.

I vantaggi della contrattazione per mezzo della telematica si estendono poi verso una maggiore trasparenza nel meccanismo di formazione dei prezzi e verso una maggiore rapidità nell’inoltro degli ordini e nella diffusione delle informazioni di mercato.

Con il d. lgs. n. 415/1996 (c.d. “decreto eurosim”), adottato in attuazione della direttiva 93/22/CEE, è stata sancita la privatizzazione dei mercati e la riserva di tale attività di impresa (art. 46) secondo la forma della società per azioni, anche senza scopo di lucro, sottoposta ad un particolare regime di vigilanza da parte della CONSOB.

Tali soggetti (le società di gestione del mercato regolamentato) vengono poi delegati dalla legge, a disciplinare il funzionamento del mercato che hanno creato e gestiscono, con facoltà di stabilire in particolare quali siano i tipi di contratti ammessi alla negoziazione.

Per effetto dell’entrata in vigore del Testo Unico dell’Intermediazione Finanziaria e dei relativi regolamenti della CONSOB, infine, la disciplina applicabile ai contratti di borsa (nel senso generico di contratti aventi ad oggetto

strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati), ha trovato in norme pienamente efficaci, talvolta di natura pattizia (in virtù del fatto che sono deliberate da un soggetto privato e implicitamente accettate da chi nel mercato stesso voglia operare secondo il modello della “*audited self regulation*”), talvolta legale, che regolano per ogni mercato particolari tipi di contratti (e la relativa disciplina applicabile), connessi al singolo strumento cui si riferiscono da risultare inapplicabili fuori di essi.

In conclusione, si può dire che sono ormai inapplicabili gli usi di borsa pubblicati presso le Camere di Commercio, in quanto usi *praeter legem* e come tali operanti solo in materie non disciplinate da fonte scritta.

Quanto detto sinora, assolve principalmente alla funzione di distinguere, sotto il piano concettuale, la nozione di contratto di borsa da quello dell’ordine, che rappresenta, a ben vedere, il momento centrale della prestazione dei servizi di investimento.

3. Analogie con il factoring.

A ben vedere le problematiche che sottopone all’interprete la ricostruzione del fenomeno dell’intermediazione finanziaria sono analoghe a quelle che la dottrina ha posto con riferimento alle operazioni di *factoring*.

Fondamentalmente, il contrasto degli interpreti si è incentrato su un quesito e cioè se fosse più corretto considerare il contratto di factoring come un negozio unitario o quale negozio plurimo, scomponibile in una convenzione di factoring cui si aggiungono le singole cessioni (quali negozi attuativi della causa sottostante la convenzione).

Da una parte v'è chi sostiene l'unitarietà negoziale del factoring come una cessione di crediti futuri il cui trasferimento al *factor*, avverrebbe con il venire ad esistenza dei crediti, ricorrendo allo strumento condizionale, quindi, per spiegare la facoltà riconosciuta al *factor* di accettare, o meno, i crediti⁹³.

Dall'altra chi ha sostenuto la tesi della pluralità negoziale magari ricorrendo alla teoria del collegamento negoziale tra il contratto di factoring e la cessione dei crediti⁹⁴.

E' rilevante la conseguenza che deriva dall'accoglimento dell'una (unitarietà negoziale) o dell'altra tesi (pluralità negoziale). Difatti, se si considera il contratto di factoring come negozio unitario, allora il trasferimento dei crediti è connesso al momento della cessione se, invece, si dovesse accogliere la tesi della pluralità negoziale si dovrà ricollegare il momento traslativo alla conclusione dei singoli negozi (di cessione).

Per coloro i quali propendono per il riconoscimento della pluralità negoziale si pone un ulteriore quesito circa il contenuto della convenzione di factoring alla cui esecuzione provvederanno i negozi di cessione del credito.

A quanti, ritengono che la convenzione di factoring abbia valore normativo si è obiettato⁹⁵ che le clausole, inserite nei contratti di factoring, hanno contenuto immediatamente vincolante per le parti e costituiscono vere e proprie obbligazioni contrattuali e, almeno per quanto riguarda il cedente, alla stipulazione del contratto definitivo.

⁹³ CARNEVALI, *I problemi giuridici del factoring*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1978, pag. 299 e ss.

⁹⁴ FRIGNANI, voce "*factoring*", in *Noviss. Digesto It.*, Torino, 1982. ZUDDAS, "*Il contratto di Factoring*", Napoli, 1983, pag. 229 e ss.

⁹⁵ CARNEVALI, *I problemi, op. cit.*, pag. 302 e ss.

Da tali osservazioni scaturiscono le affermazioni della prevalente dottrina volte a riconoscere valore di preliminare alla convenzione di *factoring*.

Propendere per la tesi che ritiene la convenzione di *factoring* quale preliminare significa ritenere che il *factoring* vincola il fornitore a quel regolamento d'interessi che sarà poi determinato nel definitivo.

Optare per l'altra tesi significa considerare la convenzione priva di effetti vincolanti, ed avente soltanto funzione preparatoria dei futuri contratti di cessione. Per il *factor* lo schema assunto dalla convenzione avrebbe, sempre e solo, natura normativa poiché rimarrebbe libero di stipulare, o meno, le singole cessioni⁹⁶ mentre secondo altra teoria⁹⁷ potrebbero ravvisarsi nella convenzione due distinti contratti, quello normativo (in base al quale le parti predispongono le regole giuridiche dirette a disciplinare una serie di negozi eventuali e futuri) ed il preliminare (diretto alla creazione di obblighi giuridici).

Contrariamente⁹⁸, si sostiene a sua volta che bisognerebbe considerare il contratto di *factoring* come unico e definitivo contratto di cessione di una massa di crediti presenti e futuri derivanti da transazioni di carattere commerciale, da

⁹⁶ LA BIANCA, “*Factoring*”, in *Riv. dir. comm.*, 1979, I, pag 137 e ss.

⁹⁷ TEODORI GIORDANI, *Spunti sul factoring*, in *Giur. mer.*, 3, 1989, pag. 764.

⁹⁸ CASSANDRO-SULPASSO, *Collaborazione alla gestione e finanziamento dell'impresa: il factoring in Europa*, Milano, 1981. pag. 28, secondo cui “Ricorrendo il connotato caratteristico dell'operazione, nella c.d. globalità soggettiva, cioè nella cessione di tutti i crediti verso uno stesso debitore, mi sembrava potersi sostenere che fosse sufficiente una sola notifica al debitore o l'accettazione da parte sua, secondo le formalità previste per la cessione dall'art. 1265, perchè la cessione di tutti i crediti fosse efficace nei confronti del debitore stesso e dei terzi. A risultati non dissimili, consente di pervenire la legge n. 52/1991, che da un lato riconosce la possibilità della cessione in blocco di una massa di crediti presenti e futuri e dall'altro consente anche al cessionario, di rendere opponibile la cessione secondo le disposizioni del codice civile, a fianco dell'ulteriore criterio introdotto”.

cui nascono diritti ed obblighi per entrambe le parti ed al quale va ricollegato l'effetto traslativo dei crediti d'impresa.

Le singole cessioni sarebbero, invece, i momenti attuativi del contratto definitivo.

4. La tesi negoziale e i suoi limiti.

Il panorama dottrinario e giurisprudenziale sui contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento sopra descritto non differisce oltremodo da quello attualmente esistente con riguardo ai contratti di investimento. Anzi, in qualche modo può ben affermarsi che questo è sostanzialmente connaturato a molte fattispecie contrattuali complesse largamente diffuse nel settore della distribuzione commerciale.

In particolare, una prima e risalente tesi dottrina⁹⁹ sosteneva la sicura riconducibilità al contratto in generale sul presupposto che le norme consuetudinarie relative all'ordine di borsa¹⁰⁰ costituissero un vero e proprio *corpus* di norme giuridiche, regolanti il rapporto tra cliente ed intermediario (agente di cambio).

Sebbene, in misura parzialmente difforme dall'opinione maggioritaria, è stato sostenuto che gli usi di borsa costituissero invece condizioni generali del contratto ai sensi dell'art. 1341 c.c., la dottrina appariva soprattutto divisa con riferimento alla riconduzione di tale fattispecie contrattuale alla mediazione ovvero alla commissione.

⁹⁹ BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa*, op. cit., pag. 148.

¹⁰⁰ Nella Raccolta Usi della Borsa di Milano, il capo I era intitolato "Esecuzione degli Ordini".

Più recentemente¹⁰¹, in particolare, si è sostenuta la possibilità di qualificare gli ordini come *dichiarazioni negoziali*, poste a fondamento di autonomi contratti consensuali, a prestazioni corrispettive, tra cliente e intermediario.

Contratti che in ipotesi si riterranno conclusi, secondo lo schema prefigurato dall'art. 1327 c.c., mediante “*esecuzione prima della risposta dell'accettante*”.

Tale tesi, dunque, valorizza la natura giuridica degli ordini nel quadro dell'intera operazione economica di investimento, cogliendo l'essenza di questa proprio nella *scelta* concreta effettuata dall'investitore sebbene nel rispetto del più generale programma di investimento contenuto nel master agreement. Secondo questa chiave di lettura l'ordine, invero, non è affatto uno scontato momento esecutivo, ma un essenziale momento decisionale¹⁰².

È stato tuttavia obiettato, che siffatta natura negoziale dell'ordine non possa prescindere dall'inquadramento del master agreement entro gli schemi del contratto normativo¹⁰³.

A parte il carattere apodittico di tale affermazione, nella misura in cui non tiene conto delle peculiarità del contratto normativo rispetto al *master agreement*, non

¹⁰¹ Cfr. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, op. cit., pag. 629 e ss; Id., *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e Impr.*, 2005, 3, pag. 896 e ss.

¹⁰² GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 4, 2008, pag. 396. Il fatto che i singoli acquisti siano programmati genericamente nel contratto-quadro non toglie affatto l'importanza determinante che ha la scelta negoziale fatta al momento dei singoli acquisti ai fini degli scopi dell'investitore. L'A. sostiene dunque che “Non sono perciò affatto uno scontato momento esecutivo, ma un essenziale momento decisionale”.

¹⁰³ SCODITTI, *Intermediazione finanziaria e formalismo protettivo*, op. cit., pag. 191, secondo cui “Il primo test che la decisione della Suprema Corte, circa la sufficienza della forma scritta dell'ordine di borsa, deve superare è il carattere negoziale, e non meramente esecutivo, di quest'ultimo. Se è l'accordo contrattuale che deve rivestire forma scritta, vuol dire che l'ordine, perché sia rispettato il requisito di legge, deve avere valore negoziale”.

appare così scontata siffatta relazione tra le due nozioni, quand'anche si ritenesse provato un tale inquadramento dogmatico.

In primo luogo, perché altrettanto potrebbe dirsi qualora si optasse per la tesi che riconduce la fattispecie ex art. 23 TUIF nell'alveo del contratto quadro (qui autonomamente inteso rispetto al contratto normativo); in secondo luogo perché, accogliendo una ricostruzione metatipica del *master agreement* oltre i modelli tradizionali del contratto normativo e del contratto quadro (rispetto ai quali, si è visto, sembrerebbero difettare taluni precipui caratteri), come fattispecie negoziale essenzialmente volta a cristallizzare le regole di comportamento rilevanti nell'attività di intermediazione, nulla osterebbe all'applicazione della disciplina comune del collegamento negoziale¹⁰⁴.

A ben vedere, una volta che l'intermediario abbia ricevuto l'ordine dal cliente e sempreché risulti positivamente superato il giudizio sull'adeguatezza ovvero sull'appropriatezza dell'operazione rispetto al profilo di quest'ultimo, si possono verificare due ipotesi, sovente affrontate nel panorama giurisprudenziale: l'esecuzione dell'ordine in contropartita diretta, qualora il prodotto finanziario sia già detenuto nel portafoglio titoli dell'intermediario, con conseguente riconduzione del c.d. contratto di borsa entro gli schemi della compravendita, a seguito di una negoziazione "in conto proprio"¹⁰⁵; ovvero l'esecuzione mediante ricorso al mercato, da parte dell'intermediario per conto del cliente, ipotesi più

¹⁰⁴ Richiamata peraltro da ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & Tango bond)*, in *Danno e resp.*, 6, 2005, pag. 629 e ss.

¹⁰⁵ Cfr. Trib. Palermo, 16 marzo 2005, in *Foro it.* 2005, I, pag. 2539 con nota di PALMIERI, *op. cit.*, in nota 84. In dottrina, cfr. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, *op. cit.* pag. 102. DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione*, *op. cit.* pag. 1243 e ss.

complessa per cui sono state enucleate numerose tesi ricostruttive, affrontate nel prosieguo.

In tale sede, mette conto osservare che in un caso e nell'altro, sebbene con diversi risvolti applicativi, è il contratto di borsa ad essere asservito sul piano della validità e dell'efficacia, alle sorti del *master agreement* e non viceversa, come invece dovrebbe accadere secondo la teoria del contratto normativo.

Le regole legali di comportamento, cristallizzate invero nel *master agreement*, si sostanziano in un impedimento legale all'autonomia contrattuale dell'intermediario, il quale, nell'ottica dell'*utilitas publica* dell'iniziativa economica, a sua volta si concretizza in un divieto di accettare l'ordine non *suitable* in contropartita diretta, ovvero di metterlo in negoziazione e quindi eseguirlo.

Non sussiste, infatti, alcun automatismo tra conferimento dell'ordine ed esecuzione dello stesso, poiché l'intermediario deve decidere, in considerazione delle informazioni sul profilo del cliente, *se e come* porre in esecuzione l'ordine. In tal senso difficilmente può negarsi che il rifiuto apposto all'ordine del cliente sia privo di un qualche contenuto volontaristico, tale da fondare la negozialità del rapporto, sebbene in sede attuativa.

Inoltre, la preminenza del regolamento posto a monte dell'attività rispetto ai singoli atti si pone in antitesi con la concezione tradizionale del contratto normativo come mera intesa preparatoria¹⁰⁶, quand'anche le si riconoscesse una

¹⁰⁶ GUGLIELMETTI, *Contratto normativo*, op. cit., pag. 3.

qualche forma di vincolatività¹⁰⁷, e del contratto quadro, salvo che il menzionato richiamo non venga interpretato in senso atecnico.

Una tesi, per così dire mediana, ricostruisce l'attività di intermediazione nel contratto di "prestazione dei servizi di investimento" e nella negoziazione (ora intesa in senso generico, come esecuzione di un ordine d'acquisto di prodotti finanziari) due diversi contratti collegati, il primo dei quali sarebbe un "contratto di cooperazione" ed il secondo un mandato.

Si sostiene, dunque, un'asserita natura anfibia delle intese che si perfezionano con l'accettazione degli ordini: da una parte, il cliente che abbia stipulato un accordo-quadro è poi libero di non contrarre e (di comune intesa con l'intermediario) potrà anche pattuire, per le singole operazioni, condizioni difformi da quelle prestabilite nel contratto di intermediazione finanziaria; dall'altra, la natura attuativa di un'intesa non è di per sé sola preclusiva della sua identità negoziale.

L'ordine di investimento, pertanto, risulterebbe caratterizzato da una *connotazione bicefala* (negoziale ed esecutiva): prevale in esso il momento esecutivo del precedente contratto, ma non è comunque chiaro se trova applicazione integralmente la disciplina generale degli atti negoziali o meno.

Conseguentemente è stato ritenuto che le successive operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente, benché possano a loro volta

¹⁰⁷ MESSINEO, *Contratto normativo, op. cit.*, pag. 122.

consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto d'intermediazione¹⁰⁸.

Il meccanismo negoziale così concepito (pur con le rilevanti distinzioni che emergono a seconda della tipologia di servizio di investimento di volta in volta prestato) presenta legami con i contratti tipici di cooperazione giuridica.

Il principale rilievo che viene mosso alla tesi del “doppio contratto”, consiste proprio nella non facile comprensione del modo in cui un “contratto di cooperazione”, che avrebbe la limitata funzione di regolare le modalità della successiva attività negoziale, possa generare degli obblighi di comportamento, molti dei quali aventi natura di obblighi di diligenza, che presuppongo dunque un'attività di adempimento– attività esecutiva che la natura “normativa” del regolamento pattizio porterebbe invece ad escludere¹⁰⁹.

5. La tesi del mandato e i suoi limiti.

Sotto il regime del codice di commercio del 1882, alcuni autori¹¹⁰, sostenevano la sicura riconducibilità, sempre e comunque, del rapporto agente di cambio-cliente allo schema legale della “mediazione”, specie in considerazione della qualifica attribuitagli allora dall'art. 21 ult. co. della l. 272/1913.

Secondo il disposto dell'art. 1754 c.c., è “mediatore colui che mette in relazione due o più parti per la conclusione di un affare, senza essere legato ad alcuna di

¹⁰⁸ Cass., Sez. Un., est. Rordorf, *cit.*; *in termini*, Cass., sez. I, est. Didone, 29 gennaio- 17 febbraio 2009, n. 3773, *cit.*.

¹⁰⁹ Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006, in *Contr. e impr.*, 2006, pag. 579.

¹¹⁰ BOLAFFIO, *Commentario al codice di commercio*, II, *sub* art. 31, Torino, 1923; ASCARELLI, *Sul fallimento dell'agente di cambio*, in *Foro it.* 1931, I, pag. 1105; ANDRIOLI, *La figura giuridica dell'agente di cambio*, in *Riv. dir. comm.*, II, 1931, pag. 536 e ss.

esse da rapporti di collaborazione, di indipendenza, di rappresentanza, avendo poi diritto ad una provvigione se il contratto è concluso”.

La natura contrattuale della mediazione è discussa proprio perché a differenza del mandatario, l'attività del mediatore sembra essere un'attività squisitamente materiale. Conseguentemente, la sua volontà non ha influenza giuridica determinante per la costituzione del rapporto contrattuale, che è lasciata libera, diretta deliberazione degli interessati che contrattano fra loro. In sostanza il mediatore appare *terzo* rispetto al contratto posto in essere da questi ultimi.

Cosicché una parte della dottrina¹¹¹ sostiene la tesi contrattualista, secondo cui il contratto di mediazione si perfezionerebbe quando il mediatore entra in contatto con la prima parte, dovendosi ritenere implicita l'accettazione successiva delle altre, anche ex art. 1327 c.c., in presenza dell'attività del mediatore; diversamente, la tesi non contrattualista¹¹² vede invece nella mediazione un atto giuridico in senso stretto, che si identifica con la messa in relazione delle parti e che è fonte di obbligazioni simultanee a carico delle parti stesse ex art. 1173 c.c..

Su posizioni analoghe si attesta la giurisprudenza di merito e di legittimità.

Diversamente, altra tesi sosteneva il carattere non decisivo della qualificazione legislativa degli agenti di cambio come mediatori iscritti delle borse valori ai fini del corretto inquadramento del rapporto intrattenuto con i clienti. La legge menzionata, in sostanza, avrebbe fatto riferimento alla mediazione solo per

¹¹¹ MARINI, *La Mediazione*, in P. SCHLESINGER (a cura di) *Commentario al codice civile*, Milano, 1992, *sub.* art. 1754, pag. 163.

¹¹² sostenuta da CATAUDELLA, *Note sulla natura giuridica della mediazione*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1978, pag. 361 e ss.

identificare la categoria professionale di appartenenza degli agenti (“mediatori iscritti”), non implicando che l’attività di intermediazione dovesse *in ogni caso* assumere la forma negoziale della mediazione¹¹³.

Né poteva dirsi, sempre secondo quest’ultima opzione interpretativa, ostativo alla riconduzione del rapporto cliente-agente ad uno schema diverso dalla mediazione, il divieto allora disposto dall’art. 24 della l. 272/1913 “*di esercitare il commercio relativo alla specie di mediazione da essi professata*”, atteso che quest’ultimo era riferito all’attività in nome proprio dell’agente di cambio e trovava la propria *ratio legis* nell’esigenza di evitare potenziali conflitti di interessi con i clienti¹¹⁴.

Tale divieto, dunque, non poteva dirsi risolutivo del problema, ben potendosi ricondurre l’attività dell’agente di cambio anche allo schema della commissione. Ancora, lo schema della mediazione apparirebbe inadeguato rispetto al dato empirico del fenomeno in esame. Da una parte, infatti, l’agente di cambio non riceve incarichi di “trattative” bensì ordini di borsa, finalizzati a comprare, vendere o riportare titoli, e stipula i relativi contratti; dall’altra il cliente è legato al proprio agente da un rapporto di natura fiduciaria, facendosi quest’ultimo unilateralmente carico degli interessi del primo, connotato del tutto assente, invece, nei rapporti di mediazione pura.

¹¹³ CASANOVA, voce *Agente di cambio*, in *Enc. Dir.*, I, Milano, ult. ed..

¹¹⁴ BOLAFFIO, *Commentario*, *op. cit.*; CASANOVA, *Agente di cambio*, *op. cit.*; attualmente tuttavia l’art. 201 co. 7 del TUF espressamente vieta agli agenti di cambio, ancora iscritti al ruolo unico nazionale, di esercitare i servizi di investimento che comportino l’assunzione di un *rischio di posizione*.

Sotto un'altra prospettiva, risalente nel tempo, è stata formulata una diversa ipotesi ricostruttiva della natura giuridica dell'ordine di borsa, che giunge a negare la riconducibilità di questa negli schemi dei contratti previsti dal codice civile, in particolare della mediazione, della commissione e del mandato.

Il dato di partenza è costituito dal riconoscimento di una valenza meramente "descrittiva" del richiamo alla mediazione, contenuto nella l. 272/1913, riferibile all'attività degli agenti di cambio come categoria professionale, per poi aggiungere, attraverso l'analisi dall'art. 1762 c.c. (ex art. 31 cod. comm.), alla conclusione che il ruolo dell'agente di cambio andrebbe relegato ad una funzione di *garanzia ex lege* dell'esecuzione del contratto di borsa¹¹⁵.

Cosicché, dapprima si escluderebbe ogni teoria che tende a configurare il contratto di borsa come una fattispecie pluri-negoziale e le parti contraenti di un solo ed unico contratto sarebbero sempre i soli operatori (clienti) di borsa.

Proprio questo contratto, non potrebbe essere ricondotto allo schema tipico mediazione per il carattere *vincolato* dell'attività dell'intermediario che ha ricevuto l'ordine, poiché *discrezionale* si ritiene l'attività del mediatore.

Si riteneva dunque che l'ordine di borsa non poteva sostanzialmente essere inquadrato in nessuno dei contratti tipici regolati dal codice civile. Questa conclusione era chiaramente frutto dell'insufficienza dei dati normativi ad orientare l'interprete nella ricerca del modello giuridico di riferimento, cui far riferimento nella soluzione dei problemi determinati dalla natura giuridica dei contratti di borsa.

¹¹⁵ BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa*, op. cit., pag. 275.

Ed anche la giurisprudenza non troppo recente concludeva che l'ordine di borsa non potesse essere inquadrabile in alcuna delle categorie negoziali tipiche previste dal codice civile e, in particolare, né alla commissione, né a quello della mediazione né a quello del mandato (senza rappresentanza), configurando un contratto atipico, il quale, in difetto di una disciplina legislativa organica e compiuta, deve considerarsi regolato dalle consuetudini di borsa, rappresentanti usi giuridici "*praeter legem*"¹¹⁶.

Nella vigenza della legge 1/1991, la riconducibilità dell'attività di intermediazione allo schema del mandato era sostenuto, invero, pressoché pacificamente sia in dottrina che in giurisprudenza.

Tale tesi appariva corroborata segnatamente, dalla previsione dell'art. 13 della l. 1/1991 che disponeva circa la "diligenza del mandatario" come canone di comportamento dell'intermediario.

Secondo il più accreditato sostenitore¹¹⁷ di tale corrente di pensiero, i contratti di investimento inquadrano, come già si è avvertito, nello schema codicistico del conto corrente bancario, di cui all'art. 1852 ss. c.c., detto anche conto corrente di corrispondenza.

La Cassazione lo ha talvolta qualificato come un contratto misto di conto corrente e di mandato, in forza del quale la banca si obbliga a dare esecuzione alle disposizioni del cliente, utilizzando la provvista da questo fornita con un

¹¹⁶ Cass. n. 11834/95 in *Nuova giur. civ. comm.*, 1996, I, pag. 780 e ss.

¹¹⁷ GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e Imp.*, 3, 2005, pag. 889 e ss.

deposito o con un'apertura di credito¹¹⁸; e le norme sul mandato sono espressamente richiamate quanto alla responsabilità della banca per l'esecuzione degli incarichi ricevuti (art. 1856 c.c.).

Il contratto riprodurrebbe lo schema del mandato: qui del mandato ad acquistare o a vendere strumenti finanziari.

Pertanto, gli ordini del cliente alla banca sarebbero, nel senso dell'art. 1711 c.c., *istruzioni* del mandante al mandatario.

La banca, quale mandatario, si obbliga ad eseguire le istruzioni del cliente, suo mandante, acquistando o vendendo a seconda degli ordini ad essa impartiti. Si tratta, in particolare, di mandato senza rappresentanza: la banca acquista per ordine del cliente, ma in nome proprio (art. 1705 c.c.), a ciò autorizzata dal cliente ed è tenuta a ritrasferire al cliente gli strumenti finanziari acquistati, salvo il diritto di quest'ultimo di rivendicarli (art. 1706 c.c.).

Questo ritrasferimento è superfluo nel mandato senza rappresentanza avente per oggetto l'acquisto di cose mobili, quali sono gli strumenti finanziari, come è reso palese dal diritto di rivendica spettante al mandatario nei confronti del terzo.

L'acquisto dello strumento finanziario da parte del cliente della banca non è, perciò, l'effetto di un ulteriore contratto traslativo fra la banca e il cliente; non ha la causa di un ulteriore ed autonomo contratto bancario e non è soggetto alle relative norme; ripete la propria causa dal contratto di negoziazione, di cui costituisce adempimento.

¹¹⁸ GALGANO, *I contratti*, op. cit. pag. 892. Cfr. Cass., 27 luglio 1972, n. 2545, in *Dir. fall.*, 1973, II, pag. 310; Trib. Napoli, 10 settembre 1996, in *Banca borsa*, 1998, II, pag. 344, nonché Trib. Milano, 12 luglio 1984, in *Banca borsa*, 1986, II, pag. 95.

Appare di tutta evidenza, alla stregua di siffatta tesi, l'insostenibilità dell'assunto di fondo di diverse sentenze, pronunciate in relazione ai bond Argentina: quello secondo il quale gli ordini dell'investitore all'intermediario darebbero luogo ad altrettanti contratti di investimento, preceduti dal "contratto quadro" o "*master agreement*"¹¹⁹.

Secondo questa tesi l'ordine del cliente alla banca sarebbe un atto unilaterale esecutivo del mandato, non già una proposta contrattuale del cliente alla banca, e non richiede alcuna accettazione della banca diretta a perfezionare una compravendita¹²⁰.

La banca a sua volta, nell'acquistare sul mercato i titoli di cui all'ordine del cliente, pone in essere una prestazione esecutiva che vale come adempimento del contratto di negoziazione. Una compravendita di titoli c'è stata, ma è stata la compravendita stipulata dalla banca con il terzo fornitore dei titoli stessi, i quali sono entrati nel patrimonio del cliente, grazie al già ricordato meccanismo del mandato senza rappresentanza avente per oggetto cose mobili acquistate dal mandatario per conto del mandante (art. 1706 c.c.).

Negli interni rapporti fra banca e cliente, il contratto con il quale la prima si procura sul mercato i titoli sarebbe atto esecutivo del mandato, da essa posto in essere in adempimento delle istruzioni del mandante.

E si tratta di una fattispecie che ha molteplici applicazioni; si pensi, sempre in materia bancaria, al cd. castelletto di sconto: le singole operazioni di sconto non

¹¹⁹ Cfr. Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Corr. mer.*, 2005, pag. 1049, nonché Trib. Genova, 18 aprile 2005 in *Danno e resp.* 2005, 6, pag. 604-630.

¹²⁰ Trib. Mantova, 14 aprile 2005, in *Danno e resp.* 2005, 6, pag. 604-630.

sono nei rapporti fra banca e cliente, autonomi contratti di sconto, ma atti esecutivi del generale contratto intercorrente fra le parti ed avente ad oggetto il servizio di sconto.

Cosicchè non vi sarebbe ragione per distinguere tra l'ordine impartito dall'investitore all'intermediario e le istruzioni dettate dal mandante al mandatario nell'esecuzione del mandato, trattandosi in entrambi i casi di dichiarazioni non negoziali di volontà (c.d. determinative) cui fa seguito una mera attività esecutiva, “*che non si concreta in un ulteriore accordo tra le parti (proprio perché l'intermediario esegue e non accetta di eseguire l'ordine)*”¹²¹.

Si pensi inoltre al contratto di factoring: le singole cessioni di crediti del cliente alla società non sono altrettanti autonomi contratti di cessione di crediti, ma atti esecutivi del contratto di factoring. Si tratta insomma della ben nota categoria dei cd. *negozi di attuazione*, quali atti di volontà, talvolta individuali, talvolta bilaterali, esecutivi di un preesistente contratto intercorrente fra le parti e privi di una propria causa, trovando essi causa nel predetto preesistente contratto.

Solo successivamente alla riforma del 1998 si è andata delineando una nozione di contratto di investimento sempre più autonoma dal contratto di mandato, connotata da caratteri tipici, specie con riferimento all'introduzione degli obblighi di comportamento degli intermediari¹²², anche in considerazione che

¹²¹ Trib. Catania, est. Paternò Raddusa, 21 ottobre 2005, R.G. 2874/04, *inedita*, testo integrale in www.ilcaso.it.

¹²² INZITARI – PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, *op. cit.*, pag. 14 e ss. secondo cui “Con il tempo, sia in dottrina che in giurisprudenza si è cominciato a dubitare della correttezza di tale qualificazione, dubbi vieppiù aumentati e consolidatisi successivamente alla riforma attuata con l'entrata in vigore del TUF e del relativo regolamento di attuazione che ha più dettagliatamente specificato la disciplina gli obblighi comportamentali

l'art. 23 comma 6 del TUIF non richiama più la diligenza del mandatario, bensì introduce un modello comportamentale più elastico, consistente nella “*specificata diligenza richiesta*” (mentre in ogni ipotesi di gestione di affari altrui, le fattispecie appaiono caratterizzate dalla diligenza richiesta in tema di mandato dagli artt. 1710 ss. c.c.¹²³).

Dunque, concludendo, se si adotta la qualificazione in termini di mandato, sia pure non esaustiva dei diversi profili del rapporto posto in essere, l'ordine del cliente sarebbe privo del carattere della negozialità, in quanto costituisce atto unilaterale esecutivo del mandato, ed in particolare l'istruzione del mandante al mandatario.

Sebbene il TUF del 1998, come già anticipato, abbia allentato i legami tra i contratti di investimento (elencati all'art. 1 comma 5°) da un lato e il mandato e la commissione dall'altro, la giurisprudenza ha più volte riconosciuto nel contratto di mandato, l'archetipo di tutte le fattispecie di gestione nell'interesse altrui¹²⁴, tanto con riferimento al servizio di gestione portafogli di investimento su base individuale, quanto con riferimento alla stessa negoziazione¹²⁵, in cui

imposti agli intermediari, delineando in questo modo una serie di caratteri tipici dei contratti di investimento che consentono oramai di considerarli autonomamente e separatamente rispetto alla figura del mandato...Pare certo... che la loro riconduzione allo schema di contratto di mandato sia molto riduttiva rispetto alle diverse complessità che caratterizzano i contratti di investimento e, soprattutto, rispetto alle molteplici regole di condotta ed ai numerosi obblighi informativi imposti all'intermediario della normativa di settore”.

¹²³ Cass. civ., sez. I, n. 28260 del 20 dicembre 2005, in *Mass. Giust. civ.* 2005, n. 12.

¹²⁴ In termini generali SANTORO, *Gli obblighi dell'incaricato nella trattazione d'affari per conto nel sistema tedesco e in quello italiano*, in *Riv. dir. civ.* 1994, I, pag. 639 e ss.

¹²⁵ Cass. n. 2336/99, in *Giust. civ.*, 1999, I, 2333. Fra le sentenze di merito si segnalano Trib. La Spezia del 27 novembre 1999, in *Giust.*, 2000, pag. 809, Trib. Palermo del 16 marzo 2005 in *Foro it.* 2005, I, pag. 2539 .

certamente, e a differenza del primo, non può certo sostenersi che l'attività gestoria ne rappresenti un connotato essenziale.

Il confronto, in verità, dovrebbe essere effettuato in maniera più analitica in relazione ai singoli tipi o sottotipi di contratti di investimento e di gestione collettiva del patrimonio, dato che mentre per alcune figure negoziali (ad esempio, la negoziazione per conto terzi) deve ammettersi una sostanziale identità, per altre figure (come, ad esempio, la gestione su base individuale¹²⁶ di portafogli di investimento e alcune di operazioni di collocamento di strumenti finanziari nonché le gestioni di fondi comuni di investimento) può riconoscersi solo una generica colorazione funzionale di tipo gestorio, e per altre figure ancora (in particolare, le negoziazioni per conto proprio) deve invece escludersi qualsiasi connotazione gestoria¹²⁷.

La prima critica che viene mossa alla tesi che riconduce l'attività di intermediazione al mandato è, quindi, di tipo strettamente empirico: se l'attività gestoria, infatti, consiste tipicamente nel *potere- dovere* di un soggetto di amministrare un dato patrimonio altrui, in senso economico e non giuridico, e quindi in un'attività decisionale, ebbene siffatto potere sembra difettare nel servizio di negoziazione, sino ad annullarsi del tutto nel servizio di ricezione ordini, in cui comunque il potere di incidere da parte dell'intermediario nella

¹²⁶ COSSU, *La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002, pag. 197 e ss., in cui il "portafogli" viene peraltro definito come "un insieme di valori fungibili, quali sono il denaro e gli strumenti finanziari, rispetto ai quali coesistono un vincolo di indisponibilità del valore del coacervo e una libertà di alienazione delle specie ivi presenti". L'A. non sembra dubitare della tipicità di del contratto di gestione, né della sostanziale riconducibilità allo schema del mandato della fattispecie delineata dal TUF.

¹²⁷ LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in GRANELLI E STELLA (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza*, Milano, 2007, pag. 44.

scelta dell'investimento da effettuare, sembra sussistere solo nell'ipotesi in cui quest'ultima si riveli potenzialmente pericolosa per l'interesse del cliente.

Così come la loro riconduzione allo schema di contratto di mandato appare molto riduttiva rispetto alle diverse complessità che caratterizzano i contratti di investimento e, soprattutto, rispetto alle molteplici regole di condotta ed ai numerosi obblighi informativi imposti all'intermediario della normativa di settore¹²⁸.

In primo luogo, la stessa possibilità che l'intermediario, in obbedienza alla regola che comporta una valutazione preliminare sull'adeguatezza (ovvero appropriatezza) dell'operazione finanziaria ordinata, decida di non dare seguito a questa costituisce a ben vedere un ostacolo alla tesi che nega il carattere negoziale dell'ordine.

In verità, una manifestazione di volontà c'è ed è inequivocabile: se così non fosse, se allora, come è stato sostenuto da più parti, l'attività posta in essere a valle del master agreement abbia carattere meramente esecutivo rispetto a quest'ultimo, dovrebbe affermarsi la tesi consequenziale che 1) l'ordine impartito sia diretta esplicitazione del programma fissato dal contratto "quadro" e dunque siffatta valutazione da parte dell'intermediario dovrebbe avvenire in quel momento contrattuale; 2) ovvero che l'intermediario non potrebbe essere ritenuto responsabile delle scelte di investimento comunque decise dal cliente.

Quanto alla considerazione *sub 1)*, è sufficiente prendere visione dei contratti stipulati dagli intermediari bancari più importanti per rendersi conto che è vero

¹²⁸ INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente*, op. cit., pag. 30 e ss.

l'esatto contrario, ossia che i "contratti di prestazione di servizi di investimento" (così, IntesaSanpaolo s.p.a.) sono redatti indistintamente per tutti i *tipi* di servizi e per tutti le *tipologie* di prodotti o di clienti.

Possiedono, dunque, un contenuto fortemente de-personalizzato, composto da moduli e formulari da cui non si può in alcun modo desumere quale *servizio*, e per quali *prodotti*, effettivamente il cliente intenderà servirsi dell'intermediario.

Ecco allora che l'ordine rappresenta il momento saliente dell'intera disciplina sull'intermediazione finanziaria: dalla parte del cliente, esso costituisce volontà di avvalersi di *quei servizi* e a *quelle condizioni* descritte nel *master agreement*, per un determinato tipo di prodotto; dalla parte dell'intermediario, esso segna il momento in cui si cristallizzano le regole di comportamento, dovendo questi formulare un giudizio (implicito od esplicito) circa la conformità del servizio o prodotto richiesto con il profilo di rischio del cliente, in ragione dell'*expertise* tipica dell'attività posta in essere.

Ancora correttamente si afferma, sin dall'entrata in vigore della l. 1/1991 che la stipulazione del contratto scritto tra intermediario e cliente non dà vita ad alcun obbligo di prestazione¹²⁹: da un lato quest'ultimo nasce quando nel rapporto già instauratosi (c. d. "contratto-cornice") si innesti il rapporto attinente ad una specifica operazione richiesta dal cliente all'intermediario.

¹²⁹ CASTRONOVO, *Il diritto civile nella Legislazione nuova*, in *Banca borsa*, I, 1993, pag. 300 e ss., secondo cui la responsabilità da informazione non veritiera sarebbe una responsabilità di stato, che da luogo ad un particolare tipo di responsabilità contrattuale, diversa dalla responsabilità da inadempimento: si tratterebbe della responsabilità da obbligazione senza prestazione, in forza della quale il soggetto qualificato dal particolare *status* professionale "è tenuto verso i terzi alla perizia e diligenza previste dall'art. 1176 c.c., anche se non è obbligato a nessuna prestazione nei confronti di colui che ha chiesto l'informazione.

Ove se ne voglia una conferma, basterebbe riflettere che dalla stipulazione del contratto scritto può non nascere alcun obbligo di prestazione da parte del cliente, almeno fin quando quest'ultimo non abbia deciso l'operazione da richiedere all'intermediario. Questo esclude pure che un obbligo di prestazione nasca dal contratto scritto in capo all'intermediario, per la natura sinallagmatica del rapporto posto in essere.

Si rileva inoltre, che il contratto scritto, una volta stipulato, rimane a disciplinare il rapporto tra intermediario e cliente per tutte le successive operazioni attinenti all'intermediazione: esso instaura così quella che la dottrina tedesca chiama "relazione contrattuale corrente" la quale "non è generata da un contratto foriero di prestazioni ma funge da reticolo di base nel quale si inseriscono i singoli rapporti operativi ogni volta che siano effettivamente voluti dalle parti"¹³⁰.

Non a caso, peraltro, la dottrina tedesca adopera tale categoria dogmatica con riguardo al "contratto bancario generale", in cui la banca si obbliga a indicare i servizi che intende offrire e le relative condizioni alle quali si atterrà, mentre il cliente si limita a prendere atto di questi al momento in cui deciderà di compiere una determinata operazione. Pertanto, solo riconoscendone la natura negoziale, l'ordine può assumere l'efficacia determinativa dell'oggetto contrattuale¹³¹, fino a tal momento assente a causa dell'eccessiva genericità del master agreement.

¹³⁰ Così CASTRONOVO, *Il diritto civile, op. cit.*, pag. 310.

¹³¹ SCODITTI, *Intermediazione finanziaria e formalismo, op. cit.* pag. 190, secondo cui "se l'ordine è impartito per iscritto, per la determinazione dell'oggetto negoziale può farsi riferimento all'atto posto successivamente alla conclusione del c.d. contratto quadro. Il rispetto del requisito di forma di cui all'art. 23 d.lgs. n. 58 del 1998..., in relazione ad un ordine di borsa che contempra una tipologia di strumento finanziario non prevista dall'originario contratto intervenuto fra intermediario e cliente, è così garantito dalla forma scritta dell'ordine".

Ciò comporta, rispetto alla considerazione *sub* 2), che è giustamente l'intermediario ad essere responsabile delle scelte di investimento poste in essere dal cliente, sempreché venga meno ad uno dei suoi doveri di comportamento e che comunque su questi incombe l'onere della prova liberatoria.

Ciò non significa tuttavia che il modello legale del mandato debba essere respinto *in toto*.

Infatti, come sovente è stato affermato in giurisprudenza lo schema relativo alla negoziazione di strumenti finanziari, pur se non esaustivamente riconducibile alle figure codicistiche del mandato o della commissione¹³², trova tuttavia in questi tipi contrattuali forti momenti di analogia che divengono punti di assoluta identità con specifico riguardo agli ordini impartiti dall'investitore e portati ad esecuzione dall'intermediario in forza dell'incarico conferito a monte. Più precisamente, i particolari obblighi imposti normativamente agli intermediari, icasticamente riassunti nella sinergia tra gli obblighi di informarsi, di informare e di non effettuare operazioni non adeguate si sostanziano in regole di condotta sicuramente più stringenti rispetto a quelle dettate dal codice civile in punto ai doveri di correttezza, lealtà e diligenza chiesti al mandatario.

Ad avviso di chi scrive, sebbene il mandato appaia oggi più che mai un tipo contrattuale di complessa applicazione ai rapporti di impresa,¹³³ a causa di un progressivo affinamento dell'interpretazione giuridica sulle problematiche dell'agire per conto altrui, non può disconoscersi l'utilità che offre all'interprete

¹³² Cfr., per un'analisi storica della dottrina, cfr. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa*, op. cit., pag. 281 e ss.

¹³³ Cfr. i rilievi critici espressi da DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, pag. 97 e ss.

nella ricostruzione del fenomeno, specie per quanto attiene al meccanismo delineato dagli artt. 1705 e 1706 c.c. in assenza di un atto di ritrasferimento degli strumenti finanziari eventualmente acquistati dall'intermediario per conto del cliente.

6. Casistica giurisprudenziale; il difetto di forma del master agreement e degli ordini;

L'accoglimento, o meno, dell'una piuttosto che dell'altra tesi determina non poche conseguenze sul piano applicativo, specie con riferimento all'esatto rispetto degli obblighi formali imposti dalla legge.

Un primo indirizzo, peraltro minoritario, ha accolto la tesi più "rigorosa", cui hanno aderito diversi Giudici di merito¹³⁴, secondo cui "*L'art. 23 d.lgs. n. 58/1998, che prescrive ad substantiam il rispetto della forma scritta per i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, comminando espressamente la sanzione della nullità per il mancato rispetto di tale requisito formale, è applicabile non solo al contratto quadro, bensì anche ai singoli ordini di borsa*".

Secondo la Corte d'Appello di Venezia¹³⁵ il requisito della forma scritta *ad substantiam* è previsto dall'art. 23 del T.u.f. non solo per il c.d. contratto quadro, in base al quale l'intermediario si obbliga a prestare il servizio di investimento, ma anche per i *contratti* di acquisto dei singoli strumenti finanziari, implicitamente accogliendo dunque la tesi negoziale dell'ordine di borsa.

¹³⁴ *Ex multis*, cfr. Trib. Torino 30.05.05 in *Giur. it.*, 2005, pag. 1857.

¹³⁵ Sent. del 19 novembre 2007, n. 1566, Pres. Carbone, R. G. 571/2006, *inedita*, testo integrale disponibile su www.ilcaso.it.

Così, anche il Trib. di Genova¹³⁶ ha affermato che “il rispetto della forma scritta è necessario anche per i singoli ordini di borsa e non solo per il mandato di investimento”, con ciò ponendosi sulla scia aperta da Trib. Milano¹³⁷.

Tuttavia, la sentenza sostiene che gli obblighi formali di cui all’art. 30 del Reg. CONSOB n.11522/98 riguardano non solo il “*contratto quadro*” ma *anche i singoli ordini*: invero, sia sotto la vigenza della l. 1/1991, sia a seguito dell’entrata in vigore del T.U.F., la forma scritta a pena di nullità è imposta non solo con riferimento al contratto con cui viene regolato il rapporto, ricondotto al “mandato”, intercorrente tra cliente e Banca per la trasmissione degli ordini di borsa (com’era da intendersi nell’originaria previsione dell’art.6 L. n.1/1991), *ma anche dei singoli ordini esecutivi* del mandato; ciò si ricaverebbe sia dal tenore letterale della nuova normativa, che fa riferimento “*ai contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento*”(art.23 T.U.F.), sia dalla *ratio* della normativa posta a tutela dei risparmiatori: è l’esigenza di assicurare la *massima certezza* sull’operato degli intermediari e di salvaguardare la *trasparenza* nei rapporti con i consumatori. Tali esigenze non potrebbero che riguardare sia i *contratti-quadro*, sia i *singoli ordini*¹³⁸.

¹³⁶ Sent. n. 2525 del 26 giugno 2006, Pres. Vigotti, R.G. 9093/05, *inedita*, testo integrale disponibile su www.ilcaso.it.

¹³⁷ Sent. del 07.10.04, in *Giur. it.*, 2005, pag. 754.

¹³⁸ Secondo ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risarcimento*, *op. cit.*, pag. 626, “si potrà convenire che: la citata norma del Regolamento Consob individua nella previa conclusione di apposito contratto quadro un requisito di legittimazione dell’intermediario a fornire servizi di investimento ai propri clienti; la conclusione col cliente di un contratto per la vendita di titoli (mediante accettazione ed esecuzione del relativo ordine) è, precisamente, fornitura di un servizio di investimento (di negoziazione o raccolta ordini); in mancanza del contratto quadro, la banca non era quindi legittimata (forse può dirsi: era priva di capacità giuridica) ad accettare ed eseguire l’ordine di acquisto del cliente, concludendo con lui il relativo contratto; pertanto, il singolo contratto di acquisto dei titoli in mancanza di contratto quadro è nullo. Ma allora la

Sullo stesso senso, il Tribunale di Lodi¹³⁹ ha statuito che la disposizione dell'art. 23 del d.lgs. n. 58/98 che prevede la sanzione della nullità per la violazione della forma dei contratti relativi ai servizi di investimento riguarda tanto i cd. *contratti quadro quanto i singoli ordini* di negoziazione impartiti dai clienti: sarebbero pertanto nulli gli ordini privi della forma scritta qualora questa sia prevista dal contratto.

In alcune pronunce si legge peraltro che l'art. 23 del T.U.F. ricolleggerebbe la sanzione della nullità dell'ordine non solo al mancato rispetto della forma scritta, ma più in generale alle “*forme prescritte*” e cioè *anche le altre forme* previste dal Regolamento CONSOB (*id est: ordine telefonico debitamente registrato e ordine on line, purchè conservato negli archivi* informatici della Banca) e che si riferiscono espressamente ai *singoli* ordini di acquisto.

Diversa l'opinione dell'Autorità di vigilanza. La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ha recentemente chiarito, con un atto di *moral suasion*¹⁴⁰, che, sulla premessa secondo cui l'attuale sistema risulta dominato il principio di libertà delle forme, il requisito della forma scritta *ad substantiam* è espressamente previsto dalla disciplina in materia di servizi di investimento per la conclusione dei contratti – quadro (*sic!*).

In particolare, secondo la CONSOB, ai sensi dell'art. 39 della direttiva di secondo livello 2006/73, recante modalità di esecuzione dei paragrafi 1 e 7 dell'art. 19 della direttiva 2004/39, “*gli Stati membri prescrivono all'impresa di investimento*

nullità, propriamente, deriva non già da violazione del requisito di forma dell'art. 23 tuf, bensì dal contrasto con la norma imperativa di cui all'art. 30, comma 1 Reg. Consob n. 1 15221/1998”.

¹³⁹ Sent. n. 665 del 2 ottobre 2008, Pres. Crivelli, R.G. 3865/08, *inedita*, testo integrale disponibile su www.ilcaso.it.

¹⁴⁰ Comunicazione DIN/10047146 del 21 maggio 2010, in www.consob.it.

che fornisce servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti ad un nuovo cliente al dettaglio per la prima volta dopo la data di applicazione della presente direttiva di concludere un accordo di base scritto, su carta o altro supporto durevole, con il cliente, in cui vengano fissati i diritti e gli obblighi essenziali dell'impresa e del cliente”.

Coerentemente a tale impostazione, la normativa italiana adottata in recepimento della MiFID non prevede alcun requisito formale per la disposizione di ordini, ma si limita a stabilire che il contratto, ai sensi della lett. c) del comma 2 dell’art. 37 del Regolamento CONSOB n. 16190/2007, “*indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni*”.

Così, risulterebbe la piena conformità alla normativa di riferimento non solo di un ordine impartito telefonicamente¹⁴¹, ma anche di un ordine inoltrato elettronicamente.

Con particolare riguardo al conferimento in via elettronica dei singoli ordini di compravendita, L’Autorità rileva che pur non essendo imposti dalla normativa di settore particolari e specifici metodi di identificazione informatica, l’intermediario dovrà apprestare meccanismi comunque idonei a garantire la corretta riconducibilità delle singole disposizioni ai clienti¹⁴².

¹⁴¹ Come già espressamente evidenziato nella Comunicazione n. DIN/5055217 del 3 agosto 2005, in www.consob.it.

¹⁴² In sostanza, il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, come già prima il d. lgs. n. 415/1996, pur prescrivendo a pena di nullità la forma scritta per i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento (contratti-quadro), nessuna forma vincolata prevede per l’ordine di acquisto (Trib. Roma 31 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2538). sembra chiaro, quindi, che viene lasciata alle parti contraenti la libertà di individuare le modalità con cui il cliente deve impartire gli ordini. Questo pensiero è, di fatti, fatto proprio dall’orientamento ormai consolidato della giurisprudenza di merito. In alcune pronunce, tale disposizione, che rimette all’autonomia delle parti la libertà di stabilire la forma per i singoli ordini di acquisto, avrebbe significato fintanto che la forma scritta per i singoli ordini non sia prevista dalla legge *ad*

Diversamente, taluni giudici di merito sono orientati nel riconoscere la natura negoziale degli ordini indipendentemente dalla riconduzione o meno allo schema del mandato della disciplina sull'intermediazione finanziaria. Ma v'è di più: si è sostenuto dunque il rigorismo degli oneri formali con una interpretazione estensiva dell'art. 23 del T.U.F. includente tanto il c.d. master agreement quanto i singoli contratti a valle.

Tale tesi tuttavia non sembra particolarmente degna di pregio.

L'omessa registrazione degli ordini di borsa su supporto magnetico o elettronico, così come prescritto dal regolamento, può fondare la responsabilità dell'intermediario sul piano amministrativo, rimessa all'accertamento dell'autorità di vigilanza, ma non dovrebbe rilevare sulla validità dell'investimento nel rapporto con il cliente¹⁴³.

Analoga conclusione con riferimento al caso in cui le parti convengano pattiziamente, nel *master agreement*, una determinata forma per la comunicazione degli ordini, dalla giurisprudenza¹⁴⁴ ritenuta rilevante solo ai fini probatori, mentre certa dottrina ritiene applicabile l'art. 1352 c.c., dunque ai fini della validità degli stessi almeno in via presuntiva¹⁴⁵.

substantiam. Ed in effetti, se anche per i singoli ordini impartiti dall'investitore, il legislatore avesse pensato alla forma scritta pena la nullità, non avrebbe successivamente predisposto una norma trasferente all'autonomia privata dei contraenti la possibilità di decidere con quali modalità potere impartire gli ordini e le istruzioni", cfr. INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente*, *op. cit.*, pag. 5.

¹⁴³ In senso conforme, Appello Torino n. 1716 del 27 novembre 2008, Pres. Bonadies, R. G. 2627/05, *inedita*, testo integrale disponibile su www.ilcaso.it.

¹⁴⁴ Trib. Milano n. 494 del 26 aprile 2007, Pres. Vanoni, R.G. 11345/06, *inedita*, testo integrale disponibile su www.ilcaso.it.

¹⁴⁵ INZITARI- PICCININI, *La tutela del cliente*, *op. cit.*, pag. 9; Appello Brescia n. 739 del 20 giugno 2007, *cit.*

Emblematico appare il mutamento di indirizzo sorto in seno al Tribunale di Firenze. Una prima pronuncia¹⁴⁶ ha riconosciuto nel singolo “ordine” una vera e propria proposta di contratto di mandato, che si concluderebbe, poi, ex art. 1327 c.c. mediante l’esecuzione, consistente nell’acquisto, o trasferimento, dei titoli. Tuttavia, meno di un anno dopo¹⁴⁷, il Tribunale toscano ha cambiato il precedente orientamento statuendo che “In tale ricostruzione, l’ordine di acquisto dei singoli titoli da parte del cliente non è una proposta di mandato, ma un’istruzione del mandante al mandatario per l’esecuzione del mandato, annoverabile nella categoria dei cd. negozi d’attuazione. Non appare quindi nemmeno astrattamente configurabile una nullità del singolo ordine di acquisto poiché la singola negoziazione non è un atto di autonomia dotato di una propria causa, ma un negozio di attuazione del mandato”.

¹⁴⁶ Sent. 18 ottobre 2005, Pres. Breggia, in *Giur. mer.*, 2007, 1, con nota di BARENGHI, *Mancata stipulazione del contratto quadro e nullità degli ordini di acquisto*, pag. 49 e ss.

¹⁴⁷ Sent. n. 2050 del 29 maggio 2006, Pres. Valeriani, R.G. 2781/05, *inedita*, testo integrale disponibile su www.ilcaso.it.

CAPITOLO III

1. La responsabilità dell'intermediario nel diritto statunitense.

La relazione tra broker ed investitore, come già visto (cap. I), viene ricondotta alle relazioni di agenzia a partire dal XIX secolo¹⁴⁸.

Storicamente la *fiduciary law* si è sviluppata in relazione all'*agency* ed ai suoi obblighi che vanno dal dovere di lealtà e buona fede al dovere di diligenza.

Al riguardo occorre ricordare le due teorie elaborate dalla giurisprudenza delle corti statunitensi: la *Shingle Theory* e la *Fiduciary Theory* in grado di ricondurre i doveri fiduciari in capo agli intermediari.

La *Shingle Theory* (detta anche *misrepresentation theory*) si basa sul principio di professionalità dell'intermediario e fu applicata la prima volta nel 1939 in un procedimento disciplinare della SEC (Securities and Exchange Commission): il broker-dealer è assoggettato ai doveri di fedeltà e diligenza connessi all'attività svolta se costui abbia iniziato a prestare servizi di investimento rendendo pubblica la propria attività¹⁴⁹.

Si pone molto l'accento sul dovere di informazione per rendere consapevole l'investimento: la legislazione federale americana ha come obiettivo proteggere chi non conosce le regole del mercato.

Corollario di questi doveri sarà pertanto eseguire l'operazione al miglior prezzo praticabile sul mercato: ovviamente non si tratta delle migliori condizioni in assoluto o in astratto, ma bensì quelle che ragionevolmente ci si aspetta da un

¹⁴⁸ SARTORI, *L'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. crit. dir. civ.*, 2001, I, pag. 607.

¹⁴⁹ Cfr. *Charles Hughes & Co., Inc. v. SEC*.

intermediario fedele e professionale alla luce delle condizioni concretamente esistenti e praticabili sul mercato.

Da questa teoria la dottrina americana ha desunto i capisaldi degli obblighi facenti capo all'intermediario: dovere di eseguire *promptly* gli ordini del cliente, dovere di rispettare le istruzioni ricevute dal cliente, divieto di compiere eccessive operazioni sul conto del cliente in relazione agli obiettivi di investimento, dovere di informarsi sulle caratteristiche del cliente (*know the securities rule*) e sulla sua situazione finanziaria (*know your customer rule*) per valutare l'adeguatezza dell'operazione (*suitability rule*).

La *rule 10b-5* della SEC (*Employment of Manipulative and Deceptive Practices*), in materia di frodi relative alla compravendita di valori mobiliari, anche alla luce dell'interpretazione della Corte Suprema, esprime una *general antifraud provision*, una clausola generale emanata dalla SEC nell'esercizio del suo potere di regolamentazione, applicabile a tutte le frodi in transazioni su valori mobiliari (c.d. *catch-all provision*). In particolare: “*E' illecito per chiunque impiegare, direttamente o indirettamente, ogni mezzo o strumento del commercio interstatale o della posta o messo a disposizione da qualsiasi borsa valori nazionale a) per realizzare qualsiasi espediente, schema o artificio con intento fraudolento, b) per rilasciare false dichiarazioni su circostanze di fatto rilevanti od omettere di riferire fatti essenziali in grado di evitare, alla luce della situazione in cui vengono resi, dichiarazioni ingannevoli, c) per compiere qualsiasi atto, pratica od operazione che determini o possa determinare una frode o un'induzione in errore, in riferimento all'acquisto o alla vendita di qualsiasi titolo*”.

In proposito, vale forse la pena precisare che gli elementi costitutivi della *Rule 10b-5*¹⁵⁰, che viene considerata una colonna portante della *U.S. Securities Regulation*, come modificati dal *Private Securities Litigation Act* del 1995 (PSLA)¹⁵¹, possono essere così individuati: (i) “*Material misinformation*”: elemento che ricorre quando, ad esempio, l’intermediario (o l’analista) fornisce al cliente una rappresentazione falsa (o comunque inesatta), o omette fatti rilevanti, con riferimento ad un’operazione finanziaria che interessa l’investitore¹⁵²; (ii) “*Scienter*”: “*a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud*”: ossia quando, seguendo sempre il medesimo esempio, l’intermediario conosce (o avrebbe dovuto conoscere) la reale situazione dell’operazione finanziaria ed è consapevole che l’investitore potrebbe fare affidamento sulla “*misinformation*”; (iii) “*Reliance*”: l’investitore, in effetti, fa affidamento sulla “*misrepresentation*” per decidere sull’operazione finanziaria; (iv) “*Causation*”: l’investitore ha subito reali perdite causate direttamente dalla “*misrepresentation*”; (v) “*Damages*”: i danni risarcibili: al riguardo, si precisa che la *Rule 10b-5* non prevede i cd. “*Punitive Damages*”.

¹⁵⁰ Introdotta nella regolamentazione degli anni '30 al fine di limitare il ricorso al *judge-made law*, proprio della tradizione giuridica anglosassone, nella materia delle frodi economiche. Con la regolamentazione vengono cioè radicalmente limitate forme di interpretazione creativa, principi appunto dalla cui applicazione sostanzialmente discrezionale da parte dei giudici derivava un’insostenibile incertezza del diritto.

¹⁵¹ Scopo delle modifiche apportate dal PSLA (che in sostanza ha prescritto l’allegazione di fatti dettagliati da cui trarre una solida prova del richiesto requisito soggettivo) è principalmente quello di ridurre, attraverso meccanismi di ordine processuale e probatorio, il rischio dei “*frivolous suits*” finalizzati a costringere, sotto la minaccia di lunghi processi e rischi di danni reputazionali, emittenti o intermediari finanziari, considerati *deep pockets*, a onerose transazioni.

¹⁵² ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale L.J.*, vol. 107, 1998, p. 2359; Id., *The Need for Competition in International Securities Regulation*, in *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 2, 2001, p. 387; Id., *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, *The AEI Press*, 2002.

Le norme di condotta nell'esercizio dei servizi di investimento consistono invece in regole di diligenza e precetti dettagliati, ispirati a principi di imparzialità ed equità¹⁵³, cui gli intermediari finanziari devono attenersi nello svolgimento della loro attività, in ragione della loro obbligatoria appartenenza alla organizzazione¹⁵⁴.

Tra queste norme assume importanza centrale, ai fini della valutazione della correttezza della prestazione dell'intermediario, la regola della *suitability*: ossia l'obbligo dell'intermediario di valutare l'adeguatezza dell'investimento proposto rispetto al profilo di investitore del proprio cliente¹⁵⁵.

La dottrina e la giurisprudenza prevalente, tuttavia, argomentando dalla natura autoorganizzativa di questa come delle altre regole di condotta, sono portate sostanzialmente ad escludere che dalla loro violazione (ferme restando le sanzioni disciplinari) possa derivare di per sé anche una responsabilità civile diretta verso gli investitori privati¹⁵⁶.

Ne consegue, pertanto, che anche in questi casi la *Rule 10b-5* costituisce la norma di protezione posta a fondamento dell'eventuale obbligo risarcitorio¹⁵⁷.

¹⁵³ *Nasd Rule 2110*.

¹⁵⁴ 15 USC 78o(b)(8).

¹⁵⁵ *Nasd Rule 2310*.

¹⁵⁶ Cfr. *In Re VeriFone Sec. Litig.*, 11 F 3d, 865 (9th. Cir. 1993) e *Porter v. Shearso*.

¹⁵⁷ L'indagine di rilievo per una presunzione di affidamento in un caso di *securities fraud* non attiene alla circostanza che il mercato del titolo sia efficiente, ma alla circostanza che le informazioni inesatte o le omissioni abbiano avuto influenza sul prezzo di quel titolo", cfr. MACEY, G.P. MILLER, M.L. MITCHELL, J.M. NETTER, *Lessons From Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, in *Va. L. Rev.*, vol. 77, 1991, pag. 1017 e ss.

L'investitore potrebbe anche non aver cambiato la propria strategia nel caso in cui l'informazione corretta gli fosse stata nota: avrebbe soltanto compravenduto ad un prezzo diverso. Senza la necessità di appoggiarsi alla "*efficient capital market hypothesis*", lo schema causale nei mercati finanziari si può sostanzialmente reggere sul tema della *materiality*. La responsabilità civile deriva dalla violazione degli obblighi di informazione posti dalla legge e dalla diffusione di informazioni inesatte capaci di influenzare il prezzo del titolo.

Atteso il carattere di clausola generale della *Rule 10b-5*, è tuttavia necessario individuare, tra le diverse fattispecie che si possono delineare, le specifiche situazioni giuridiche che meritano di essere tutelate, al fine di poter determinare in concreto l'ambito del danno ingiusto.

Molti ritengono che il criterio da utilizzare, per individuare le situazioni giuridiche da tutelare, sia la possibilità o meno di qualificare come “*fiduciary*” la relazione investitore-intermediario: ossia quando quest'ultimo gode di una certa discrezionalità nella scelta degli investimenti del proprio cliente. Una volta valutata la relazione come “*fiduciary*”, la violazione delle conseguenti regole di correttezza e diligenza si traduce nelle “*manipulative and deceptive devices*” di cui alla *Rule 10b-5* e comporta a carico dell'intermediario conseguenti obblighi risarcitori.

Da quanto appena dedotto emerge, dunque, un quadro normativo basato sostanzialmente su una norma generale (la *Rule 10b-5*) e privo di una normativa speciale: ciò che ha costretto la giurisprudenza a svolgere un ruolo suppletivo, elaborando un'ampia casistica in base alle varie situazioni che si sono create nell'ambito dei servizi di investimento.

Seguendo l'ampia casistica giurisprudenziale, si può ricavare che il presupposto della responsabilità dell'intermediario verso il cliente è la mancanza di un idoneo flusso informativo che consenta a quest'ultimo di effettuare consapevoli scelte di investimento. Tale carenza si concretizza principalmente (*i*) nel cd. *Churning*, quando viene posto in essere dal *broker* un *trading* eccessivo sul portafoglio del

cliente per generare commissioni senza che quest'ultimo ne sia consapevole, ovvero (ii) nella cd. *Unsuitability*, quando vengono eseguite operazioni inadeguate rispetto al profilo dell'investitore, senza che il cliente abbia ricevuto una completa e comprensibile descrizione dei rischi connessi.

Con riguardo alla prima ipotesi, la natura fraudolenta della condotta dell'intermediario viene presunta per l'esistenza del conflitto di interessi, nella relazione con il cliente, per la determinazione dell'importo delle commissioni, sicché, una volta accertata la movimentazione eccessiva (e quindi l'illiceità della prestazione), e la mancanza del consenso informato dell'investitore, emerge in modo oggettivo la responsabilità dell'intermediario, senza la necessità di indagare sul rapporto di causalità.

Con riferimento al secondo caso, invece, si deve precisare che l'antigiuridicità della fattispecie si ricava non soltanto dalla realizzazione di un'operazione inadeguata: ma ad essa si deve aggiungere l'inadempimento dell'obbligo di informazione circa la presenza di conflitti di interesse e/o comunque di rischi incompatibili con il profilo di investitore del cliente.

Per quanto concerne la misura del danno risarcibile, viene privilegiato, rispetto al rimedio restitutorio, il ricorso al nesso di causalità, individuando così, quale *quantum* da risarcire, solo quella parte di perdita economica che sia stata effettivamente provocata dalla condotta omissiva dell'intermediario.

Alla luce di quanto sopra, si evince pertanto che la disciplina statunitense è chiara nel prevedere il risarcimento dei danni quale rimedio sanzionatorio conseguente alla violazione delle norme di condotta, e altrettanto chiara nell'evitare qualsiasi tipizzazione legale dei servizi di investimento: offrendo in

questo modo il vantaggio di una notevole elasticità e adattabilità rispetto a servizi di investimento e prodotti finanziari soggetti a continua evoluzione e quindi difficilmente inquadrabili in schemi predeterminati.

Diversamente, il legislatore europeo non ha preso un'espressa posizione in merito ai rimedi applicabili in caso di violazione delle norme di condotta da parte degli intermediari finanziari, contribuendo così a mettere a rischio l'applicazione uniforme della disciplina di settore all'interno dell'Unione Europea.

2. Le regole di comportamento degli intermediari finanziari nell'era post MIFiD¹⁵⁸.

L'affermarsi di un corpo organico di norme a presidio della correttezza e della trasparenza dei comportamenti delle imprese di investimento nei riguardi della clientela risale a una stagione di riforme che ha investito i principali paesi europei a cavallo tra gli anni ottanta e novanta dello scorso secolo.

Nel corso degli anni a seguire le esigenze d'integrazione dei mercati finanziari europei hanno indotto il legislatore comunitario a intervenire a più riprese per dare un assetto normativo uniforme alla materia. Prima con la direttiva n. 93/22 e quindi con la più recente direttiva n. 39/04 (c.d. direttiva MiFID) e le direttive esecutive, in vigore in Italia dal novembre 2007.

Nel contesto delineato si coglie allora la rilevanza delle regole di condotta (di matrice informativa, per l'appunto) che gravano gli intermediari nei loro rapporti

¹⁵⁸ Per una compiuta descrizione delle modifiche introdotte dalla direttiva cfr. MACCARONE e SALINI, Schema di decreto legislativo recante: "*Recepimento della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio*", in www.consob.it.

con la clientela¹⁵⁹; il cui obiettivo è a questo punto oltre modo chiaro: nella prospettiva economica rimuovere l'asimmetria informativa evitando inefficienze di mercato; nella prospettiva giuridica eliminare una disuguaglianza sociale all'interno del contratto, ripristinando la libertà contrattuale effettiva di entrambi i paciscenti.

L'idea, utilizzando gli schemi tradizionali, è quella di creare i presupposti per una relazione contrattuale giusta ove una parte, quella informata, non può approfittare del vantaggio conoscitivo a danno dell'altra. Efficienza ed equità non confliggono, ma diventano precondizioni necessarie nel fine di soddisfare un'utilità sociale, ovvero lo sviluppo virtuoso del mercato e finanche la tutela del risparmio in tutte le sue forme (art. 47 Cost.)¹⁶⁰.

La stessa nozione di simmetria informativa appare allora un nuovo modello normativo, un criterio di selezione degli interessi utile all'interprete del diritto che studia l'ordinamento giuridico dei mercati mobiliari.

Non si tratta naturalmente di una grande categoria logica, di una categoria ordinante, ma di un criterio di sintesi, un criterio ermeneutico, non ideologico, che ci viene consegnato dalla scienza economica, e che si dimostra capace di cogliere i tratti salienti della realtà socio-economica del mercato.

In chiave ideologica affiora il conflitto dal sapore politico tra libertà e autorità, già storicamente formatosi in relazione ai molteplici interventi dello Stato nell'economia, come paradigma per giustificare le limitazioni legali al

¹⁵⁹ ALPA, *La direttiva sui mercati finanziari e la tutela del risparmiatore*, in *Contr.*, 7, 2004, pag. 742.

¹⁶⁰ PERLINGIERI, *Nuovi profili del contratto*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, pag. 561 e ss.

paradigma liberale dell'autonomia con i sempre più frequenti richiami alla Costituzione, e in particolare alla tutela del risparmio: secondo quanto già era stato avvertito in epoche ben diverse da quegli insigni studiosi che avevano alimentato a partire dagli anni '60 e '70 dello scorso secolo il dibattito sul superamento dell'autonomia negoziale, che veniva consegnata dalla storia della dottrina sul negozio giuridico (e che prendeva le mosse dalla dottrina della pluralità degli ordinamenti giuridici).

L'art. 21 comma 1 del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, alla lett. a), impone all'intermediario di “comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”: in particolare, al primo punto della lett. b), prescrive di “acquisire le informazioni necessarie dai clienti”¹⁶¹. Tale disposizione, così come le altre regole di condotta introdotte dal TUF, risulta specificata dalle prescrizioni regolamentari della CONSOB, in virtù della delega normativa di cui all'art. 6 comma 2 lett. a) e b) del TUF, fra i quale particolare rilievo assume l'obbligo, imposto dall'art. 31 del Regolamento Intermediari, di acquisire “una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi d'investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire”.

L'intermediario, dunque, è legalmente obbligato a conoscere i propri clienti ed i propri prodotti (secondo le formule delle “*know your customers and your merchandising rules*”). Tali obblighi permeano la disciplina dell'intermediazione finanziaria ed appaiono speculari al più generale obbligo di porre in essere

¹⁶¹ CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MIFiD*, in DE POLI (a cura di), *La nuova normativa MIFID*, Padova, 2009, pag. 20 ss.

operazioni “adeguate” ovvero, per effetto del recepimento della direttiva MIFiD, “appropriate” alle caratteristiche, prima fra tutte il profilo di rischio e la relativa disponibilità economica, dei singoli clienti.

L’intermediario è obbligato a valutare eventuali dati che sono altrimenti in suo possesso¹⁶², ed in particolare quelli riguardanti età, professione, progressi investimenti, titolarità di conti correnti e capienza del patrimonio¹⁶³.

Così come l’obbligo, espressione della cd. “*know you merchandise rule*”, si connota di profili diversi allorché i prodotti finanziari da fornire siano ontologicamente contraddistinti da minore intelligibilità: pertanto, è richiesto un *quid pluris* di rigore nell’acquisire informazioni circa prodotti non quotati o privi di rating¹⁶⁴ ovvero allorché l’operazione si svolga nel periodo di *grey market*¹⁶⁵.

Dalla classificazione dei clienti dipendono numerosi aspetti legati alla prestazione di qualunque servizio di investimento a maggior tutela dell’investitore; in particolare, il livello di protezione assegnato al cliente e gli obblighi informativi, il livello di responsabilità dell’impresa rispetto ai servizi prestati e la modalità di applicazione delle regole di condotta.

Mediante la classificazione della clientela, la normativa intende perseguire l’intento di mediare, nonché trovare un giusto equilibrio, tra la trasparenza e gli oneri in capo agli intermediari. Se l’obiettivo è la tutela del contraente debole, si

¹⁶² Risposta a quesito n. 98090595/1998 e Comunicazione n. 30396/2000, in www.consob.it.

¹⁶³ Trib. Roma, n. 2920 dell’8 ottobre 2004, Pres. Caliento, R.G. 1071/04, *inedita*, testo integrale disponibile su www.ilcaso.it; Trib. Genova, 15 marzo 2005 in *Foro it.*, 2005, I, pag. 2569.

¹⁶⁴ Trib. Genova del 15 marzo 2005, *cit.*

¹⁶⁵ Trib. Roma, n. 2920 dell’8 ottobre 2004, *cit.*

è debitamente tenuto conto dei costi per gli intermediari di una trasparenza eccessiva, cercando di limitarla nei casi di clienti sofisticati¹⁶⁶.

Tre sono le categorie che la MIFiD ha rimodulato ed alle stesse corrispondono diversi livelli di tutela. In primis, le controparti qualificate, con esse intendendosi i soggetti in possesso del più alto livello di esperienza conoscenza e competenza in materia di investimenti, che pertanto necessitano di un livello di protezione più basso allorquando l'intermediario presta nei loro confronti il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, negoziazione per conto proprio o esecuzione di ordini.

Inoltre, i clienti professionali cioè coloro per i quali, a fronte del livello di conoscenze ed esperienze di cui dispongono, si presume un livello di conoscenza ed esperienza tale che possa permettergli di assumere consapevolmente dei rischi a fronte di una corretta valutazione degli stessi.

¹⁶⁶ A questo fine va considerato che il regolamento CONSOB n. 16190 del 2007 individua le "controparti qualificate" nei soggetti idonei a negoziare a condizioni di parità con gli intermediari. Questi ultimi, riguardo ai rapporti con le "controparti qualificate", sono esonerati dall'osservare le ordinarie norme di condotta (fra cui quelle sull'adeguatezza e sull'informazione). Il punto, in merito al carattere dispositivo o imperativo delle regole, è che il regolamento n. 16190 include nelle "controparti qualificate" - in aggiunta alle banche, alle imprese di investimento e simili - anche le imprese di grandi dimensioni che confermano esplicitamente di accettare di essere trattate come tali (cfr. art. 58 comma 2 del regolamento). Ne deriva che, seppure entro gli anzidetti limiti, i doveri di condotta possono mutare per effetto della volontà delle parti. Con altre parole, la parte (che abbia i requisiti dimensionali individuati) può consentire la deroga (anche) alle regole di adeguatezza e di informazione, accettando di essere trattata come controparte qualificata. In tal caso la deroga vale anche per i servizi di consulenza finanziaria e di gestione di portafogli. Cfr. AURELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Contr.*, 12, 2008, pag. 1160.

Per i clienti professionali è previsto un livello di protezione intermedio e cioè una parziale esenzione dall'applicazione delle regole di condotta tra intermediario e cliente.

All'interno di tale categoria si distinguono i clienti professionali definiti tali dall'investitore ("clienti professionali di diritto") e coloro che chiedono di essere considerati come tali ("clienti professionali su richiesta").

Diversi da questi sono i clienti *retail*, cioè al dettaglio che hanno minore conoscenza in tale settore e quindi necessitano di un livello di protezione più elevato, sia nella fase precontrattuale sia nel corso della prestazione del servizio di investimento.

La classificazione iniziale comunicata dall'intermediario può essere modificata nel corso del rapporto, sia su iniziativa dell'intermediario che su richiesta del cliente.

Particolare attenzione merita il caso in cui un cliente al dettaglio chiede di essere considerato come cliente professionale, in quanto in tal caso il cliente rinuncia all'applicazione di un maggior livello di tutela riconosciutogli dalla normativa di riferimento. Al contrario non sono previste regole di condotta a tutela dei clienti qualificati; gli stati membri possono comunque scegliere di estendere l'elenco di controparti qualificate previste dalla direttiva.

Appare evidente, pertanto, la propedeuticità degli obblighi di informazione alla cd. "*suitability rule*".

Tra le principali novità accolte con il recepimento della suddetta direttiva, si individua l'introduzione del nuovo concetto di adeguatezza¹⁶⁷ come criterio di valutazione della responsabilità degli operatori finanziari.

La valutazione di adeguatezza, unica del sistema previgente, viene infatti "sdoppiata" nel giudizio di adeguatezza e in quello di appropriatezza, aventi un diverso ambito di applicazione, diverse funzioni e diverse caratteristiche¹⁶⁸.

Occorre quindi dapprima circoscrivere l'ambito di applicazione della normativa al servizio di consulenza e di gestione portafogli, evidenziando un primo elemento di distacco del previgente ordinamento che applicava la suddetta valutazione a tutti i servizi di investimento e a quelli accessori.

L'adempimento dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza presuppone che il cliente fornisca informazioni concernenti da un lato le conoscenze ed esperienze del cliente potenziale in materia di investimenti relativamente allo specifico prodotto o servizio e dall'altro hanno riguardo alla situazione finanziaria e gli obiettivi di investimento.

Il richiamo alla situazione finanziaria implica la valutazione della "sopportabilità" finanziaria dell'operazione da parte del cliente, con riguardo non solo alla normale rischiosità di un prodotto finanziario ma a qualsiasi rischio che possa sorgere dall'effettuazione di quel servizio di investimento.

¹⁶⁷ SANGIOVANNI, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contr.*, 3, 2007, pag. 243.

¹⁶⁸ NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto di risparmio*, in *Contr.*, I, 2010, pag. 70.

A tal riguardo la CONSOB, nel nuovo regolamento Intermediari, chiarisce come sia rilevante raccogliere dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari (art 39).

Il requisito di adeguatezza viene soddisfatto inoltre se l'investitore è in possesso di "esperienze" e "conoscenze" che si rendano necessarie per la valutazione del rischio inerente alla specifica operazione.

La CONSOB infatti prevede la richiesta di informazioni, tenuto conto delle caratteristiche del cliente, della natura e dell'importanza del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti riguardanti: a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; c) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente.

La CONSOB ha chiarito, inoltre, che una operazione singolarmente adeguata, può non esserlo se avviene con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente.

Ove si tratti di clienti professionali a cui l'impresa fornisce un servizio di investimento, il suddetto articolo prevede la presunzione, di tali esperienze e conoscenze da parte del cliente; ovvero la sopportabilità di qualsiasi rischio di investimento connesso compatibile con gli obiettivi di investimento del cliente, qualora si tratti di prestazione del servizio di consulenza.

Tale scelta risponde alla scelta di distinguere l'investitore retail da quello professionale indirizzando l'attenzione di tutela a livello di "esperienza professionale" dell'investitore piuttosto che sulla sua qualità di consumatore.

Evidentemente le conseguenze dell'attribuzione dello status di cliente professionale è rappresentata dalla disapplicazione di una serie di previsioni rilevanti .

La suddetta Direttiva all'art. 35, prendendo le distanze dalla previgente disciplina, ha stabilito che, ove l'impresa di investimento non riceva le informazione predette, attraverso le quali è possibile svolgere una valutazione di adeguatezza, l'impresa non può raccomandare i servizi di investimento o gli strumenti finanziari al cliente.

Se da un lato la direttiva MIFiD ha ristretto l'ambito applicativo del concetto di adeguatezza ai soli servizi di consulenza e gestione portafogli; dall'altro ha irrigidito la valutazione della stessa subordinandola all'assunzione di informazioni dal cliente.

E', tuttavia, evidente l'aleatorietà ontologicamente connessa alle dinamiche dei mercati finanziari. Ne consegue che le aspettative del risparmiatore sono generalmente irrilevanti e che la valutazione di adeguatezza è sempre compiuta ex ante, di talché da una parte l'intermediario non assume obblighi di risultato¹⁶⁹, dall'altra il cattivo esito dell'operazione, ascrivibile a fluttuazioni, anche

¹⁶⁹ Trib. Roma, n. 17539 del 13 giugno 2005 *Foro it.*, 2005, I, 3058, secondo cui l'esecuzione del contratto tende, di regola, alla conclusione di nuovi contratti aventi ad oggetto l'acquisizione o la dismissione di strumenti finanziari.

patologiche, preventivamente non ipotizzabili, non configura di per sé, neanche in via presuntiva, alcun illecito.

Per i restanti servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione portafogli “le imprese di investimento chiedono al cliente di fornire informazione in merito alla le conoscenze ed esperienze del cliente in materia di investimenti relativamente allo specifico prodotto o servizio proposto o chiesto al fine di determinare se il servizio o il prodotto in questione è adatto al cliente”.

In tali termini si delinea il concetto di appropriatezza che sul piano finalistico non si distingue dall’adeguatezza e ne costituisce condizione necessaria ma non sufficiente. Valgono per essa tutte le considerazioni svolte precedentemente riguardo il contenuto dei concetti di conoscenza ed esperienza.

La dottrina economica assoggetta gli intermediari al dovere positivo di interpretare le preferenze di investimento dei risparmiatori in termini di *trade-off* rischio/rendimento, alla luce delle personali esigenze degli stessi. Da un punto di vista giuridico, il concetto fondante la *suitability doctrine* è quello della diligenza professionale.

A prescindere dai casi in cui la violazione del dovere in oggetto sia connessa ad un’attività speculativa, l’intermediario sarà responsabile per il compimento di un’operazione non adatta, qualora non abbia utilizzato tutti i mezzi e gli accorgimenti necessari per attuare il tipo d’attività in cui è ravvisabile la soddisfazione dell’interesse dell’investitore.

Il dettato normativo non fornisce, difatti, all’interprete adeguati strumenti per verificare concretamente se il dovere fiduciario sia stato violato, limitandosi a sottintendere che l’intermediario deve agire prudentemente in considerazione

dell'avversione al rischio del risparmiatore. Il concetto di prudenza e adattabilità sembrano coincidere e il giudizio sull'operazione viene lasciato alla discrezionalità dell'intermediario ed alla sua capacità professionale di valutazione.

Tale impostazione può frustrare le stesse esigenze dell'investitore. La minimizzazione del rischio, associata ad una politica d'investimento conservativa, tende a ridurre l'eventuale futuro guadagno del risparmiatore, che potrebbe essere intenzionato ad assumersi un maggior rischio nella speranza di un maggior guadagno.

Tale impostazione tende, inoltre, ad agevolare condotte "negligenti" da parte degli intermediari che, trincerati dietro una politica di investimento prudente, potrebbero evitare di utilizzare i mezzi e gli accorgimenti realmente necessari per massimizzare il rendimento degli investimenti dei propri clienti .

Un rilevante elemento di rottura con la disciplina previgente, di derivazione comunitaria, è dato dalla previsione, contenuta nel regolamento CONSOB (art. 41), che qualora gli intermediari ritengano che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente o potenziale cliente, lo avvertono di tale situazione, dovendo ulteriormente, nell'ipotesi in cui scelga di non fornire le informazioni di cui all'articolo 41, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, avvertire il cliente o potenziale cliente, che tale decisione impedirà loro di determinare se il servizio o lo strumento sia per lui appropriato.

Il rifiuto del cliente, ovvero l'incompletezza dell'informativa, si pone quindi come limite all'autonomia negoziale.

Per dare un primo significato al concetto di diligenza, può essere utile fare riferimento alla regola generale cristallizzata dalla prassi giurisprudenziale statunitense nel caso di mancanza di standard collettivi.

Il criterio è offerta dalla nota *regola di Hand*¹⁷⁰ che ha il pregio di concretizzare il vago concetto di ragionevole diligenza attraverso l'applicazione del metodo costi-benefici, stabilendo che il comportamento sia ragionevolmente diligente se i costi marginali associati allo stesso non eccedano i benefici marginali derivanti alla controparte.

Nel caso che qui rileva, l'intermediario è in colpa se il costo marginale della sua attività è minore del beneficio marginale risultante. Pertanto, sarà responsabile di un comportamento negligente se gli ulteriori mezzi e accorgimenti necessari per attuare il tipo di attività in cui è ravvisabile la soddisfazione dell'interesse dell'investitore sono giustificati in termini di costi; e gli ulteriori mezzi e accorgimenti necessari sono giustificati in termini di costi quando i mezzi e gli accorgimenti attualmente utilizzati si trovano al di sotto del livello efficiente.

Per essere esente da responsabilità, quindi, l'operatore finanziario deve incrementare lo sforzo connesso all'azione finché il costo marginale sociale eguaglia il beneficio marginale sociale .

Applicando tale regola al settore in esame l'operatore non sarà deresponsabilizzato da una politica meramente conservativa, essendo comunque negligente (*rectius* responsabile), se la mancata predisposizione dei mezzi e degli accorgimenti necessari per massimizzare il rendimento degli investimenti dei

¹⁷⁰ United States v. Carroll Towing & Co, 159 F.2d 169, 2d Circ.1947.

propri clienti comporti dei benefici marginali inferiori rispetto agli stessi associati all'eventuale e ipotetico guadagno dell'investitore.

La *regola di Hand*, come sinteticamente definita, costituisce solo il punto di partenza per riempire di significato il concetto di diligenza applicabile agli intermediari finanziari.

Tale formula ha, infatti, natura relazionale; varia al variare dell'avversione al rischio delle parti: maggiore è l'avversione al rischio dell'investitore, più alti saranno i costi marginali associati alla curva di indifferenza dello stesso; per contro, minore è l'avversione dello stesso e più bassi saranno i costi marginali connessi.

Lo stesso può essere ripetuto sic et simpliciter, con riferimento ai benefici marginali dell'intermediario.

È dunque il "rischio" l'elemento che riempie di significato il concetto di diligenza nell'ambito della *suitability doctrine*.

Ciò, tuttavia, si scontra con le inevitabili difficoltà connesse all'individuazione dell'effettivo grado di rischio dell'investimento in relazione all'avversione al rischio dell'investitore.

Il secondo profilo non presenta reali complicazioni, poiché è facilmente valutabile dall'intermediario, alla luce delle caratteristiche dell'investitore quali, ad esempio, la sua situazione finanziaria o l'ammontare del danaro investito in relazione al valore del suo patrimonio etc. Naturalmente, un comportamento reticente dell'investitore, che ingeneri in capo all'operatore una falsa impressione sulla situazione finanziaria, che costui non sia in grado di verificare in altro

modo, finirà per ritorcersi sullo stesso cliente, escludendolo dalla protezione accordata dalla *suitability rule*.

Nei casi invece di *discretionary trading*, risulta più complesso cogliere l'effettivo livello di rischio del patrimonio gestito e di riflesso l'adattabilità dello stesso alle esigenze dell'investitore.

Sul punto, soccorrono l'interprete alcune note teorie economiche, in grado di definire con relativa precisione la rischiosità dell'investimento. In particolare, merita di essere ricordata la teoria di gestione del portafoglio elaborata da Harry M. Markowitz¹⁷¹ e William Sharpe, che ha posto le basi per il *Capital asset pricing model*.

Si tratta di una sofisticata teoria economica, utilizzata nella pratica arbitrale statunitense, che consente di spiegare il *trade-off* tra rischio e rendimento, di misurare, almeno in parte, il rischio sistematico, e di individuare il portafoglio diversificato efficiente a seconda del diverso grado di avversione al rischio del risparmiatore .

Tale teoria si basa su tre assunti fondamentali: a) L'investitore opera una scelta tra le attività presenti sul mercato facendo riferimento non solo al rendimento ma anche al rischio espresso dall'investimento; b) l'investitore è razionale e avverso al rischio, nel senso che egli preferisce gli investimenti che a parità di rischio danno il più alto rendimento o quelli che a parità di rendimento sono meno rischiosi; c) la scelta di un portafoglio ottimale dipende dall'entità di avversione al rischio che caratterizza ogni investitore; tale avversione viene rappresentata

¹⁷¹ *Portfolio Selection, Journal of Finance* 7, no. 1, 1952.

mediante le cosiddette curve di utilità che esprimono la relazione esistente in ogni investitore tra rischio e rendimento.

La teoria moderna di gestione del portafoglio rivolge la propria attenzione su tre elementi: il rendimento di un'attività finanziaria, il rischio e la sua correlazione con gli altri elementi in portafoglio. Il primo viene definito come il rapporto tra il capitale iniziale e gli utili prodotti da operazioni di investimento o di trading in un periodo di tempo specificato (*holding period*). Il secondo si identifica nel grado di incertezza che il mercato esprime sull'effettiva realizzazione dei rendimenti attesi (definita in termini statistici, ovvero di deviazione standard detta anche "volatilità").

Il terzo elemento, la correlazione, costituisce uno strumento fondamentale per diminuire il rischio del complesso del portafoglio.

Uno dei passi fondamentali nella costruzione di un portafoglio efficiente, secondo questa teoria, consiste proprio nell'individuazione di un'appropriata combinazione di titoli tale da ridurre il rischio, compensando gli andamenti asincroni dei singoli "titoli".

Ne consegue che, una volta calcolato il *trade-off* rischio/rendimento di un determinato portafoglio, è possibile valutare con relativa precisione l'adattabilità dello stesso alle esigenze personali e finanziarie del cliente: se l'investitore ha delle aspettative di rendimento alte e può e/o vuole assumersi un maggior rischio, un portafoglio ad alto rendimento sarà adatto a quello specifico investitore; vale il contrario, qualora la situazione finanziaria del risparmiatore si scontri con il rischio connesso alla maggior volatilità degli strumenti finanziari ad alto rendimento.

Ciò posto, utilizzando come *guideline* la teoria economica sinteticamente descritta, appare possibile definire lo standard di diligenza professionale che deve guidare la condotta degli intermediari per adempiere alla regola sull'adeguatezza delle operazioni.

L'intermediario si comporta diligentemente (e l'operazione può definirsi "adeguata") se, nell'ambito dei servizi gestorei, costruisce il portafoglio più efficiente per il cliente; ovvero, individua appropriatamente una combinazione di titoli tale da minimizzare il *trade/off* rischio rendimento, e da garantire il massimo rendimento per il livello di rischio del cliente.

Tale teoria economica costituisce uno strumento prezioso per riempire di significato un concetto nebuloso e sovente di difficile applicazione quale quello della diligenza, soprattutto in un settore altamente specialistico come quello finanziario.

La teoria in esame, in grado di misurare con una certa precisione l'effettivo livello di rischio di un determinato investimento, risponde agli interessi del cliente e dello stesso mercato, in quanto non focalizza la propria attenzione, come sembra fare il dettato normativo, sul rischio connesso all'eventuale disvalore dell'investimento, ma sull'effettivo livello di rischio del rendimento di un'attività finanziaria. L'investitore, infatti, è interessato al rendimento atteso di un dato investimento per il livello di rischio connesso.

La normativa comunitaria ha introdotto significative modifiche riguardo alle regole di organizzazione e ai conflitti di interessi.

Le differenze in particolare attengono alla soluzione adottata per disciplinare diversi aspetti nonché l'atteggiamento del legislatore comunitario volto ad

articolare nel dettaglio le singole disposizioni, chiarendone sia le specifiche modalità sia gli ambiti di flessibilità ammessi, che fanno emergere spazi significativi di autonomia degli intermediari nel ridefinire il proprio assetto organizzativo. Tale organizzazione è comunque soggetta ad una novità assoluta rispetto alla disciplina italiana che riguarda l'individuazione degli oneri organizzativi in modo proporzionale rispetto alle proprie dimensioni o alla tipologia di attività svolte.

Riguardo la disciplina dei conflitti di interessi, la MIFiD ha innovato in modo significativo l'approccio rispetto a quanto previsto dal Regolamento Intermediari. La nuova disciplina riconosce l'impossibilità di eliminare i conflitti di interessi a causa dell'intensificarsi dell'attività delle imprese, che sono chiamate ad adottare misure capaci di evitare che tali conflitti ledano gli interessi dei clienti.

La normativa italiana era già intervenuta sul tema, con la legge 262/2005 attraverso la quale si è attribuito alla Banca d'Italia e alla CONSOB la disciplina dei casi in cui “al fine di prevenire il conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento, anche rispetto ad altre attività svolte dal soggetto abilitato, determinate attività debbano essere prestate da strutture autonome” (art 6, comma 2bis).

La Direttiva ha individuato i conflitti potenzialmente lesivi per il cliente e stabilito una procedura più complessa per prevenirli e contenerli (art. 18 Mifid).

Innanzitutto, l'intermediario deve identificare i conflitti attuali e quelli potenziali, in secondo luogo deve definire misure per prevenirli, in terzo luogo

deve adottare una politica per gestirli e, infine, ha l'obbligo di *disclosure* verso il cliente.

L'identificazione del conflitto di interessi è lasciata nel considerando n. 24 chiarisce come non sia sufficiente per rientrare in tale circostanza che l'impresa possa conseguire un utile se non vi sia nel contempo un possibile svantaggio per il cliente.

Obiettivo della normativa è la tutela del cliente rispetto ad una situazione negativa non rilevante di per sé, ma solo se correlata ad una paritetica situazione positiva dell'impresa di investimento. A tali fini risulta totalmente irrilevante lo status del cliente cioè la sua eventuale qualifica, con la conseguenza che l'impresa di investimento che fornisce un servizio di investimento o un servizio accessorio è sempre tenuta a regolare il conflitto di interessi, come peraltro è stato coerentemente recepito nel nuovo testo del Regolamento Intermediari.

L'art. 21 della suddetta direttiva ha individuato alcuni criteri per l'individuazione di conflitti che riguardano in primis la potenzialità del pregiudizio: gli stati membri assicurano, come criterio minimo per determinare i tipi di conflitti di interesse che possono insorgere al momento della fornitura di servizi di investimento, che le imprese di investimento considerino se l'impresa di investimento, un soggetto rilevante o una persona avente un legame di controllo con l'impresa, si trovi in una delle situazioni ivi individuate.

Inoltre l'attività di controllo in esame non si limita a quella svolta dalla singola impresa di investimento, ma anche al gruppo di appartenenza tenendo conto della struttura del gruppo stesso e delle attività da questo svolte.

Nell'identificare le circostanze che potrebbero dar luogo a conflitto di interessi, la direttiva riconosce la polifunzionalità dell'intermediario, invitando l'impresa di investimento a prestare particolare attenzione alle attività di ricerca e consulenza in materia di investimenti, negoziazione, gestione portafogli e prestazione di servizi finanziari.

Su tali basi, il Regolamento prescrive l'adozione di una politica di gestione dei conflitti da parte dell'impresa di investimento, da apporre in forma scritta, che sia adeguata alla struttura e alle dimensioni dell'impresa e alla complessità della sua organizzazione.

È evidente come le incombenze saranno maggiormente gravose nel caso di appartenenza dell'impresa a gruppi particolarmente articolati. È evidente come la disciplina comunitaria diverge da quella previgente nel momento in cui impone agli intermediari di identificare i conflitti di interessi ma non prevede alcun obbligo di astensione.

Il legislatore comunitario si è limitato a obbligare l'intermediario a render nota al cliente l'esistenza e le ragioni dei conflitti potenzialmente dannosi: la valutazione dei presupposti della comunicazione è rimessa alla discrezione dell'intermediario.

Neppure viene chiarito se l'intermediario sia tenuto a comunicare l'esistenza del conflitto in relazione alle singole operazioni ovvero all'inizio del rapporto, e quale sia il contenuto in dettaglio delle informazioni che l'intermediario deve fornire al cliente. In mancanza delle predette indicazioni la tutela del cliente è rimessa al generale obbligo di agire in modo "onesto, equo e professionale". In tal senso sarà certamente più complesso per il cliente dimostrare una violazione

di quest'obbligo che contestare la mancanza di una previa dichiarazione e dell'autorizzazione dell'operazione.

Cosicché, sostanzialmente trasposta integralmente nell'ordinamento nazionale, per alcune sentenze la mera omissione della segnalazione comporta la violazione del divieto¹⁷², mentre per altre sarebbe necessario accertare un effettivo pregiudizio: si è affermato che la norma costituisce una ipotesi speciale rispetto agli artt. 1394 e 1395 c.c. con conseguente irrilevanza del conflitto se all'utilità del rappresentante non segua o possa seguire un danno per il rappresentato.

Non a caso, molti hanno sottolineato come vi è stato sul punto un arretramento di tutela, non essendo stato previsto a carico dell'intermediario alcun obbligo di astensione.

L'obbligo di *best execution* trovava applicazione anche nel previgente sistema benché l'ambito applicativo fosse pressoché limitato.

L'obbligo di eseguire le negoziazioni alle migliori condizioni possibili per i clienti si considerava adempiuto nel caso in cui le operazioni fossero eseguite in un mercato regolamentato o all'interno di MTS, qualora l'operazione fosse eseguita al di fuori dell'orario ufficiale di negoziazione.

Se, quindi, l'esecuzione degli ordini sui mercati regolamentati costituiva una presunzione di realizzazione del miglior risultato possibile per il cliente e considerato, altresì, che il nostro sistema è stato fino ad oggi imperniato sull'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, appare

¹⁷² Trib. Vigevano del 7 agosto 2006.

evidente che, nel sistema italiano previgente, l'efficacia delle regole di *best execution* era di fatto limitata alle negoziazioni di titoli non quotati.

Inoltre il regolamento intermediari prevedeva obblighi di *best execution* solo verso clienti *retail*, la Mifid ha invece esteso tale ambito di applicazione anche ai clienti professionali, salvo questi non richiedano il trattamento di controparte qualificata.

L'art. 32 comma 5 Reg. Intermediari (previgente) prevedeva, invece, che l'intermediario non potesse applicare commissioni nella negoziazione in conto proprio con il cliente, mentre la direttiva sembra non differenziare la disciplina della *best execution* nelle operazioni in conto terzi e quelle in conto proprio e quindi è presumibile ritenere che l'intermediario potrà scegliere se applicare esplicite commissioni oppure continuare ad applicare il *price spread*.

Nella nuova impostazione prevista dalle Direttive MIFID, viene meno in primo luogo la presunzione che gli ordini eseguiti nei mercati regolamentati rispettino di per sé l'obbligo di *best execution*. In tal senso la direttiva impone tre obblighi alle imprese nel rispetto della suddetta regola: individuare una "strategia di esecuzione degli ordini" che consenta di ottenere il miglior risultato possibile; ottenere il consenso del cliente alla predetta strategia; essere in grado di dimostrare, su richiesta del cliente, di aver eseguito l'ordine del cliente conformemente alla strategia di esecuzione degli ordini.

La strategia di esecuzione degli ordini deve specificare, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le informazioni circa le varie sedi nelle quali l'impresa di investimento esegue gli ordini dei suoi clienti e l'importanza assegnata ai fattori

che influenzano la scelta della sede di esecuzione (art. 21 Direttiva MIFID 2004/39/CE).

I principali fattori che devono essere presi in considerazione, al fine di stabilire quale sia il miglior risultato possibile per i clienti, sono prezzo, costi, rapidità, probabilità di esecuzione e di regolamento, nonché dimensione e natura dell'ordine.

Per determinare l'importanza relativa ed ordinare tali fattori, le imprese di investimento devono tener conto delle caratteristiche del cliente, dell'ordine, degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine e delle sedi di esecuzione alle quali tale ordine può essere diretto.

Quando l'impresa di investimento esegue un ordine per conto di un cliente al dettaglio, il migliore risultato possibile è determinato in termini di corrispettivo totale, che è costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione, che includono tutte le spese sostenute dal cliente che sono direttamente collegate all'esecuzione dell'ordine (art. 44, paragrafo 3, della Direttiva 2006/73/CE).

In altri termini, in relazione alle operazioni di investimento disposte dai clienti al dettaglio, al fine di garantire che l'impresa di investimento ottenga il miglior risultato possibile, i fattori da privilegiare sono il prezzo ed i costi di esecuzione, piuttosto che fattori quali la rapidità o la probabilità di esecuzione.

Ogniqualvolta esistano istruzioni specifiche trasmesse dal cliente, le imprese di investimento sono tenute ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni, ma qualora siano parziali l'intermediario deve rispettare la propria *execution policy*,

per gli aspetti dell'ordine sulle quali il cliente non ha fornito istruzioni specifiche.

L'*execution policy* è soggetta a revisione periodica, in particolare tutte le volte che si verifichi una modifica rilevante tale da influire sulla capacità delle sedi di esecuzione incluse di garantire il miglior risultato possibile.

Un sostanziale potenziamento della *disclosure* verso il cliente è stato introdotto relativamente al suddetto obbligo. L'impresa di investimento è infatti tenuta a fornire ai clienti informazioni appropriate in merito alla sua strategia di esecuzione degli ordini e deve ottenere il consenso preliminare del cliente per la strategia di esecuzione degli ordini adottata (art. 21, paragrafo 3, della Direttiva MIFID 2004/39/CE).

E' opportuno inoltre sottolineare l'unico caso di inversione dell'onere della prova previsto dalle Direttive MIFID, e cioè che le imprese di investimento devono essere in grado di dimostrare ai loro clienti, dietro richiesta degli stessi, di aver eseguito gli ordini in conformità alla strategia di esecuzione degli ordini adottata dall'impresa di investimento (art. 21, paragrafo 5, della Direttiva MIFID 2004/39/CE).

Assicurare il miglior risultato possibile per il cliente non rappresenta un obbligo avente carattere assoluto al punto da ritenere che l'intermediario debba, per ogni ordine di investimento, interrogare tutti i possibili canali di esecuzione dell'ordine per assicurare in assoluto e sulla base di tutti i fattori considerabili la *best execution* al cliente.

Anche perché questo risulta sempre più complesso tenendo conto della moltiplicazione dei canali di distribuzione previsti dalla direttiva in questione.

Ogni intermediario, infatti, predisporrà una propria “strategia di esecuzione degli ordini” in cui dovrà effettuare proprie scelte in merito ai canali di esecuzione degli ordini ed alla priorità assegnata ai fattori che devono essere presi in considerazione al fine di stabilire quale sia il miglior risultato possibile per i clienti (prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento), ordinati sulla base dei criteri analizzati in precedenza (caratteristiche del cliente, dell’ordine, degli strumenti finanziari e delle sedi di esecuzione).

Il miglior risultato possibile rappresenta, quindi, un giudizio avente carattere relativo, in quanto sarà il risultato delle scelte compiute dall’intermediario nella strategia di esecuzione degli ordini a determinare quale sia da ritenersi il *best possible result*. Il cliente, pur non potendo influire sulle scelte compiute dall’intermediario, potrà selezionare i vari intermediari sulla base delle distinte strategie di esecuzione degli ordini adottate.

La disciplina della *best execution* si applica a tutti gli strumenti finanziari sia essi quotati in un mercato regolamentato o meno a prescindere dal luogo di negoziazione in cui vengono effettivamente scambiati.

Anche in questo tema il legislatore comunitario distingue gli obblighi dell’intermediario a seconda delle caratteristiche del cliente. Per il cliente retail, infatti, il miglior risultato possibile deve essere valutato in termini di corrispettivo totale, costituito dal prezzo degli strumenti finanziari e dai costi di esecuzione, per essi intendendosi tutte le spese sostenute dal cliente che sono direttamente collegate all’esecuzione dell’ordine; qualora vi siano più sedi concorrenti dove effettuare l’esecuzione di un ordine vengono presi in considerazione anche le commissioni proprie e i costi dell’impresa per

l'esecuzione dell'ordine in ogni sede dove è possibile eseguire l'ordine. La *ratio* sottesa è quella di eseguire l'ordine nella sede maggiormente vantaggiosa in termini di prezzi disponibili.

Facendo l'art. 21 della Mifid esplicito riferimento agli "intermediari che eseguono gli ordini", i soggetti che svolgono attività di gestione nonché i raccoglitori di ordini sono soggetti ad un regime meno rigido rispetto a quello fissato dagli artt. 44 e 46. In particolare non trovano applicazione ai gestori e ai raccoglitori le previsioni circa l'obbligo di preventiva approvazione della policy del cliente, l'autorizzazione per l'operatività OTC (*over the counter*), l'obbligo di selezionare le sedi di esecuzione migliori. Tali soggetti non hanno l'onere di dover dimostrare al cliente il rispetto della propria policy.

La *best execution* rappresenta un strumento che fa nascere la concorrenza tra i luoghi d'esecuzione e gli intermediari, con la possibilità di frammentazione della liquidità della degradazione del processo di formazione del prezzo e dell'accesso al processo di formazione del mercato. Imponendo alle imprese di investimento un obbligo effettivo di individuare la migliore esecuzione, è possibile effettuare una frammentazione della negoziazione nei diversi luoghi d'esecuzione di ordini esercitato a beneficio dei clienti e non il contrario. Infatti se l'obiettivo è quello di accrescere la concorrenza non si può comunque essere esenti da rischi, in particolare per il mercato di azioni nel quale si effettua una frammentazione della liquidità con le conseguenze negative sul processo di formazione dei prezzi.

Tuttavia l'obbligo di *best execution* contribuisce a canalizzare la liquidità verso le infrastrutture di negoziazione più efficaci e competitive che garantiscono l'efficacia globale del mercato. Altrettanto certo il beneficio del cliente per il

fatto che l'intermediario deve offrire le migliori condizioni per i suoi ordini e in virtù dei criteri predefiniti in accordo con il cliente.

Va peraltro evidenziato fin d'ora che i due corpi di regole sono intimamente connessi tra loro in quanto lo stesso conflitto di interessi tende ad essere amministrato fra l'altro attraverso regole informative: *Disclosure or abstain*.

In questo senso allora, con un eccesso di semplificazione, possiamo ricondurre almeno in generale le regole di condotta alla categoria delle "regole informative" che segnano l'agire degli attori nel mercato.

Si tratta in altri termini di un sottosistema normativo che costituisce il common core delle regole di comportamento che gravano gli operatori finanziari nei loro rapporti con la clientela.

Regole che, nella prospettiva del diritto comune dei contratti, appaiono fondamentali in quanto *i)* costituiscono la struttura fondante l'architave su cui si basa il modello relazionale tra cliente e intermediario; *ii)* si inseriscono nell'ambito di quel dibattito che ha portato, negli ultimi anni, la tematica dei doveri informativi (precontrattuali) sul palcoscenico della riflessione in guida dell'affermazione nei sistemi giuridici occidentali del principio della buona fede e della correttezza ai danni di quello della autonomia e della volontà.

La punta più avanzata di questa linea di sviluppo, che esce dallo stesso mondo dell'informazione, si coglie nella nuova disciplina dell' "adeguatezza" delle operazioni finanziarie che, nell'interesse più generale dell'integrità del mercato, priva l'investitore del diritto alla prestazione del consenso e alla disponibilità pregiudizievole del patrimonio.

Se volessimo definire i tratti essenziali di questa evoluzione potremmo concludere che il rapporto negoziale tende ad oggettivizzarsi, attraverso l'accentuazione del momento esterno della previsione di un dato assetto di interessi predefinito dal legislatore e ispirato al principio della simmetria informativa: dall'autonomia funzionale, in altri termini, si passa all'eterodeterminazione.

Il problema della tecnica di intervento investe allora il problema stesso dell'efficienza del mercato, ossia l'individuazione dell'equilibrio tra autorità e libertà in una economia globalizzata.

La limitazione dell'autonomia negoziale, se di limitazione si può parlare, rappresenta un'occasione per il progresso economico-sociale del mercato e si pone come necessaria per la realizzazione dei fini del programma.

3. La violazione regole comportamento: la tesi della nullità e le ragioni di “private enforcement”.

Il problema delle conseguenze della violazione delle regole di comportamento sui contratti di intermediazione finanziaria e sui relativi strumenti di tutela degli investitori si è acuito a seguito degli scandali finanziari che hanno minato la stabilità dei mercati finanziari nell'ultimo ventennio ed, in particolare, con riferimento alle insolvenze dei *bonds* Parmalat, Cirio ed Argentina¹⁷³. Certamente può dirsi che il dibattito, nonostante l'intervento nomofilattico della Corte di Cassazione a Sezioni Unite, avvenuto con le due celeberrime sentenze

¹⁷³ A fronte dell'impatto sul risparmio diffuso di tali scandali finanziari dalle dimensioni inedite, la tesi della nullità è stata accolta per la “più pronta tutela delle ragioni dell'investitore”, cfr. DOLMETTA, *La violazione di “obblighi di fattispecie” da parte di intermediari finanziari*, in *Contr.*, 2008, 1, pag. 80 e ss.

gemelle c.d. “Rodorf” (n. 26724 e 26725 del 2007), non possa dirsi del tutto sopito, specie a seguito della recente e tuttora attuale crisi dei mercati finanziari, dovuta alla circolazione di titoli legati ai mutui *subprime* d’oltreoceano, che hanno determinato il *default* della Lehman Brothers e il salvataggio di altri istituti di credito.

E se questa è la ragione “economica” di un siffatto dibattito tra gli operatori del diritto, nondimeno v’è una di tipo “politico” altrettanto sentita e destinata ad incidere nella scelta del rimedio applicabile.

Ci si riferisce in particolare alla necessità di adottare una soluzione privatistica sufficientemente incisiva, che possa porre un freno alle condotte imprudenti degli intermediari finanziari, onde prevenire fenomeni di *moral hazard*, che possano ulteriormente travolgere i mercati ad “effetto domino”.

Negli Stati Uniti, infatti, così è forte l’idea che l’azione dei privati possa avere, nella regolazione dei mercati e degli attori economici, un ruolo deterrente analogo o addirittura superiore all’azione delle autorità indipendenti e dei poteri pubblici in genere.

Il diritto dei mercati finanziari americani, nonostante la presenza di un’autorità pubblica come la Securities and Exchange Commission (SEC) e la presenza di altri poteri pubblici in qualche misura concorrenti, è fortemente caratterizzato dalle azioni civili e, in particolare, dalle *securities class actions*, che lo distinguono rispetto a tutti gli altri ordinamenti, compreso quello italiano in cui la *class action* è una figura di nuovo conio che presenta molteplici aspetti problematici.

L'assunto che la regolazione dei mercati non possa essere affidata soltanto ad autorità pubbliche e che la tutela degli interessi collettivi debba essere affidata quanto meno anche all'azione privata ha radici profonde nella letteratura d'oltreoceano.

Il “*private attorney general*” assume allora un ruolo centrale nel sistema dei controlli, e dei relativi ruoli dei controllori (*gatekeepers*), in quanto per ricavare un vantaggio personale produce un bene pubblico, la deterrenza, e allo stesso tempo garantisce la maggiore effettività del diritto¹⁷⁴.

L'azione privata e l'autorità pubblica possono agire in modo complementare o concorrente, quale espressione delle concezioni istituzionali contrarie al centralismo, riflettendo una concezione pluralista del sistema dei controlli.

L'analisi economica del diritto supporta tale approccio. L'attribuzione di un ruolo esclusivo al *public enforcement* nell'applicazione della legge presenta, infatti, alcuni inconvenienti; il primo consiste nel fatto che l'autorità pubblica non ha accesso a tutte le informazioni sparse sul mercato. I dipendenti di un'impresa, i suoi clienti, i suoi concorrenti generalmente hanno informazioni sul compimento di illeciti di cui i poteri pubblici non dispongono o che possono

¹⁷⁴ GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, pag. 243 e ss., secondo cui il tema del *private enforcement* nei mercati finanziari ha un perimetro davvero vasto. Vi si possono ricomprendere almeno le seguenti materie: la responsabilità per informazioni inesatte sul mercato primario (la responsabilità da prospetto); la responsabilità per informazioni inesatte sul mercato secondario, che somiglia alla precedente solo in apparenza; la responsabilità da *insider-trading* e, più in generale, da abusi di mercato; la responsabilità da omesso lancio di opa obbligatoria; la responsabilità dei c.d. *gatekeepers*, concetto con i quali si indica una pletora di soggetti che conoscono regolazioni differenziate e, quindi, problemi di responsabilità civile specifici (autorità di vigilanza pubblica; società di gestione del mercato; revisori contabili; *investment banks*; agenzie di rating; analisti finanziari); vi è poi la responsabilità degli intermediari finanziari che operano per conto degli investitori (i c.d. “protective gatekeepers”).

acquisire con molta fatica e lentezza. Pertanto, gli incentivi all'azione privata possono liberare tali informazioni, garantendo l'individuazione di illeciti che altrimenti sfuggirebbero all'accertamento.

Altro fattore di potenziale inefficienza è che l'autorità pubblica non ha, generalmente, risorse adeguate per indagare e perseguire tutti i possibili illeciti e che talvolta l'azione pubblica può soffrire notevoli interferenze rispetto all'obiettivo teorico del perseguimento del bene pubblico.

La capacità del *private enforcement* di incidere nella materia delle regole di comportamento degli intermediari, ad ogni modo, non può essere misurato in modo effettivo, in quanto non esistono misurazioni empiriche circa la potenziale vastità della responsabilità civile connessa alle violazioni accertate dalla Consob o in sede giudiziale ed i danni effettivamente corrisposti agli investitori nelle centinaia di cause avviate in tutta Italia e caratterizzate da una dimensione non rilevante.

Non è dunque possibile comprendere se in questo campo vi sia stato o meno un caso di buona effettività del *private enforcement*; si ha però la diffusa sensazione che le cause civili abbiano disciplinato gli intermediari più delle azioni dell'Autorità di vigilanza.

Ecco perché un aspetto critico del *private enforcement* è quello relativo alla natura dei rimedi civili e, quindi, alle differenze, anche in termini di capacità deterrente, tra la sanzione del risarcimento del danno e quella della nullità.

Difatti, nel dibattito sulle conseguenze della violazione delle regole di comportamento dei "*protective gatekeepers*", ossia le banche e gli intermediari,

la tesi della nullità¹⁷⁵ è stata supportata dall'esigenza di fornire la massima espressione sanzionatoria a regole che intendono garantire il corretto funzionamento del mercato dei capitali e, quindi, la tutela del risparmio, mediante una rilettura, certamente in chiave "evolutiva", dell'art. 47 Cost.¹⁷⁶.

Ciò spiega anche perché la giurisprudenza, dal suo canto, abbia interpretato con un certo rigore il dovere informativo dell'intermediario, al punto da qualificare la violazione dello stesso quale ipotesi di nullità contrattuale per contrarietà alle regole generali di comportamento e in virtù di quella finalità di ordine pubblico economico, definendole come norme imperative.

Secondo la lettura della giurisprudenza, tale imperatività sussiste quando la violazione del divieto si accompagna all'accertamento che la disposizione che lo fissa sia posta a tutela di un interesse pubblico.

Infatti, in tema di nullità del contratto prevista dall'art. 1418 c.c. la natura imperativa della norma violata deve essere individuata in base all'interesse pubblico tutelato¹⁷⁷, ma è pur vero, tuttavia che le indicazioni della giurisprudenza richiamate offrono un criterio di massima che però è tutt'altro che preciso nell'indicare limiti e presupposti del concetto d'imperatività delle disposizioni di legge¹⁷⁸.

¹⁷⁵ Sostenuta, tra gli altri, da SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, pag. 299 e ss; FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari e nullità virtuale dei contratti di investimento in bonds argentini*, in *Giur. it.*, 3, 2004, pag. 521 e ss.

¹⁷⁶ Al riguardo, CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Roma e Bari, 2006, pag. 14 e ss. evidenzia la perdita di centralità del codice civile come "costituzione economica".

¹⁷⁷ Cfr. Cass. n. 11256 del 18 luglio 2003, *cit.*

¹⁷⁸ DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1, 1985, pag. 435.

Dunque, secondo siffatto orientamento l'obbligo informativo assumerebbe infatti la natura di condizione di validità del contratto, facendo così dell'informazione un elemento essenziale del contratto, da sanzionare in caso di violazione, con la nullità¹⁷⁹.

Detta nullità, è stata valutata dai giudici di merito¹⁸⁰, a prescindere della fase in cui si innesta l'obbligo (se sul momento di formazione dell'accordo o su quello di esecuzione) e solo sulla base della previsione dell'art. 1418 c.c., secondo cui la nullità è ammessa salvo che la "legge" disponga diversamente, interpretando la riserva come previsione puntuale di una espressa disposizione normativa, e mancando la quale opera appunto un sistema di nullità virtuale pienamente compatibile con la violazione dell'obbligo di cui si discute.

Una tale impostazione non ha impedito che si formasse un orientamento giurisprudenziale differente, approvato in un primo arresto dalla Corte di Cassazione¹⁸¹, che al contrario ha ritenuto che si dovesse escludere l'operatività di una nullità in senso stretto, dovendo essere la stessa prevista espressamente

¹⁷⁹ TICOZZI, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari* in *Contr.*, 3, 2007, pag. 363 e ss..

¹⁸⁰ Trib. Roma, 22 dicembre 2004, in *Foro it.*, 2005. Cfr pure Trib. Mantova, 18.3.2004, in *Banca borsa*, 2004, II, con nota di STOCCO E MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, pag. 440 e ss., nonché Trib. Firenze, 30.5.2004, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, 1; Trib. Venezia, 22.11.2004, n. 2654, in *Contr.*, 2005, 5, con nota di MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, pag. 12 e ss. Infine, Trib. Palermo, 17.1.2005, in *Giur. it.*, 2005, pag. 2096 e Trib. Monza 16 dicembre 2004, in *Banca borsa*, 2006, II, pag e 498 ss.

¹⁸¹ Sent. n. 19024 del 29.9.2005, in *Foro it.*, 2006, I, pag. 1105, con nota di SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, nonché ROPPO E AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno resp.*, 2006, 1, pag. 25.

dalla legge e fermo restando comunque, l'autonomia e la distinzione tra "regole di validità" e "regole di comportamento".

Tale principio trae fondamento in un passaggio della motivazione in un'altra precedente sentenza della Cassazione¹⁸², nella quale la Suprema Corte ha affermato "che ove le norme imperative siano in linea generale inderogabili dalla volontà dei privati, in relazione a tali valori, tutto ciò che sia programmato o compiuto in contrasto con essi è interamente nullo, necessariamente estendendosi la illiceità della condotta all'atto compiuto, per il rilievo che la sanzione di invalidità ha in relazione all'interesse perseguito dalla norma che risulterebbe frustrato".

4. La soluzione accolta delle Sezioni Unite.

In accoglimento dell'indirizzo diametralmente opposto, espresso in dottrina da diversi autori¹⁸³, le Sezioni Unite della Suprema Corte hanno statuito che la violazione degli obblighi che precedono e che accompagnano la stipulazione del contratto, ove non si traduca in situazioni tali da determinare l'annullamento del contratto per vizi del consenso (ma giammai la nullità dello stesso o dei singoli atti negoziali conseguenti ex art. 1418 c.c. in difetto di una previsione espressa in tale senso da parte del legislatore, in linea con quanto in precedenza affermato dalla Cassazione con la pronuncia n.19024/2005) è destinata a dare luogo ad una

¹⁸² Sent. n. 3272 del 7 marzo 2001, in *Giust. civ.*, 2001, pag. 2109.

¹⁸³ GALGANO, *L'inadempimento ai doveri dell'intermediario non è causa di nullità virtuale*, in *Contr. e impr.*, 2006, 7, pag. 579 e ss.; MARICONDA, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti: la criticabile ordinanza di rimessione della questione alle Sezioni Unite*, in *Corr. giur.*, 2007, 3, pag. 633 e ss..

responsabilità di *tipo precontrattuale*¹⁸⁴, da cui discende *l'obbligo di risarcire il danno*, così come la violazione dei doveri dell'intermediario riguardanti la fase successiva alla stipulazione del contratto di intermediazione può assumere i veri e propri connotati di un inadempimento contrattuale idoneo a giustificare, a parte i generali obblighi risarcitori in forza dei principi generali in tema di inadempimento, la risoluzione del *contratto-quadro* ove ricorrano gli estremi della gravità postulati dall' art. 1455 c.c.

Aggiunge, inoltre, che “il divieto di compiere operazioni inadeguate o in conflitto di interessi attiene ...anch' esso.... alla fase esecutiva di detto contratto costituendo, al pari del dovere di informazione, una specificazione del primario dovere di diligenza, correttezza e professionalità nella cura degli interessi per il cliente”.

Secondo il Supremo Consesso si deve certamente convenire sul fatto che le norme dettate (allora) dalla l. n. 1 del 1991, art. 6 (al pari di quelle che le hanno poi sostituite) abbiano carattere imperativo: nel senso che esse, essendo dettate non solo nell'interesse del singolo contraente di volta in volta implicato ma anche nell'interesse generale all'integrità dei mercati finanziari (come è ora reso esplicito dalla formulazione del d. lgs n. 58 del 1998, art. 21), per cui si impongono inderogabilmente alla volontà delle parti contraenti.

Questo rilievo, tuttavia, non è da solo sufficiente a dimostrare che la violazione di una o più tra dette norme comporta la nullità dei contratti stipulati dall'intermediario col cliente.

¹⁸⁴ SANGIOVANNI, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario finanziario nel diritto inglese*, in *Soc.*, 9, 2006, pag. 1173.

Innanzitutto, la tesi che esclude la nullità appare suffragata dal mero dato testuale: è evidente che il legislatore non ha espressamente stabilito che il mancato rispetto delle citate disposizioni interferisce con la fase genetica del contratto e produce l'effetto radicale della nullità.

Non si tratta quindi certamente di uno di quei casi di nullità stabiliti dalla legge ai quali allude l'art. 1418 c.c., comma 3, né i casi di nullità contemplati dal comma 2, dell'articolo da ultimo citato, però, sono invocabili con riferimento alle condotte degli intermediari.

È vero che tra questi casi figura anche quello della mancanza di uno dei requisiti indicati dall'art. 1325, e che il primo di tali requisiti è l'accordo delle parti: ma, ove pure si voglia ammettere che nella fase prenegoziale la violazione dei doveri di comportamento dell'intermediario sopra ricordati siano idonei ad influire sul consenso della controparte contrattuale, inquinandolo, appare arduo sostenere che sol per questo il consenso manca del tutto; ed i vizi del consenso non determinano la nullità del contratto, bensì solo la sua annullabilità, qualora ricorrano le condizioni previste dall'art. 1427 c.c. e ss..

L'ipotesi secondo la quale la nullità (c.d. virtuale) possa dipendere dall'applicazione della disposizione dettata dal comma 1 del citato art. è già stata affrontata, ribadiscono le Sezioni Unite, negativamente nella menzionata sentenza n. 19024 del 2005, pronunciata dalla prima sezione, la quale, dopo aver affermato che la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative postula violazioni attinenti ad *elementi intrinseci della fattispecie* negoziale, relativi alla struttura o al contenuto del contratto, ha escluso che l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative prenegoziali ovvero nella fase dell'esecuzione del

contratto stesso possa esser causa di nullità, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali siffatta condotta contrasti, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista. Donde la conclusione che né l'inosservanza degli obblighi informativi stabiliti dalla L. n. 1 del 1991, art. 6, né la violazione da parte dell'intermediario del divieto di effettuare operazioni con o per conto del cliente qualora abbia un interesse conflittuale (a meno che non abbia comunicato per iscritto la natura e l'estensione del suo interesse nell'operazione ed il cliente abbia preventivamente ed espressamente acconsentito per iscritto all'operazione) sono idonee a cagionare nullità.

Conformemente all'orientamento dominante della dottrina¹⁸⁵, il cardine intorno al quale ruota la sentenza da ultimo citata è costituito, dunque, dalla riaffermazione della tradizionale distinzione tra norme di comportamento dei contraenti e norme di validità del contratto: la violazione delle prime, tanto nella fase prenegoziale quanto in quella attuativa del rapporto, ove non sia altrimenti stabilito dalla legge, genera responsabilità e può esser causa di risoluzione del contratto, ove si traduca in una forma di non corretto adempimento del generale dovere di protezione e degli specifici obblighi di prestazione gravanti sul contraente, ma non incide sulla genesi dell'atto negoziale, quanto meno nel senso che non è idonea a provocarne la nullità.

Correttamente rilevano le Sezioni Unite che tale distinzione appare in linea con i principi del codice civile: dal dovere che grava su ogni contraente di comportarsi

¹⁸⁵ SANTORO PASSERELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1983, pag. 171; CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1961, pag. 28; BARCELLONA, *Profili della teoria dell'errore nel negozio giuridico*, Milano, 1962, pag. 209 e ss.

secondo correttezza e buona fede, riconducibile al dovere di solidarietà fondato sull'art. 2 Cost., il codice civile fa discendere conseguenze che possono, a determinate condizioni, anche riflettersi sulla sopravvivenza dell'atto (come nel caso dell'annullamento per dolo o violenza, della rescissione per lesione o della risoluzione per inadempimento) e che in ogni caso comportano responsabilità risarcitoria (contrattuale o precontrattuale), ma che, per ciò stesso, non sono evidentemente mai considerate tali da determinare la nullità radicale del contratto, ancorché l'obbligo di comportarsi con correttezza e buona fede abbia indiscutibilmente carattere imperativo.¹⁸⁶

Conclusione, per certi versi, obbligata specie perché il dovere di buona fede, ed i doveri di comportamento in generale, sono troppo immancabilmente legati alle circostanze del caso concreto per poter assurgere, in via di principio, a requisiti di validità che la certezza dei rapporti impone di verificare secondo regole predefinite.

L'assunto secondo il quale, nella moderna legislazione (anche per incidenza della normativa europea), la distinzione tra norme di validità e norme di comportamento starebbe tuttavia sbiadendo e sarebbe in atto un fenomeno di trascinamento del principio di buona fede sul terreno del giudizio di validità

¹⁸⁶ La soluzione accolta nell'ordinamento inglese consiste letteralmente nella “*rescission*” del contratto, corrispondente all’ “annullamento” italiano. Testualmente, quanto ai rapporti tra annullamento e risarcimento del danno, le *sec. 1 e 2(2)* del *Misrepresentation Act* del 1967 prevede che quando una persona ha stipulato un contratto dopo che gli sono state rappresentate delle circostanze non rispondenti al vero, ha diritto di chiedere l’annullamento; tuttavia il giudice, quando ciò appaia equo può disporre che il contratto rimanga in forza e riconoscere il solo risarcimento del danno, cfr. SANGIOVANNI, *La responsabilità*, *op. cit.*, pag. 1173 e ss.

dell'atto non è sufficiente a dimostrare il già avvenuto sradicamento dell'anzidetto principio nel sistema del codice civile¹⁸⁷.

Né può obiettarsi, secondo la Corte, che la giurisprudenza ha in passato spesse volte individuato ipotesi di nullità nella violazione di norme che invece riguardano elementi estranei al contenuto ovvero alla struttura del contratto: per esempio, in caso di mancanza di una prescritta autorizzazione a contrarre¹⁸⁸, o di mancanza di necessari requisiti soggettivi di uno dei contraenti¹⁸⁹, oppure in caso di contratti le cui clausole siano tali da sottrarre una delle parti agli obblighi di controllo su di essa gravanti¹⁹⁰, ed inoltre in caso di circonvensione d'incapace¹⁹¹.

Vi sono ricomprese sicuramente anche le norme che, in assoluto, oppure in presenza o in difetto di determinate condizioni oggettive o soggettive, direttamente o indirettamente, vietano la stipulazione stessa del contratto: come è il caso dei contratti conclusi in assenza di una particolare autorizzazione al riguardo richiesta dalle legge, o in mancanza dell'iscrizione di uno dei contraenti

¹⁸⁷ Cfr. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione*, op. cit. pag. 4, secondo cui si comprende come l'impianto codicistico riservi all'ordinamento il compito di salvaguardare nel modo più ampio possibile i contratti ed il loro contenuto in quanto espressione della libertà personale ed economica del "soggetto di diritto". In questo quadro, i casi di nullità del contratto sono limitati alle ipotesi in cui la determinazione del soggetto – la sua condotta nel mercato - non abbia i requisiti espressamente richiesti dalla legge per assumere rilevanza giuridica, ovvero il contratto sia espressamente vietato. I casi di annullabilità, dal canto loro, sono chiamati a comporre il delicato equilibrio tra salvaguardia del processo di formazione della volontà ed affidamento della controparte. Il ricordato schema di base del diritto contrattuale fissato nel codice civile si riflette in modo sensibile sulla dimensione degli obblighi di correttezza e buona fede ex artt. 1175 e 1375 c.c. intese come strumenti di salvaguardia dell'interesse della controparte.

¹⁸⁸ Tra le altre, Cass. n. 20261 del 19 settembre 2006, in *Mass.* 1725.

¹⁸⁹ Cass. n. 16281 del 3 agosto 2005, in *Foro it.*, 2006, I, pag. 1814.

¹⁹⁰ Cass. n. 4605 del 8 luglio 1983, in *Foro it.*, 1983, I, pag. 2789.

in albi o registri cui la legge eventualmente condiziona la loro legittimazione a stipulare quel genere di contratto, e simili.

Se il legislatore vieta, in determinate circostanze, di stipulare il contratto e, nondimeno, il contratto viene stipulato, è la sua stessa esistenza a porsi in contrasto con la norma imperativa; e non par dubbio che ne discenda la nullità dell'atto per ragioni ancor più radicali di quelle dipendenti dalla contrarietà a norma imperativa del contenuto dell'atto medesimo.

Ma comunque non si tratterebbe di norme di comportamento afferenti alla concreta modalità delle trattative prenegoziali o al modo in cui è stata data di volta in volta attuazione agli obblighi contrattuali gravanti su una delle parti, bensì del fatto che il contratto è stato stipulato in situazioni che lo avrebbero dovuto impedire.

L'ideologia di fondo posta a fondamento del *dictum* è quella secondo cui nel settore dell'intermediazione finanziaria non è dato assolutamente rinvenire indici univoci dell'intenzione del Legislatore di trattare sempre e comunque le regole di comportamento, ivi comprese quelle concernenti i doveri d'informazione dell'altro contraente, alla stregua di regole di validità degli atti¹⁹².

E tale considerazione appare confermata dal tenore letterale delle norme dettate per disciplinare l'attività ed i contratti delle società d'intermediazione mobiliare, si constata immediatamente come il legislatore abbia espressamente ipotizzato alcune ipotesi di nullità, afferenti alla forma ed al contenuto pattizio dell'atto, nessuna delle quali appare tuttavia riconducibile alla violazione delle regole di

¹⁹² MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2008, 4, pag. 403 e ss..

comportamento gravanti sull'intermediario in tema di informazione del cliente e di divieto di operazioni in conflitto d'interessi o inadeguate al profilo patrimoniale del cliente medesimo.

Situazioni, queste ultime, che il legislatore ha invece evidentemente tenuto in considerazione per i loro eventuali risvolti in tema di responsabilità, laddove ha espressamente posto a carico dell'intermediario l'onere della prova di aver agito con la necessaria diligenza.

Richiamando la distinzione già prima tracciata tra gli obblighi che precedono ed accompagnano la stipulazione del contratto d'intermediazione e quelli che si riferiscono alla successiva fase esecutiva, può subito rilevarsi come la violazione dei primi (ove non si traduca addirittura in situazioni tali da determinare l'annullabilità del contratto per vizi del consenso) è naturalmente destinata a produrre una responsabilità di tipo precontrattuale, da cui ovviamente discende l'obbligo per l'intermediario di risarcire gli eventuali danni.

La giurisprudenza di legittimità già da tempo riconosce che la violazione dell'obbligo di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, assume rilievo non soltanto nel caso di rottura ingiustificata delle trattative, ovvero qualora sia stipulato un contratto invalido o inefficace, ma anche se il contratto concluso sia valido e tuttavia risulti pregiudizievole per la parte rimasta vittima del comportamento scorretto, come si desume peraltro dalla lettura dell'art. 1440 c.c. in tema di dolo incidente.

In siffatta ipotesi il risarcimento del danno deve essere commisurato al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento tenuto in violazione dell'obbligo di buona fede, salvo che sia dimostrata

l'esistenza di ulteriori danni che risultino collegati a detto comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto.

La violazione dei doveri dell'intermediario riguardanti, invece, la fase successiva alla stipulazione del contratto d'intermediazione, ovvero del divieto di compiere operazioni inadeguate o in conflitto d'interessi, può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale: giacché quei doveri, pur essendo di fonte legale, derivano da norme inderogabili e sono quindi destinati ad integrare a tutti gli effetti il regolamento negoziale vigente tra le parti.

Ne consegue che l'eventuale violazione, oltre a generare eventuali obblighi risarcitori in forza dei principi generali sull'inadempimento contrattuale, può, ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c., condurre anche alla risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria in corso.

5. L'intermediazione finanziaria tra *regole di validità* e *regole di comportamento*.

Gli obblighi di comportamento cui alludono le citate disposizioni della L. n. 1 del 1991, art. 6, prima, e dall'art. 21 del d.lgs. n. 58 del 1998, dopo, appaiono, secondo le Sezioni Unite, tutti in qualche modo finalizzati al rispetto della clausola generale consistente nel dovere per l'intermediario di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente.

Essi si collocano logicamente in parte nella fase che precede la stipulazione del contratto d'intermediazione finanziaria ed in altra parte nella fase esecutiva di esso.

Sarebbe attinente evidentemente alla fase prenegoziale l'obbligo di consegnare al cliente il documento informativo ed il dovere dell'intermediario di acquisire le informazioni necessarie in ordine alla situazione finanziaria del cliente, così da poter poi adeguare ad essa la successiva operatività.

Ma doveri d'informazione sussistono anche dopo la stipulazione del contratto d'intermediazione, e sono finalizzati alla sua corretta esecuzione: tale è il dovere di porre sempre il cliente in condizione di valutare appieno la natura, i rischi e le implicazioni delle singole operazioni d'investimento o di disinvestimento, nonché di ogni altro fatto necessario a disporre con consapevolezza dette operazioni, e tale è il dovere di comunicare per iscritto l'esistenza di eventuali situazioni di conflitto d'interesse, come condizione per poter eseguire ugualmente l'operazione se autorizzata.

Attengono poi del pari al momento esecutivo del contratto i doveri di contenuto negativo posti a carico dell'intermediario: quelli di non consigliare e di non effettuare operazioni di frequenza o dimensione eccessive rispetto alla situazione finanziaria del cliente, quindi inadeguate.

L'articolazione della fattispecie assume allora un ruolo essenziale nell'ottica di un'eventuale rilevanza delle violazioni ai fini della validità, ovvero dell'efficacia, del *master agreement* e dei contratti attuativi, perché la violazione può collegarsi all'uno od all'altro.

Ebbene, quanto al primo dovere, di informarsi sull'investitore, la sua esperienza finanziaria, la sua propensione al rischio, è evidente che esso incide sul *master agreement*, di cui costituisce inadempimento, e solo mediatamente sui contratti d'acquisto.

Nella formazione degli ordini di acquisto il dovere dell'intermediario di informarsi rileva solo strumentalmente: egli non può giudicare dell'idoneità dei prodotti finanziari se non è informato sul cliente.

Analoga conclusione quanto al dovere di informarsi sul grado di rischiosità dei prodotti finanziari: anch'esso incide sul contratto a monte, di cui può costituire inadempimento, e solo mediatamente sui contratti d'acquisto, rispetto ai quali rileva solo strumentalmente; l'intermediario non può giudicare dell'idoneità per il cliente dei prodotti finanziari se non ne conosce la rischiosità.

Molto più diretta la rilevanza ai fini dei contratti di acquisto del dovere di operare perché i clienti siano sempre adeguatamente informati, anche e soprattutto sulla natura, i rischi e le implicazioni della singola operazione.

Va da sé, infatti, che indirizzare il risparmiatore verso prodotti il cui rischio sia adeguato al suo profilo, è obbligazione specifica e centrale dell'intermediario.

L'investitore ricava dalle sue indicazioni la cognizione del prodotto propostogli o da lui ipotizzato per l'acquisto. Il dovere di rispettare il principio di adeguatezza tra le operazioni consigliate ed il profilo di ciascun cliente, opera specificamente nella formazione degli ordini di acquisto, assurgendo ad elemento essenziale dell'attività posta in essere.

L'ultimo dovere, di fonte legale, di evitare eventuali conflitti di interessi e nel caso informarne il cliente e trattarlo con equità, o addirittura astenersi da operazioni in conflitto, concerne ancora una volta il *momento attuativo*, e certamente rileva per la loro formazione. Forse non incide sul volere o non volere, ma certamente incide sull'avere o non avere oggettivo interesse all'acquisto.

Non sembrano sussistere particolari problemi applicativi in ordine alle domande di risarcimento avanzate per le anzidette violazioni. Ad ogni modo, trova applicazione il particolare regime probatorio, di inversione dell'onere della prova, favorevole al cliente.

Diversamente, permangono alcune perplessità derivanti anche dal fatto che le Sezioni Unite non hanno definitivamente risolto questioni a monte sulla natura e sui rapporti fra il *master agreement* ed i singoli *ordini* di acquisto/vendita degli strumenti finanziari, specie in relazione alla tesi della natura contrattuale (e non di atto di mera esecuzione del contratto di intermediazione finanziaria) dell'ordine di acquisto.

E la scissione fra contratto quadro e singoli ordine di negoziazione implica non univoci orientamenti in ordine all'oggetto della domanda di accertamento dell'inadempimento o della risoluzione: se per alcune pronunce giurisprudenziali, *ante* 2007, hanno autonoma valenza negoziale le fattispecie degli ordini, per altre sentenze di merito, diversamente oggetto della domanda di risoluzione dovrà essere il *master agreement*, pur ritenendosi, in ragione del prospettato inquadramento del contratto base nella categoria dei contratti di durata, che la risoluzione travolgerà il contratto limitatamente al solo ordine negoziato in difformità agli obblighi di condotta senza che la pronuncia si estenda agli altri ordini ed acquisiti posti in essere in forza del contratto base¹⁹³.

¹⁹³ Cfr. Trib. Catania 22 novembre 2005, *cit.*, secondo cui “Ad esser aggredito è il contratto base di investimento e non l'ordine, che costituisce solo un momento esecutivo e non un accordo”.

In sostanza, ciò che dicono le Sezioni Unite è, in linea teorica, condivisibile: riconosciuto che il rispetto delle regole di comportamento costituisce un dovere contrattuale, dunque dedotto *in obligatione*, a carico dell'intermediario, la relativa violazione può giustificare la relativa domanda di risoluzione.

Non è chiaro, però, ed il punto non è di poco conto all'interno delle aule giudiziarie, quale sia il contratto risolubile: *il master agreement o i relativi ordini, sempreché abbiano natura negoziale, ovvero entrambi?*

La soluzione al quesito non sembra poter essere ricavata implicitamente dal testo delle sentenze anzidette. Anzi, proprio la circostanza che le Sezioni Unite abbiano ricondotto il contratto di intermediazione nella categoria del “*contratto quadro*”¹⁹⁴, affermando, poi, che le successive “*operazioni*” possano “*consistere in atti di natura negoziale*” dal contenuto comunque “*attuativo*”, non fa che alimentare i dubbi sulla ricostruzione della fattispecie, in considerazione di quanto detto sopra a proposito della nozione del “*contratto quadro*”, delle “*operazioni*” e della scissione tra “*momento genetico e momento attuativo*” del rapporto.

Ma v'è di più. Una volta risolto il contratto a monte, posto che quest'ultimo costituisce un presupposto indefettibile dell'intermediazione finanziaria, per chiara ed inequivocabile volontà del Legislatore nazionale e comunitario, dovrebbe conseguentemente dichiararsi la nullità dei relativi ordini, qualora si

¹⁹⁴ ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.* 2008, 1, pag. 121, che pur muove dal diverso rilievo per il quale “trattandosi ... di un rapporto avente ad oggetto esclusivamente obblighi (di protezione) a carico di una sola parte, sarebbe inutile e privo di significato ammetterne la risoluzione, presupponendo invece tale rimedio un contratto con prestazioni o comunque obblighi corrispettivi di entrambi i contraenti”.

riconosca loro una natura negoziale, secondo lo schema del collegamento necessario¹⁹⁵, vuoi per difetto di un elemento essenziale degli stessi (la causa, ovvero la forma), vuoi per diretta violazione dell'art. 37 del Regolamento Intermediari della CONSOB¹⁹⁶.

A tale conclusione non osterebbe la rilevata distinzione tra norme di comportamento e norme di validità, appunto perché sia le norme sul contenuto che quelle sulla forma attengono ad elementi intrinseci della fattispecie, e risulta oramai assodato, per espresso riconoscimento delle Sezioni Unite, che le norme regolamentari emanate dalla CONSOB sulla prestazione dei servizi di investimento abbiano carattere “imperativo”, essendo dirette a tutelare non solo i singoli clienti ma l'efficienza del mercato stesso.

Quest'ultimo rilievo, peraltro, consente di risolvere positivamente la *querelle* sorta in ordine alle conseguenze della violazione delle norme regolamentari che prescrivano il contenuto *minimo* dei contratti di intermediazione.

Alla luce dei principi espressi dalle Sezioni Unite, può ben sostenersi che, oltre ad un meccanismo eventualmente integrativo ex art. 1339 c.c., per effetto di una possibile dichiarazione di nullità parziale ex art. 1419 c.c. del contenuto del

¹⁹⁵ LOBUONO, *La responsabilità*, op. cit., pag. 102 e ss., chiaramente orientato nel senso del riconoscimento di una struttura negoziale bifasica e a formazione progressiva.

¹⁹⁶ Secondo BELFIORE, *Si può fare a meno del contratto quadro nei servizi di investimento?*, in *Giur. mer.*, 7/8, 2007, pag. 1915, “La maggior parte delle sentenze che si sono occupate di questo tema, il contratto quadro costituisce un atto necessario, dato che il Regolamento Consob prevede che gli intermediari possono prestare i servizi di investimento solo sulla base di un contratto scritto. Perciò ...dalla mancanza del contratto quadro si fa derivare la nullità dell'intero rapporto. Questa corrente di opinione ha portato alle estreme conseguenze l'esposto principio...fino a ritenere nullo il contratto quadro stipulato dopo l'esecuzione dell'ordine, per il solo fatto di essere cronologicamente successivo. In sostanza, da questo tipo di pronunce emerge la regola che il singolo ordine di acquisto o vendita di titoli impartito dal cliente alla banca presuppone, per essere valido, la previa conclusione di un valido contratto-quadro”.

contratto in concreto difforme dal modello regolamentare, qualora invece il contratto non contenga pienamente i requisiti richiesti, questo possa essere dichiarato nullo, salvo poi interrogarsi se tale conseguenza vada ricondotta allo schema della nullità delineata ai sensi del primo comma dell'art. 1418 (c.d. virtuale), od invece al terzo comma dello stesso, per il richiamo alla norma regolamentare operato dall'art. 23 del T.U.F. nell'ipotesi di mancato rispetto delle “*forme prescritte*”.

Chiaramente differenti le conseguenze in uno o nell'altro caso. La norma sulla legittimazione relativa a far valere la nullità del contratto, contenuta nell'art. 23 del T.U.F. si riferisce espressamente solo all'ipotesi in cui il contratto non rispetti le “*forme prescritte*” e non agli altri casi di nullità, ragion per cui potrebbe sostenersi l'estensione della legittimazione a chiunque ne abbia interesse, ivi compreso l'intermediario.

Trattandosi di una norma speciale, infatti, derogatoria alla regola generale fissata dall'art. 1421 c.c., non può essere suscettibile di applicazione analogica alle ipotesi non contemplate dal T.U.F., quindi non applicabile alle *altre* cause di nullità.

Ma questi ultimi punti non sono stati oggetto di cognizione da parte della Suprema Corte, e ciò non fa altro che alimentare i dubbi e le incertezze sul piano dogmatico e su quello applicativo.

Vi è, infatti, un recente orientamento giurisprudenziale incline a valorizzare la declaratoria di nullità come rimedio alla violazione dei limiti fissati contrattualmente nel *master agreement*, nelle ipotesi di esecuzione di un ordine dal contenuto *ultroneo* rispetto a quest'ultimo.

In particolare, è stato sostenuta la nullità degli ordini di borsa, privi del necessario fondamento causale nel contratto quadro per avere ecceduto dai limiti oggettivi dello stesso, senza rispettare l'obbligo della forma scritta richiesta dall'art. 23, comma 1, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, così come la nullità derivata dei singoli ordini per nullità sopravvenuta del *master agreement* a seguito dell'entrata in vigore, *medio tempore* tra la data della stipula ed il conferimento, del d. lgs. 58/1998 e delle relative prescrizioni formali.

Il caso, particolarmente interessante, è stato affrontato dal Tribunale di Parma¹⁹⁷: la controversia era inerente alla possibilità di eseguire operazioni in contropartita diretta e, nella fattispecie, il contratto “quadro” era stato sottoscritto dai clienti nel settembre 1996, vale a dire prima dell'entrata in vigore del d.lgs. n. 58 del 1998, quindi nel vigore della l. n. 1 del 1991., mentre gli ordini furono conferiti nel 1999.

Ebbene il collegio giudicante ha concluso per l'invalidità dei singoli ordini impartiti a causa dell'invalidità del contratto, definito “quadro”, “sopravvenuta” per il mancato aggiornamento alle prescrizioni formali del decreto c.d. “Draghi”, accogliendo, dunque la tesi del massimo rigorismo formale che non sembra essere stata messa in discussione dalla pronuncia delle Sezioni Unite.

Più recentemente si schierano per la sanzione della nullità i giudici di merito¹⁹⁸, sia del *master agreement*, che dei singoli ordini, ad eccezione che per la

¹⁹⁷ Sent. n. 554/2008 in *Contr.*, 2008, 7, pag. 653

¹⁹⁸ Cfr. Trib. Mondovì, sent. n. 390 del 9 novembre 2010, Pres. Gandolfo, R.G. 1643/08, *inedita*; Trib. Alba, sent. n. 561 del 2 novembre 2010, Pres. Bochicchio, R.G. 994/09, *inedita*; Trib. Brescia, sent. n. 1375 del 29 aprile 2010, Pres. Spartà, R.G. 3012/08, *inedita*; Trib. Padova, sent. n. 668 del 23 marzo 2010, Pres. Amenduni, R.G. 8540/08, *inedita*, disponibili integralmente su www.ilcaso.it.

violazione dell'obbligo di consegna di una copia del contratto al cliente, che appare relegato all'area dei doveri di comportamento sanzionati con l'azione risarcitoria¹⁹⁹.

6. L'efficienza dei rimedi.

Ad ogni modo va precisato che il rimedio risolutorio postulerà uno scrutinio di gravità o meno dell'inadempimento, calibrato sul complesso delle prestazioni dedotte ed eseguite, nell'ambito del *master agreement* stesso, con la conseguenza che solo quando l'operazione, con riferimento alla quale si sia verificata la violazione della regola di comportamento, abbia un'incidenza significativa, nell'ambito del complesso delle operazioni poste in essere in attuazione del contratto quadro, potrà farsi luogo alla risoluzione del medesimo.

Così come la natura di contratto di durata del contratto quadro legittima, poi, l'applicazione dell'art. 1458, 1° co. c.c. e, dunque, l'estensione degli effetti della risoluzione al solo ordine con riferimento al quale si sia verificata la violazione, mentre rimangono non incise le prestazioni già eseguite ed in relazione all'attuazione delle quali non si sia verificata alcuna violazione²⁰⁰.

La scelta tra il rimedio dell'invalidità (che si accompagna all'azione di ripetizione dell'indebitito) e quello risarcitorio può essere analizzata dal punto di vista degli effetti sulle parti del contratto, creditore e debitore, oltre che della loro

¹⁹⁹ Recentemente, cfr. Trib. Bergamo, sent. 901 del 27 aprile 2009, Pres. Tibaldi, R.G. 12464/05, *inedita*, nonché Trib. Torino, n. 3600 del 26 maggio 2010, Pres. Dominici, R.G. 36677/07, *inedita*, entrambe integralmente disponibili sul sito www.ilcaso.it.

²⁰⁰ SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, *op. cit.*, pag. 1105.

efficienza (di sistema) nella distribuzione dei costi correlati al danno e della loro conseguente rilevanza come deterrente al compimento di future infedeltà²⁰¹.

È chiaro come il dibattito sulla scelta dei rimedi azionabili nei confronti degli intermediari abbia risentito in misura rilevante della necessità di offrire, ai clienti, un mezzo efficace di tutela delle proprie posizioni soggettive individuali, che al contempo realizzassero un'efficace strumento di *private enforcement* a vantaggio dell'intero mercato.

Cosicché l'adesione alla tesi della nullità è sembrata, per certi aspetti, obbligata posto che essa rappresenta la massima reazione dell'ordinamento nei confronti di un atto privato, ma non perché questa abbia un carattere sanzionatorio, sconosciuto al sistema delle invalidità, quanto perché il carattere sanzionatorio le è accessorio per gli effetti restitutori che la nullità genera, secondo le regole della ripetizione dell'indebito (*quod nullum est nullum effectum producit*)²⁰².

Ed è il caso di notare che sotto il profilo pratico essa è anche più efficiente del rimedio risarcitorio, perché si sottrae a qualsiasi problema di nesso di causalità e di quantificazione del danno.

²⁰¹ La tesi della nullità inoltre è stata criticata per essere, inoltre, una “via breve per giungere alla compensazione dell'investitore da parte di una *deep pocket* sicuramente capiente”, PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. dir. soc.*, 1, 2005, pag. 1012; Id. *Regole di comportamento e tutele degli investitori, Less is more*. In *Banca borsa*, 5, 2010, pag. 537 e ss.. Cfr. pure sul punto DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 2, pag. 1284 e ss., nonché COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, IV, 2006, pag. 541.

²⁰² Cfr. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni ed un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, II, 2008, pag. 352 e ss., secondo cui il rapporto tra interessi dei clienti ed integrità del mercato è problema delicato, dal momento che la legge testualmente individua questi due valori quali obiettivi di fondo della regolazione e dell'azione degli intermediari. È, dunque, merito della dottrina e delle stesse sezioni unite aver attratto l'attenzione sul difficile coordinamento tra sanzioni riservate ai contratti sul piano civilistico e buon funzionamento, “integrità” del mercato.

Gli aspetti sui quali si ritiene opportuna qualche ulteriore riflessione riguardano la ripartizione dell'onere probatorio ed il nesso di causalità tra l'inadempimento dell'intermediario ed il danno.

La giurisprudenza più recente afferma che l'investitore è tenuto ad allegare l'inadempimento e a fornire, anche sulla base di presunzioni, la prova del nesso di causalità tra il danno e l'inadempimento, mentre l'intermediario deve provare l'avvenuto adempimento delle obbligazioni poste a suo carico e di aver comunque agito con la specifica diligenza richiesta²⁰³.

Diversamente le Sezioni Unite, svalutando la distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato, hanno precisato che l'onere probatorio del creditore che agisca tanto per l'adempimento quanto per il risarcimento del danno derivante dall'inadempimento è limitato alla prova del danno ed all'allegazione di un inadempimento astrattamente idoneo a provocarlo, spettando invece al debitore l'onere di provare di aver adempiuto con la dovuta diligenza o che, pur in presenza di un inadempimento, esso non è stato la causa del danno²⁰⁴.

La ripartizione dell'onere probatorio nelle azioni risarcitorie tra cliente ed intermediario, sancita dall'art. 23 del T.U.F. , ha fatto registrare interpretazioni contrastanti in dottrina e in giurisprudenza. Un primo orientamento ha affermato che essa non ha una portata innovativa rispetto alla tradizionale ripartizione degli

²⁰³ Cass. n. 3773 del 17 febbraio 2009, in www.ilcaso.it, con nota di FIORIO, *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, documento n. 169/2009.

²⁰⁴ Cass., Sez. Un., 11 gennaio 2008, n. 577, in *Danno e resp.*, 2008, pag. 871 e ss.

oneri probatori, quale risultante dall'ordinaria azione risarcitoria *ex contractu* di cui all'art. 1218 c.c.²⁰⁵

Secondo tale impostazione, mentre il convenuto in un'azione di responsabilità contrattuale ai sensi dell'art. 1218 c.c. deve provare che l'inadempimento è stato determinato da “*impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile*”, il convenuto nel giudizio promosso da un investitore deve fornire, ai sensi dell'art. 23 del T.U.F., la prova di aver agito con la “*specifico diligenza richiesta*”,

Sulla base di tali considerazioni parte della giurisprudenza ha affermato che la prova del nesso di causalità spetta sempre all'investitore che agisca in giudizio²⁰⁶.

Tuttavia, per attribuire all'art. 23 del T.U.F. una specifica portata normativa, si è ravvisata una doppia deroga ai principi codicistici in materia di prova del danno contrattuale, in forza della quale al debitore (intermediario) sarebbe richiesta la prova di aver tenuto un comportamento diligente nonché quella, ulteriore, dell'assenza del nesso di causalità tra l'inadempimento ed il danno²⁰⁷.

Altrimenti la distinzione tra ripartizione dell'onere della prova sarebbe davvero esigua e forse relegata alle minori ipotesi nelle quali le Sezioni Unite hanno ravvisato una responsabilità precontrattuale dell'intermediario, limitata alla

²⁰⁵ Sui profili dell'azione risarcitoria ex art. 23 del Testo Unico cfr. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, Torino, 1991, pag. 86; ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, pag. 381 e ss. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2003, pag. 133.

²⁰⁶ Orientamento espresso dal Trib. Milano nella sent. n. 542 del 10 gennaio 2007, Pres. Di Blasi, R.G. 75980/05, *inedita*, testo integrale su www.ilcaso.it.

²⁰⁷ CARBONETTI, *I contratti*, *op. cit.*, pag. 24 e ss.

violazione degli obblighi che stanno a monte della sottoscrizione del contratto quadro.

Si deve infatti considerare che nelle azioni risarcitorie promosse dagli investitori la valutazione del nesso eziologico richiede la comparazione tra un dato di fatto certo (ovvero la decisione di investimento-dininvestimento in presenza di informazioni inesatte) e il comportamento ipotetico che l'investitore avrebbe tenuto in presenza di un complesso informativo corretto.

La giurisprudenza in diverse occasioni ha, infatti, sottolineato che la prova del nesso di causalità, anche mediante il ricorso a presunzioni di fatto, richiede di verificare se l'investitore adeguatamente informato non avrebbe acquistato quello specifico strumento finanziario o avrebbe effettuato un investimento di minori dimensioni.

Ne consegue che il nesso di causalità non può mai essere valutato in senso naturalistico, dovendosi invece seguire un criterio necessariamente ipotetico o virtuale in forza del quale sia possibile presumere che, in presenza delle informazioni sul rischio dell'investimento omesse, il comportamento virtuale del danneggiato si sarebbe appunto discostato da quello storico²⁰⁸.

²⁰⁸ Cass. n. 2305 del 2 febbraio 2007, in. in *Foro it.*, 2007, I, 1097, secondo cui la valutazione del nesso di causalità giuridica, tanto sotto il profilo della dipendenza dell'evento dai suoi antecedenti fattuali, quanto sotto quello della individuazione del nuovo fatto interveniente, si compie secondo criteri o di probabilità scientifica, se esaustivi, o di logica aristotelica, se appare non praticabile o insufficiente il ricorso a leggi scientifiche di copertura. In termini assolutamente sintetici (rispetto ad un vasto e complesso dibattito) è possibile affermare che l'originario criterio statistico, posto alla base del sillogismo causale è stato soppiantato da quello dell'alta probabilità logica, nel senso che quest'ultima consiste nel grado di credenza nazionale nel verificarsi di un evento, atteso che la statistica mal si attaglia all'analisi di accadimenti individuali, che postulano un apprezzamento logico di tutte le circostanze del caso concreto, con particolare riferimento alle circostanze differenziali rispetto alla situazione astratta cui si riferisce un dato statistico".

Discorso parzialmente diverso, con riferimento alle violazioni degli *obblighi di non fare*, fra i quali la condotta dell'intermediario posta in essere nonostante il divieto di agire in conflitto di interessi ovvero di eseguire operazioni *non suitable*.

Ai sensi dell'art. 1222 la violazione delle obbligazioni di non fare “*costituisce di per sé inadempimento*” e renderebbe irrilevante ogni indagine circa la sussistenza del nesso di causalità²⁰⁹.

Per tale via, si coglie la rilevanza attribuita dall'art. 1223 c.c. al nesso causale tra inadempimento e danno: sono risarcibili i danni conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento.

Ovvero di tutte le altre regole che concorrono a delimitare l'ambito del danno risarcibile: la regola c.d. della causa successiva ipotetica, ricavabile *ex art.* 1221 c.c., in base alla quale il danno risarcibile è ridotto nella misura in cui altre cause non imputabili avrebbero ugualmente arrecato al creditore il danno prodotto dall'inadempimento; la regola del concorso di colpa del creditore, che prevede una riduzione del risarcimento in guisa della gravità della colpa e dell'entità delle conseguenze che sono derivate dal fatto colposo del danneggiato; la regola, prevista dall'art. 1227, comma 2 c.c., che esclude il risarcimento per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza; la regola non codificata, ma riconosciuta come massima di diritto positivo dalla giurisprudenza, della *compensatio lucri cum damno*, in base alla quale la determinazione del danno risarcibile deve scontare gli (eventuali) effetti

²⁰⁹ INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi*, in *Corr. giur.*, 7, 2009, *passim*; in senso conforme, recentemente Trib. Venezia, del 24 giugno 2010, Pres. Rigoni, R.G. 5099/09, *inedita*, testo integrale disponibile su www.ilcaso.it.

vantaggiosi che hanno causa diretta nell'inadempimento; infine la regola della prevedibilità del danno ex art. 1225 c.c. che limita, nel caso di inadempimento colposo, il risarcimento ai soli danni che potevano prevedersi.

Il rimedio risarcitorio potrebbe apparire, dunque, soffice e poco costoso per intermediari infedeli o negligenti.

Le difficoltà legate alla prova (questa a carico dell'investitore) della causalità giuridicamente rilevante, del dolo dell'intermediario ai fini del superamento del limite della prevedibilità del danno, nonché i limiti connessi alla quantificazione del danno in materia (pre)contrattuale sembrano impedire un adeguato risarcimento a favore dell'investitore danneggiato, agevolando fenomeni distorsivi di *underdeterrence* che, come noto, si accompagnano a fenomeni di *undercompensation*.

La responsabilità risarcitoria potrebbe non scontare a sufficienza gli alti costi probabilistici connessi all'accertamento dell'illecito in un settore, come quello finanziario, altamente sofisticato, e ciò a prescindere dall'inversione dell'onere della prova (che inversione tecnicamente non è).

Da un punto di vista economico, la ripetizione dell'indebito che si accompagna all'invalidità del contratto di borsa, sembra comportare una completa "internalizzazione" dei costi in capo all'impresa di investimento che ha causato il pregiudizio (al mercato) costituendo un robusto deterrente contro future azioni infedeli²¹⁰.

²¹⁰ SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori; note critiche a Cassazione S.U. 19 dicembre 2007 n. 26725*, in *Dir. fall.*, 2008, II, 1 ss.

Seguendo questa prospettiva, non è dubbio che il rimedio restitutorio assolve in modo più incisivo alle finalità di prevenzione intimamente connesse alle esigenze pubbliche delineate.

In altri termini, la responsabilità attesa di siffatto rimedio sembra più idonea a indurre l'intermediario a rispettare il modello di diligenza previsto dalla normativa di settore, rispetto al rimedio risarcitorio connesso a una responsabilità per colpa.

Inoltre, è stato tra l'altro osservato che il rimedio restitutorio (la ripetizione dell'indebitato che si correla al vizio genetico) "immunizza" il risparmiatore dagli eventuali danni conseguenti all'andamento del mercato, in quanto escluderebbe l'eventuale incidenza del fatto colposo del danneggiato e il rapporto di causalità tra il pregiudizio lamentato e la condotta dell'impresa d'investimento²¹¹.

Tuttavia, il rimedio restitutorio conseguente alla declaratoria di nullità, dal canto suo, nemmeno appare pienamente efficiente.

Innanzitutto perché, travolto il *master agreement* da una declaratoria di nullità insanabile, verrebbero travolti tutti gli ordini a valle compresi quelli, per così dire "*in bonis*", cioè economicamente favorevoli al cliente. Con l'ovvia conseguenza che, in talune ipotesi, il cliente guadagnerebbe da un lato e perderebbe dall'altro, restando aperti i problemi relativi all'azione risarcitoria, che in siffatta evenienza sarebbe diretta anche a conseguire le utilità cauducate per effetto della nullità stessa.

²¹¹ PERRONE, *Servizi di investimento, op. cit.*, pag. 1012; recentemente, *Regole di comportamento, op. cit.*, pag. 537 e ss..

Certo, potrebbe sostenersi analogicamente l'applicazione della regola dell'eccezione di parte prevista nell'art. 23 del T.U.F., che salverebbe così il cliente da una tale conseguenza, ma siffatta soluzione sembra poco sostenibile, in quanto essa è dettata espressamente per i solo vizi formali del contratto e, dunque, si pone in un rapporto di specialità rispetto alla regola generale fissata dall'art. 1421 c.c., che ne escluderebbe qualsiasi estensione oltre la previsione normativa.

7. Il meccanismo delle restituzioni.

Un altro aspetto particolarmente rilevante riguarda il meccanismo delle restituzioni del contratto a monte.

La nullità infatti comporta l'obbligo delle restituzioni ed la corresponsione degli interessi dal giorno del pagamento in caso di mala fede dell'*accipiens*, secondo il dettato dell'art. 2033 c.c., mentre in caso di risoluzione si ritiene che l'obbligo restitutorio non dovrebbe estendersi alle prestazioni già eseguite, in forza del disposto di cui all'art. 1458 c.c..

La riconduzione della fattispecie nello schema del mandato incide non poco sul meccanismo delle restituzioni, sia che si adotti la soluzione del vizio genetico del contratto, che si accolga la soluzione risarcitoria offerta dalle Sezioni Unite nel 2007.

È stato sostenuto, invero, che il rimedio della nullità appare in realtà impraticabile ed incongruo anche dal punto di vista dell'ambito soggettivo di applicabilità del medesimo, che non può che essere limitato "*alle sole parti del contratto che sia in ipotesi affetto da nullità*".

In sostanza, l'intermediario potrà essere tenuto alla restituzione delle somme investite solo quando le abbia incassate “*come corrispettivo dovutogli per la cessione di titoli che erano già nel suo portafoglio* (ceduti, quindi, in contropartita diretta) *ovvero come mezzi somministratigli dal cliente ai sensi dell'art. 1719 c.c. per l'esecuzione di un mandato senza rappresentanza, avente per oggetto l'acquisto degli strumenti finanziari*”²¹², restando a carico dell'intermediario-mandatario l'acquisto effettuato.

Occorre preliminarmente chiedersi, al riguardo, se il meccanismo delineato dagli artt. 1705 e 1706 del c.c. con riferimento al mandato di acquisto di beni mobili, consenta soluzioni diverse.

La dottrina italiana in un primo approccio al peculiare meccanismo funzionale di cui all'art. 1705, ritenne inaccettabile l'opinione (peraltro espressa dal guardasigilli nella Relazione al codice) secondo cui l'art. 1705 c. 2 e l'art. 1707 prima parte attribuivano al mandante un'azione in via diretta contro il terzo contraente, ravvisandovi piuttosto gli estremi dell'azione surrogatoria, fondata sulla titolarità sostanziale del credito in capo al mandatario in speculare simmetria con l'azione di rivendica di cui al successivo art. 1706²¹³.

Sulla premessa per cui l'espressione “*sostituendosi al mandatario*” sarebbe ingannevole, si è fatta strada la tesi che l'iniziativa del mandante non darebbe luogo ad atti costituenti cause o titoli dell'acquisto, perché l'effetto traslativo

²¹² ALBANESE, *Regole di condotta*, op. cit., pag. 107 e ss..

²¹³ PUGLIATTI, *Rilevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta*, 1959, ora in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, passim; SANTAGATA, *Crediti ex mandato e sostituzione del mandante*, Riv. dir. civ., I, 1963, pag. 628 e ss.. LUMINOSO, voce *Mandato, commissione e spedizione*, in CICU- MESSINEO (diretto da) *Trattato di diritto civile e commerciale, continuato da Mengoni*, XXXII Milano, 1984, passim.

viene presupposto come già effettuato, in forza di un'efficacia (non diretta ma) automatica dell'acquisto da parte del mandante dei beni o dei crediti acquisiti dal mandatario (che “acquista e perde” al tempo stesso), producendo un'espansione del rapporto di gestione²¹⁴.

Diversamente, è stato riconosciuto al mandante il potere di appropriarsi della titolarità dei crediti sulla base di una *cessio legis*, cioè, di fonte legale, ma rimessa all'iniziativa dell'interessato: un diritto potestativo alla surrogazione, dunque, in forza del quale il mandante subentra nella titolarità del credito del mandatario.

La principale obiezione mossa a tale tesi, quella per cui il disposto della prima parte del secondo comma dell'art. 1705, predicando il generale principio che i terzi non hanno alcun rapporto con il mandante, sicché i due rapporti non possono confluire in uno, non ammette in alcun modo e sotto nessuna forma una successione di soggetti.

Alla luce del carattere eventuale dell'acquisto del credito verso il terzo da parte del mandante e del valore programmatico del mandato, altra attenta dottrina esclude ogni ipotesi di effetto traslativo immediato del credito in favore del mandante, scorrendo espressamente di *condicio iuris* meramente potestativa inerente al mandato (tanto che il mandatario, in difetto di *relevatio* del mandante, rimarrebbe tenuto ad esercitare il credito nei confronti del terzo e a rimettere al mandante la prestazione ricevuta).

²¹⁴ Cfr. MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, Milano, 1984, *passim*. LUMINOSO, *Mandato, commissione e spedizione*, *op. cit.*, *passim*, SACCO, *Il contratto*, tomo I, in R. SACCO (diretto da) *Trattato di diritto civile*, Torino, 1993. CARNEVALI, voce “Mandato”, *Enc. giur.*, XIX, 1990. CARRARO, *Il mandato ad alienare*, Padova, 1947. C. M. BIANCA, *Il contratto*, Diritto civile vol. 3, ult. ed., *passim*.

La sostituzione sarebbe quindi, da un lato, avveramento della condizione sospensiva, dall'altro, formalità equivalente alla notificazione della cessione al debitore ceduto, secondo il paradigma, esportabile in *parte qua* alla fattispecie, dell'art. 1264 comma 1 c.c.

Si afferma, così, da un canto, che l'intima *ratio* della facoltà di cui al 1705 c. 2, la cui funzione consiste nell'attribuire al mandante un rimedio idoneo all'emanazione di una sentenza che trasferisca a suo favore il credito appartenente al debitore principale, conduce alla conclusione che, pur mancando una "immediatezza di contatto" tra mandante e terzo, l'eccezionale forma di sostituzione in parola non potrebbe da sola giustificare una eteromodificazione di un contratto rispetto a cui il mandante continua ad essere terzo dall'altro, che la titolarità dei crediti resta ferma in testa al mandatario mentre, con la sostituzione nell'esercizio del suo diritto, il mandatario perde la sua originaria legittimazione, senza che il mandante possa avere azione diretta, perché non diventa parte contraente del rapporto gestorio; dall'altro ancora previa individuazione di tre posizioni relative all'oggetto della sostituzione: quella che contempla la sostituzione in tutte le posizioni attive e passive facenti capo ai mandatario; quella che implica sostituzione nei soli diritti di credito²¹⁵; quella che comprende nella facoltà di sostituzione i poteri contrattuali di annullamento, risoluzione, rescissione), che il criterio di selezione gravita intorno alla natura del diritto, con conseguente estensione della sostituzione a tutti i diritti di natura patrimoniale, purché non personali (azionabili mediante il ricorso all'azione surrogatoria di cui

²¹⁵ Cass. n. 1118 del 1998 del 4 febbraio 1998, in *Riv. dir. trib.*, 1998, II, pag. 739.

all'art. 2900), anche se la conclusione dovrebbe essere diversa per l'azione di risarcimento dei danni, perché la sostituzione del mandante non influirebbe in alcun modo sulla dinamica del rapporto contrattuale in vita tra il mandatario e il terzo (con la fondamentale precisazione secondo cui il mandante potrebbe richiedere a titolo risarcitorio non il danno da lui medesimo risentito, ma quello sofferto dal mandatario, perché il mandante non è controparte del terzo e quest'ultimo non può essere costretto a rifondere le perdite di estranei).

Altra tesi, diversamente, ricostruisce la fattispecie traslativa sulla base di una dissociazione fra il soggetto dell'*atto* e il soggetto dell'*interesse*, qualificandolo come carattere connaturato a tutte le attività interpositive.

Si critica poi l'adozione del criterio formale della spendita del nome come chiave selettiva dell'effetto del trasferimento diretto dal terzo al titolare dell'interesse, qualificando, viceversa, proprio il criterio sostanziale della titolarità dell'interesse come idoneo a fondare il meccanismo effettuale (e precisando che l'adozione di un criterio formale comporterebbe non pochi interrogativi in ordine all'elemento causale dell'atto compiuto dall'interposto).

Il trasferimento degli effetti sarà, allora, non diretto ma automatico, senza necessità di un atto traslativo *ad hoc* da compiersi da parte del mandatario.

L'acquisto del diritto, contemporaneo in capo al mandante e al mandatario, si riflette automaticamente e senza soluzione di continuità temporale in capo al primo (scandito sincronicamente secondo la successione temporale acquisto/perdita in capo al mandatario): la differenza con la rappresentanza diretta si riduce così a ciò che, in essa, il cooperatore rappresentante non acquista

affatto, mentre nella rappresentanza indiretta egli acquista e perde nello stesso istante.

L'ostacolo dell'acquisto dei beni immobili, in cui la necessità del doppio trasferimento appare testuale (art. 1706 secondo comma c.c.), è destinato a sua volta a risolversi considerando che la differenza di disciplina ripete la sua genesi non da un differente assetto di interesse sostanziale, ma esclusivamente dall'esistenza di profili formali che regolano la circolazione immobiliare.

La questione della legittimazione del mandante nell'ambito del mandato avente per oggetto beni mobili, è stata oggetto di una recente pronunzia della Corte di Cassazione, resa a Sezioni Unite²¹⁶, in cui è stato affermato il principio dell'irrelevanza per il terzo dell'interesse del mandante, da ciò derivando anche l'ulteriore principio secondo cui il mandante non è legittimato ad agire nei confronti del terzo in relazione ad alcuna azione contrattuale, sia essa di risoluzione, di annullamento, di rescissione o di risarcimento del danno.

Talché l'interesse del mandante è irrilevante per il terzo non soltanto nella fase dell'esecuzione del contratto, ma anche nella fase che precede la conclusione, posto che il terzo conclude un contratto perfettamente valido con il mandatario anche se è consapevole che esso non risponde all'interesse del mandante, al quale gli effetti del contratto sono destinati ad essere trasferiti da parte del mandatario.

²¹⁶ Sezioni Unite, n. 24772 dell'8 ottobre 2008, in *Riv. Not.*, 2009, IV, con nota di MAZZOTTA, *Le Sezioni Unite risolvono un duplice contrasto giurisprudenziale in materia di mandato ed azione generale di arricchimento*, pag. 1043 e ss. Viene sancito il principio secondo cui l'azione diretta del mandante nei confronti del terzo riguarda solo l'esercizio dei diritti sostanziali acquistati dal mandatario senza rappresentanza.

La tutela della posizione del terzo si giustifica ampiamente perché favorisce la sicurezza dei traffici giuridici ed economici e mette al riparo costui dalla possibilità di assumere un “rischio” di posizione derivante dal contratto, per il solo fatto che il titolare dell’interesse dedotto non sia il soggetto con cui ha effettivamente contrattato.

L’irrelevanza per il terzo dell’interesse del mandante esclude anche la responsabilità del terzo per le conseguenze che i suoi inadempimenti (del contratto concluso con il mandatario) producono in termini di lesione dell’interesse del mandante, essendo rilevante soltanto la lesione dell’interesse del mandatario, che è la sola ed unica controparte del terzo, nonché qualsiasi posizione di garanzia del terzo nei confronti del mandante, quand’anche sia a conoscenza dell’infedeltà del mandatario verso quest’ultimo.

In sostanza, quand’anche il terzo sia perfettamente a conoscenza che il mandatario agisce in danno del mandante, egli non è garante della cura dell’interesse del mandante, né può essere chiamato a risponderne.

Le Sezioni Unite si pongono in linea di continuità con una non recente sentenza della Corte Suprema la quale aveva negato che nel caso di contratto annullabile ex art. 1394 cod. civ. sia responsabile, oltre al rappresentante, anche il terzo.

Per converso la giurisprudenza di merito, pure non recente, si è rivelata sovente più generosa verso il rappresentato: una sentenza fondava la responsabilità del terzo sulla “conoscenza” del conflitto di interessi, che farebbe “sorgere” in capo al terzo contraente “un obbligo di correttezza (artt. 1175 e 1337), portante all’astensione dal concludere il negozio”, mentre, altro orientamento, limita la responsabilità del terzo al caso di collusione.

Ne consegue, dunque, che il meccanismo delle restituzioni andrebbe delineato nel senso che l'investitore dovrà restituire i titoli oggetto di acquisto e l'intermediario le somme incassate, rimanendo questi vincolato verso il terzo cedente.

Appunto perché egli acquista e perde allo stesso tempo, cosicché il meccanismo delineato sebbene non renda necessario un atto di ritrasferimento nei confronti del cliente non determina comunque un contatto diretto, e dunque un effetto direttamente traslativo, tra il cliente acquirente e il terzo cedente.

A ben vedere, ci si potrebbe chiedere come mai oggetto della disamina in dottrina e in giurisprudenza, sia pur sempre il mandato a vendere e non quello ad acquistare: in verità è facilmente immaginabile la risposta.

Il sistema delle regole di comportamento appare delineato con riferimento alla fattispecie dell'acquisto, perché la trasformazione del "denaro" verso "titoli" è sempre un'operazione più pericolosa dell'inverso, specie con riguardo agli interesse dei piccoli risparmiatori *retail*, che sono i diretti destinatari della normativa di protezione.

È più agevole comprendere il reale "valore" del denaro che quello dei "titoli", dipendente da una serie di variabili, conosciute o incerte, dunque aleatorie; in ciò sta la differenza ontologica tra operazioni di investimento, che presuppongono un acquisto, da quelle di disinvestimento che al contrario monetizzano un valore finanziario.

Che l'intermediario resti obbligato rispetto ai terzi con i quali abbia, eventualmente contrattato per conto del cliente, sembra, dunque fuori da ogni dubbio.

Tale conclusione non appare destinata a mutare quand'anche si superasse lo schema del mandato come archetipo della fattispecie di intermediazione.

Ed invero, il riconoscimento di una possibile natura negoziale degli ordini a valle del “*master agreement*”, sotto forma di proposta e successiva esecuzione di un contratto di compravendita, ovvero, come predicato in talune decisioni di merito, come proposta di mandato a vendere a acquistare, non sembra decisiva al fine di spiegare *perché* l'intermediario rimanga obbligato verso i terzi.

Quest'ultimo è comunque unica controparte nel mercato e l'investitore non intraprende alcun rapporto giuridico o di fatto se non con l'intermediario medesimo.

Diversamente, maggiori perplessità sorgono nell'ipotesi in cui si riconduca la prestazione dei servizi di investimento allo schema della mediazione, come in passato è stato fatto. Tali perplessità derivano tuttavia dalle incertezze, sopra delineate, sulla natura giuridica della stessa mediazione, se si tratti in sostanza di una mera attività materiale del mediatore o giuridica.

Dall'accoglimento dell'una ovvero dell'altra sono alquanto scontate le conseguenze: il cliente investitore vestirebbe il ruolo di controparte del terzo, cosicché il rimedio restitutorio andrebbe di fatto a travolgere il rapporto con questi. Ma come già chiarito, siffatta impostazione è stata del tutto superata, proprio in considerazione dell'esigenza, espressa anche in ambito comunitario, di responsabilizzare l'intermediario quale “*protective gatekeeper*”.

Altro caso, invece, è quello relativo alle restituzioni in caso di adesione ad OPV, OPS, ovvero OPSc. Ci si riferisce più esattamente al caso del collocamento puro

e semplice, senza assunzione del rischio di posizione da parte dell'intermediario, o acquisto a fermo.

In tal caso, la responsabilità che può attribuirsi all'intermediario che abbia sollecitato l'investimento non potrebbe che essere solo quella risarcitoria, per violazione dei propri obblighi di comportamento, mentre non vi dovrebbe essere spazio per alcun tipo di rimedio restitutorio, sia nei confronti di questi, giacchè le somme incassate dal cliente non erano dirette a suo vantaggio, né nei confronti della società emittente/offerente salvo il caso di frode da parte di questi.

8. L'annullamento del contratto come residuale strumento di tutela.

La possibilità di un, eventuale, utile esperimento dell'azione di annullamento sembra essere relegata ai margini del quadro degli strumenti di tutela delineati dalle Sezioni Unite.

Infatti, la distinzione tra regole di comportamento e regole di validità, che si sostanzia nell'accoglimento della risoluzione e del risarcimento dei danni come strumenti naturalmente deputati alla tutela dei risparmiatori rispetto alle violazioni dei doveri di comportamento, poste in essere dagli intermediari, sembra lasciare poco spazio al vizio genetico del contratto.

Tuttavia, le possibili azioni di annullamento la cui ammissibilità non è stata negata dal Supremo Collegio, necessitano di alcune riflessioni.

Innanzitutto, viene in rilievo l'azione di annullamento esperibile nelle ipotesi in cui un intermediario ponga in essere un'operazione in conflitto di interessi.

Ai sensi dell'art. 27 reg. CONSOB del 1998 (oggi sostituito dalla citata delibera 16190/2007): "Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un

interesse, 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 sull'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto l'effettuazione dell'operazione”.

Fermo restando che non è sufficiente una mera deduzione dell'esistenza di una situazione di conflitto ma grava a carico dell'investitore/attore l'onere di allegare i fatti costitutivi ed integrativi del dedotto conflitto, il semplice fatto dell'esistenza di una esposizione creditoria della banca nei confronti dello stesso emittente non determina di per sé la sussistenza del conflitto di interesse, secondo le medesime indicazioni della CONSOB ed analogamente si è escluso il conflitto ogniqualvolta la banca realizza un guadagno fra il prezzo di acquisto ed il prezzo di vendita o riceve il pagamento di una commissione.

Per contro è stata configurata una situazione di conflitto di interessi a carico di Banca Intesa S.p.A. in relazione alla vendita di obbligazioni Cirio Holding Luxembourg esclusivamente in ragione della circostanza che aveva fatto parte del consorzio di collocamento la Caboto, società appartenente al gruppo Banca Intesa²¹⁷.

Per alcune sentenze la mera omissione della segnalazione comporta la violazione del divieto²¹⁸, mentre per altre sarebbe necessario accertare un effettivo pregiudizio: si è affermato che la norma costituisce un'ipotesi speciale rispetto

²¹⁷ Trib. Torre Annunziata, sentenza del 27 giugno 2007, con nota di SANGIOVANNI, *Acquisto di obbligazioni e risoluzione del contratto*, in *Contr.*, 2008, 1, pag. 5 e ss..

²¹⁸ Trib. Vigevano, del 7 agosto 2006, Pres. Scarzella, R.G. 1804/05, *inedita*, testo integrale disponibile su www.ilcaso.it.

agli artt. 1394 e 1395 c.c. con conseguente irrilevanza del conflitto se all'utilità del rappresentante non segua o possa seguire un danno per il rappresentato²¹⁹.

Diversamente, se ci pone fuori dallo schema del mandato, non sembra possibile alcun richiamo alla disciplina codicistica del conflitto di interessi e della relativa azione.

L'unica azione possibile, a ben vedere, sarebbe quella risarcitoria o di risoluzione. La costruzione bifasica del rapporto, infatti, presenta il limite di non riuscire a spiegare come da un contratto possano derivare obblighi di comportamento nell'interesse altrui, quindi l'*attività*, essenzialmente intesa nel suo aspetto dinamico.

Analogamente, l'azione di annullamento ordinaria per errore essenziale e riconoscibile (artt. 1439-1341 c.c.), ovvero per dolo, presenta il problema dell'esatta qualificazione della fattispecie.

Sebbene, astrattamente non appaia in dubbio che il contratto concluso per effetto di disinformazione sulla reale adeguatezza del titolo al profilo dell'investitore

²¹⁹ In particolare la Cassazione (nelle più volte citate sentenze "Rodorf"), dopo aver escluso che l'omissione degli adempimenti prescritti determini la nullità del contratto per difetto di forma, ha affermato che questa può assumere rilievo alla stregua della disciplina generale, prevista dagli artt. 1394 e 1395 c.c., che però, in difetto di una domanda di parte non aveva potuto trovare applicazione nella controversia concretamente decisa.

Secondo ALBANESE, *Regole di condotta, op cit.*, pag. 116, la soluzione della questione non sembra peraltro poter prescindere dalla ricostruzione che si ritiene di dare alla fattispecie che determina l'annullamento del contratto per conflitto d'interessi, come inadempimento qualificato delle obbligazioni nascenti dal rapporto di gestione, opponibile al terzo se da questi conosciuto o conoscibile, ovvero come mera violazione del rapporto instauratosi mediante la procura. È infatti evidente che secondo quest'ultima prospettazione il rimedio in esame non potrebbe trovare applicazione rispetto a contratti nei quali l'attività gestoria si realizza senza l'esercizio di un potere di rappresentanza. In contrasto con tale ricostruzione sembra tuttavia che l'interesse del mandante non possa essere adeguatamente evidenziato, indipendentemente da ogni riferimento al rapporto sottostante, avendo riguardo esclusivamente alla procura, che per definizione regola soltanto rapporti esterni con i terzi e quindi non consente di rilevare la mancata soddisfazione delle ragioni che ne hanno determinato il conferimento. Il conflitto d'interessi deve invece necessariamente accertarsi con riguardo al rapporto interno, dal quale non si può prescindere per stabilire se il rappresentante ha fedelmente adempiuto l'incarico ricevuto.

possa assurgere ad un evidente caso di errore essenziale, il primo interrogativo sorge con riferimento alla necessità o meno che esso sia anche riconoscibile. Una parte della dottrina ha sostenuto che, invero, non vi sarebbe bisogno di interrogazione sulla sua riconoscibilità perché indotto colpevolmente²²⁰; diversamente una parte della giurisprudenza di merito che l' errore sia "rilevante" vale a dire che il cliente non avrebbe acquistato se avesse ricevuto tutte le informazioni, "riconoscibile" e vertente sull'oggetto o su una qualità essenziale della prestazione e non sulla convenienza economica dell' affare, che atterrebbe alla sfera dei motivi, quindi irrilevante²²¹.

La questione appare di particolare importanza sotto l'aspetto dell'assolvimento dell'onere della prova a carico dell'investitore non potendo trovare applicazione alcun meccanismo di inversione analogo a quello di cui all' art. 23 TUF (*"nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l' onere della prova di avere agito con la specifica diligenza richiesta"*)²²².

²²⁰ GENTILI, *Disinformazione e invalidità*, op. cit., pag. 400, testualmente afferma: "Ne segue che incide certamente sulla validità del contratto (lasciamo ancora una volta perdere, per il momento, se in termini di nullità o di annullabilità). In questi casi manca un vero consenso, perché la disinformazione rende la volontà di quel contratto del tutto inautentica, e perché è certamente opponibile alla controparte visto che proprio essa ha colpevolmente causato l'errore".

²²¹ Trib. Vicenza, n. 1501 del 16 novembre 2006, Pres. Colasanto, R.G. 8603/05, *inedita*, nonché Trib. Parma, n. 381 del 21 marzo 2007, Pres. Bruno, R.G. 3388/05, *inedita*, entrambe integralmente disponibili sul sito www.ilcaso.it.

²²² Secondo ROPPO, in *L'Ambaradan dei rimedi*, op. cit., pag. 904, "eppure anche qui c'è qualcosa che stride, qualcosa di sfasato. E lo si coglie non arrampicandosi nell'empireo delle categorie, ma più banalmente chinandosi a leggere il testo della norma: la quale alloca sì sull'intermediario l'onere di provare che ha diligentemente osservato i suoi obblighi di condotta (nella specie, di informazione precontrattuale); ma dice anche, vivaddio, che questa allocazione opera nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento. Nei giudizi di risarcimento dei danni: non nei giudizi di nullità del contratto".

Analogo regime probatorio trova applicazione nell'ipotesi di annullamento per dolo²²³, sempreché sia esperibile la relativa azione.

Alla luce di quanto sancito dalle Sezioni Unite permangono, tuttavia, alcune perplessità derivanti anche dalle non definitivamente risolte questioni a monte sulla natura e sui rapporti fra il contratto a monte ed i singoli ordini di acquisto degli strumenti finanziari specie in relazione alla tesi della natura contrattuale (e non di atto di mera esecuzione del contratto di intermediazione finanziaria) dell'ordine di acquisto.

È stato chiarito, infatti, come a fronte dell'ordine dell'investitore l'intermediario, deve valutare l'appropriatezza ovvero l'adeguatezza dell'ordine e poi decidere se e come darvi esecuzione, senza alcun automatismo. Ciò deriva dal fatto che la posizione contrattuale dell'intermediario è quella, per volontà del Legislatore, di un "*protective gatekeeper*", rispetto agli interessi degli investitori e del mercato stesso.

Ne consegue logicamente che l'errore legittimante l'azione di annullamento non può che porsi nella fase successiva alla stipula del *master agreement* e antecedente l'esecuzione dell'ordine. Dunque, oggetto dell'azione non può essere il *master agreement*, né tantomeno il contratto stipulato tra intermediario e terzo, attesa l'estraneità dell'investitore rispetto a quest'ultimo.

Necessariamente annullabile sarà l'ordine: ma ciò significa che questo deve comunque avere una natura negoziale, altrimenti non si può annullare alcunché.

²²³ Cfr. Trib. Novara, sent. n. 277 del 16 marzo 2006, in *Giur. mer.*, 2006, 1402 e ss.

E analoghe considerazioni valgono anche con riferimento all'annullamento del contratto per conflitto di interessi.

Ecco allora che ancora una volta si ripropone il problema dell'esatta ricostruzione della fattispecie, non compiutamente affrontato dalle Sezioni Unite, che condiziona, ed in qualche misura, è esso stesso condizionato, la scelta del rimedio efficiente per la tutela degli interessi dei risparmiatori.

Conclusioni.

Ad avviso di chi scrive, le istanze economiche che contraddistinguono i moderni sistemi capitalistici dovrebbero far riflettere il giurista sul metodo di approccio e di risoluzione delle questioni interpretative, poste dalla progressione erosione delle categorie tradizionali a favore di una legislazione speciale e di settore.

Certamente si conviene sulla necessità, anche economica, che l'unità e la coerenza del sistema giuridico siano preservate, anche mediante l'attività interpretativa, così che possa registrarsi un elevato grado di *certezza* della norma nel suo momento applicativo.

Tuttavia, non può sottacersi come, oggi più che mai, sia ancora attuale l'interrogativo che ha animato gli interventi della dottrina sin dal 1991 sulla concreta esperibilità nel mercato finanziario di principi e regole del diritto contrattuale fissato nel codice civile²²⁴, specie in considerazione dei molteplici dubbi sull'esatta ricostruzione della disciplina dei servizi di investimento. Al riguardo, si è infatti come sostanzialmente non vi sia unicità di vedute tra quanti

²²⁴ Cfr. cap. II, par. 2, *sub* nota 15.

sostengono il carattere bifasico, o plurinegoziale²²⁵ dell'intermediazione finanziaria e quanti invece riconducono i servizi di investimento nell'alveo dei contratti di mandato²²⁶, o a fattispecie a questo riconducibili (commissione e mediazione²²⁷).

Sebbene quest'ultimo indirizzo appaia giuridicamente più coerente con una ricostruzione della fattispecie in termini di *agency economica*, potendo spiegare come e perché da un *contratto* derivino *obblighi di comportamento*, non sembra superato il rilievo dell'assoluta mancanza di un potere-dovere di amministrare in capo all'intermediario, che invece è un connotato tipico dell'attività gestoria²²⁸, specie con particolare riferimento ai servizi a bassa discrezionalità, ad eccezione della gestione portafogli di investimento su base individuale²²⁹.

Inoltre, lo schema del mandato è apparso riduttivo con riguardo al dovere di diligenza dell'intermediario, che è più stringente rispetto a quello del mandatario, in considerazione dei peculiari obblighi di condotta che la legge ed il regolamento dettano nei suoi riguardi²³⁰, sia per l'ulteriore e consequenziale minimizzazione dell'importanza degli ordini impartiti, privi di un valore negoziale. Ciò che sembra smentito dall'analisi dei *master agreements* utilizzati nella prassi, composti da formulari e moduli talmente generici da non rendere

²²⁵ ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, *op. cit.*, pag. 904 e ss.

²²⁶ GALGANO, *I contratti di investimento*, *op. cit.*, pag. 892.

²²⁷ CASANOVA, voce *Agente di cambio*, *op. cit.*, pag. 3.

²²⁸ SANTORO, *Gli obblighi dell'incaricato*, *op. cit.*, pag. 643 e ss.

²²⁹ COSSU, *La gestione di portafogli di investimento*, *op. cit.*, pag. 219 e ss.

²³⁰ INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente*, *op. cit.* pag. 15 e, successivamente, pag. 18 in cui si sostiene che tutti gli eventi che colpiscono il contratto "a monte" travolgono il contratto "a valle", ma non vale il meccanismo inverso e così, gli eventi che colpiscono il contratto normativo si ripercuotono sugli ordini di acquisto che in questo trovano la propria fonte e che di questo sono esecuzione, mentre quelli che colpiscono un singolo ordine di acquisto, producono i propri effetti solo su questo e su nessun altro.

possibile la determinazione dell'oggetto contrattuale, in verità determinabile solo a seguito dei successivi ed eventuali ordini impartiti dal cliente²³¹.

Diversamente, sembra che solo accogliendo la tesi negoziale, l'ordine possa assumere l'efficacia determinativa dell'oggetto contrattuale²³², fino a tal momento assente a causa dell'eccessiva genericità del *master agreement*.

D'altro canto, la tesi negoziale non sembra spiegare come dalla sommatoria di due contratti possano derivare obblighi di comportamento in favore dell'investitore, né come possano consistere, questi, in obblighi di diligenza, presupponendo dunque un'attività di adempimento– esecutiva che la natura “normativa” del *master agreement* porterebbe invece ad escludere²³³.

Al riguardo, si è in precedenza osservato come l'esatta qualificazione del contratto

di cui all'art. 37 del Regolamento Intermediari appaia non facilmente riconducibile allo schema del contratto normativo, né a quello, in parte diverso, del contratto “quadro”.

Il primo, infatti, non inciderebbe sulla libertà negoziale delle parti, non determinando un vero e proprio obbligo di contrattare, quale *pactum de contrahendo*, ma solo un “modo” di estrinsecazione di essa, ovvero un *pactum de modo contrahendi*. Invero, la volontà delle parti resterebbe meramente astratta perché attraverso la riserva di decidere *se* stipulare i singoli contratti, ci si riserva

²³¹ Secondo CASTRONOVO, *Il diritto civile, op. cit.*, pag. 310, la stipulazione del contratto scritto tra intermediario e cliente non dà vita ad alcun obbligo di prestazione: da un lato quest'ultimo nasce quando nel rapporto già instauratosi (c. d. “*contratto-cornice*”) si innesti il rapporto attinente ad una specifica operazione richiesta dal cliente all'intermediario.

²³² SCODITTI, *Intermediazione finanziaria e formalismo protettivo, op. cit.*, pag. 195.

²³³ Trib. Rovereto, sent. del 18 gennaio 2006, in *Contr. impr.*, 2006, pag. 579.

anche la facoltà di utilizzare o no il regolamento oggetto di accordo in precedenza.

Analogamente²³⁴ il contratto “quadro”, pur assolvendo ad una sostanziale funzione preparatoria di successivi contratti, si distinguerebbe da questo, sotto il profilo degli effetti, in quanto idoneo a determinare un obbligo di contrarre i singoli negozi successivi.

Pur volendo aderire alla tesi negoziale, il sistema delineato dalla regolamentazione descrive, una dinamica negoziale difficilmente assimilabile allo schema ricostruttivo secondo cui il contratto normativo non avrebbe efficacia vincolante rispetto al contenuto dei contratti successivi²³⁵.

L’opinione tradizionale che degrada il contratto normativo ad una mera intesa preparatoria, per cui una parte ben potrebbe sottrarsi al rispetto di quanto pattuito col master agreement, conclusione questa inaccettabile, in considerazione del fatto che la normativa regolamentare della CONSOB cristallizza *le regole sul rapporto nell’atto*, cioè il contratto, quale elemento indefettibile dell’intermediazione finanziaria.

Anche la riconduzione allo schema del contratto quadro prestare il fianco a molteplici rilievi, specie con riferimento all’obbligo di stipulare i contratti successivi, primo fra tutti l’insussistenza di alcun obbligo pattizio di conferire ordini, a carico dell’investitore, né, dal punto di vista dell’intermediario,

²³⁴ SALANDRA, *Contratti preparatorii*, op. cit. in nota 77, pag. 22 e ss.

²³⁵ LOBUONO, *La responsabilità*, op. cit., pag. 102.

l'obbligo generalizzato di *contrahere*²³⁶, essendo legalmente garante della *suitable* dell'ordine ricevuto.

Appare allora evidente come la fattispecie contrattuale delineata dagli artt. 23 TUIF e 37 Reg. Int. sia di difficile compatibilità con le ricostruzioni dogmatiche degli istituti del contratto normativo e del contratto quadro, nonostante il frequente richiamo a questi da parte degli operatori del diritto.

Ma anche sotto il profilo della responsabilità non possono sottacersi molteplici dubbi sul grado di certezza del quadro normativo.

Pur volendo aderire al teorema, oramai storicizzato, della distinzione *tra regole di comportamento e regole di validità*, tanto caro alle Sezioni Unite del 2007, la natura giuridica del *master agreement* ed il rapporto con i singoli ordini, risultava una questione preliminare da risolvere prima ancora di sancire il principio, peraltro condivisibile, del primato della tutela risarcitoria a fronte delle scorrettezze degli intermediari.

La scissione fra contratto quadro e singoli ordini di negoziazione implica, come visto, non univoche voci in ordine all'oggetto della domanda di accertamento dell'inadempimento o della risoluzione: se per alcune pronunce giurisprudenziali, *ante* 2007, hanno autonoma valenza negoziale le fattispecie degli ordini, per altre sentenze di merito, diversamente oggetto della domanda di risoluzione dovrà essere il *master agreement*, pur ritenendosi, in ragione del prospettato inquadramento del contratto base nella categoria dei contratti di durata, che la risoluzione travolgerà il contratto limitatamente al solo ordine

²³⁶ Cfr. App. Genova n. 740 del 30 giugno 2006, in *Giur. mer.*, 2007, pag. 1910.

negoziato in difformità agli obblighi di condotta senza che la pronunzia si estenda agli altri ordini ed acquisiti posti in essere in forza del contratto base.

Inoltre, la distinzione tra “*regole di comportamento*” e “*regole di validità*” non appare decisiva rispetto al rilievo che alla risoluzione del contratto a monte, essendo un presupposto indefettibile dell’intermediazione finanziaria, per chiara ed inequivocabile volontà del Legislatore nazionale e comunitario, dovrebbe conseguentemente seguire la declaratoria di nullità dei relativi ordini, qualora si riconosca loro una natura negoziale, secondo lo schema del collegamento necessario, per difetto di un elemento essenziale degli stessi (la causa, ovvero la forma), ovvero per diretta violazione dell’art. 37 del Regolamento Intermediari della CONSOB, espressione di un interesse pubblico.

Ai sensi dell’art. 23 del d.lgs. n. 58/98 la sanzione della nullità per la violazione della forma dei contratti relativi ai servizi di investimento è stata interpretata nel senso di includervi tanto i c. d. *contratti quadro quanto i singoli ordini* di negoziazione impartiti dai clienti: sarebbero pertanto nulli gli ordini privi della forma scritta qualora questa sia prevista dal contratto.

In particolare, è stata sostenuta la nullità degli ordini di borsa, privi del necessario fondamento causale nel contratto quadro, per avere ecceduto dai limiti oggettivi dello stesso, senza rispettare l’obbligo della forma scritta richiesta dall’art. 23, comma 1, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, così come la nullità derivata dei singoli ordini per nullità sopravvenuta²³⁷ del *master agreement* a

²³⁷ Trib. di Parma, sent. n. 554/2008 secondo cui “La dinamica del rapporto negoziale sconta le peculiarità del programma di investimento, che appartiene alla categoria dei contratti, al contempo, a efficacia immediata e a esecuzione continuata. In tal senso, se il contratto ha

seguito dell'entrata in vigore, *medio tempore* tra la data della stipula ed il conferimento, del d. lgs. 58/1998 e delle relative prescrizioni formali.

Così delineata la fattispecie, sembra doversi fornire una risposta negativa al primo quesito formulato nell'introduzione iniziale, relativo proprio ai rapporti tra diritto dei mercati e istituti civilistici tradizionali.

Entrambe le tesi, così come esposte, presentano limiti oggettivi che le rendono non efficienti rispetto agli interessi coinvolti nella ricostruzione della disciplina dei servizi di investimento.

Il rischio cui si espone l'ordinamento è quello dello spostamento dell'inefficienza normativa verso un'inefficienza sistemica di tipo economico, esponendo, da una parte, sia gli intermediari che i risparmiatori ai maggiori costi delle transazioni finanziarie, relativi allo svolgimento delle funzioni di *compliance* e di assistenza legale, ma anche, ciò che appare ancor più oneroso, la vanificazione della funzione di *private enforcement* che l'azione civile dovrebbe assumere nel mercato.

Il rischio maggiore, a ben vedere, derivante dalla frammentazione del sistema, è la polarizzazione delle funzioni di controllo del mercato (*gatekeeping*) in capo all'Autorità di vigilanza e all'Autorità Giudiziaria: la prima, in particolare, nell'espletamento dei compiti che il Legislatore affida ad essa, specie con riferimento all'esercizio del potere regolamentare; la seconda, nell'attività applicativa del precetto legale e regolamentare.

efficacia immediata, risultando la sua efficacia immediatamente vincolante tra le parti, i suoi effetti si dipanano nel tempo” .

Il rischio che si corre si coglie, anche rispondendo al secondo ed al terzo quesito, è che il diritto del mercato finanziario divenga un prodotto della normazione, talvolta troppo complessa, dell'Autorità di vigilanza, riscrivendo il rapporto tra Stato e cittadino: in tale ipotesi l'Autorità (indipendente) dovrebbe farsi carico delle istanze di tutela e di protezione degli interessi che tradizionalmente competono alla classe politico, nell'esercizio del potere Legislativo, venendo meno, dunque, a quella posizione di terzietà, di neutralità rispetto agli interessi coinvolti, su cui tradizionalmente si fonda la ragione dell'indipendenza delle *Autorithies* dallo stesso potere politico²³⁸.

E' proprio l'indipendenza dal Governo a rappresentare l'origine di molte considerazioni successive: dal problema della legittimazione democratica all'arretramento dello Stato dal mercato, dall'esigenza di credibilità della *policy* alla finalità di correggere i "government failures", dalla necessità di un controllo giudiziale, all'affermazione di un modello di Amministrazione fondata sulla neutralità²³⁹.

²³⁸ Il Consiglio di Stato, (Commissione Speciale 29 maggio 1998, n. 988/97, in R.C.S: 1998, 1483), ha avuto occasione di pronunciarsi con particolare riguardo all'Autorità Antitrust: «l'istituzione delle autorità indipendenti, chiamate ad operare in piena autonomia rispetto agli apparati dell'esecutivo, ad agli organi di ogni amministrazione, risponde all'esigenza di dare corpo ad una funzione amministrativa di garanzia incardinata nella funzione amministrativa anche perché il loro operato si deve uniformare a quei requisiti di concretezza, spontaneità e discrezionalità che sono propri dell'azione amministrativa».

²³⁹ In dottrina cfr. MERUSI E PASSARO, voce *Le Autorità Indipendenti*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento VI, Milano, 2002, pag. 144 e ss. AMATO, *Autorità semi-indipendenti e autorità di garanzia*, in *Autorità indipendenti e principi costituzionali*, Padova, 1999. LETTA, *Conclusioni: Le riforme necessarie*, in GRAFFINI (a cura di), *L'indipendenza delle Autorità*, op. cit.. CASSESE, *La crisi dello Stato*, Bari, 2001, nonché *La CONSOB e i poteri indipendenti*, in *Riv. soc.*, 3, 1994, pag. 412 e ss.. CERULLI IRELLI, *Aspetti costituzionali e giuridici delle Autorità*, in *L'indipendenza delle Autorità*, op. cit., e *Premesse problematiche allo studio delle amministrazioni indipendenti*, in F. BASSI E F. MERUSI (a cura di), *Mercati e Amministrazioni indipendenti*, Milano 1993.

Ciò, anche in considerazione delle spinte verso una massima armonizzazione dei sistemi giuridici comunitari, auspicata in ambito europeo nella disciplina del diritto dei mercati dal rapporto “*Lamfalussy*”²⁴⁰, che tuttavia non tiene conto della diversità delle esperienze nazionali.

Due le possibili conseguenze: una rilettura degli istituti giuridici tradizionali in chiave evolutiva ed alla luce delle attuali esigenze del sistema economico; ovvero la fuga dal sistema, compromettendo ulteriormente la relativa unitarietà.

Dal perseguimento di una ovvero dell'altra strada, dipende l'efficienza del sistema dei rimedi a favore dei risparmiatori traditi dalle scorrettezze degli intermediari.

La netta distinzione sancita dalla Sezioni Unite tra *regole di comportamento* e *regole di validità*, alquanto netta nel suo momento concettuale, altrettanto oscura nel suo momento applicativo, non sembra riflettere siffatta necessità.

il rimedio risolutorio postulerà uno scrutinio di gravità o meno dell'inadempimento, calibrato sul complesso delle prestazioni dedotte ed eseguite, nell'ambito del *master agreement* stesso, con la conseguenza che solo quando l'operazione, con riferimento alla quale si sia verificata la violazione della regola di comportamento, abbia un'incidenza significativa, nell'ambito del complesso delle operazioni poste in essere in attuazione del contratto quadro, potrà farsi luogo alla risoluzione del medesimo.

La giurisprudenza più recente afferma che l'investitore è tenuto ad allegare l'inadempimento e a fornire, anche sulla base di presunzioni, la prova del nesso

²⁴⁰ Cfr. nota 9.

di causalità tra il danno e l'inadempimento, mentre l'intermediario deve provare l'avvenuto adempimento delle obbligazioni poste a suo carico e di aver comunque agito con la specifica diligenza richiesta²⁴¹.

La ripartizione dell'onere probatorio nelle azioni risarcitorie tra cliente ed intermediario, sancita dall'art. 23 del T.U.F., mentre secondo alcuni sarebbe riconducibile a quella ordinaria dell'azione risarcitoria *ex contractu* di cui all'art. 1218 c.c.²⁴², secondo altri è considerata una deroga ai principi codicistici in materia di prova del danno contrattuale, in forza della quale al debitore (intermediario) sarebbe richiesta la prova di aver tenuto un comportamento diligente nonché quella, ulteriore, dell'assenza del nesso di causalità tra l'inadempimento ed il danno²⁴³.

Ulteriore elemento di criticità della tutela risarcitoria consiste nella valutazione del nesso eziologico della violazione degli *obblighi di azione*, richiedente la comparazione tra un dato di fatto certo (ovvero la decisione di investimento-disinvestimento in presenza di informazioni inesatte) e il comportamento ipotetico che l'investitore avrebbe tenuto in presenza di un complesso informativo corretto.

Mentre, con riferimento ai doveri di astensione, il meccanismo delineato ai sensi dell'art. 1222, comporta che la violazione delle obbligazioni di non fare

²⁴¹ Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in www.ilcaso.it, con nota di FIORIO, *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, loc. cit. nota 177.

²⁴² Cfr. autori citati in nota 208.

²⁴³ CARBONETTI, *I contratti*, op. cit., pag. 21 e ss.

“*costituisce di per sé inadempimento*” e dunque è irrilevante ogni indagine circa la sussistenza del nesso di causalità²⁴⁴.

Inoltre, risulterebbero applicabile a siffatto rimedio l’art. 1223 c.c., sulla risarcibilità dei danni che siano conseguenza immediata e diretta dell’inadempimento, nonché tutte le altre regole che concorrono a delimitare l’ambito del danno risarcibile (artt. 1221, 1225, 1227 e la c.d. *compensatio lucri cum damno*)

Le difficoltà legate alla prova (questa a carico dell’investitore) della causalità giuridicamente rilevante, del dolo dell’intermediario ai fini del superamento del limite della prevedibilità del danno, nonché i limiti connessi alla quantificazione del danno in materia (pre)contrattuale sembrano impedire un adeguato risarcimento a favore dell’investitore danneggiato, poco costoso per intermediari infedeli o negligenti.

Diversamente, la dinamica dei rapporti economici nel mercato finanziario richiede un meccanismo probatorio delle azioni risarcitorie differenziato a seconda dei soggetti coinvolti. Sul punto la letteratura in materia di responsabilità da prospetto (*Prospekthaftung*) ha offerto numerosi spunti di riflessione estensibili, più in generale, a tutti i casi di responsabilità da informazioni inesatte²⁴⁵.

²⁴⁵ La dottrina che impostava il problema della responsabilità da prospetto in termini di violazione di obblighi precontrattuali e che riconduceva la natura della responsabilità precontrattuale a quella della violazione di obblighi legali, concludeva che l’investitore doveva soltanto provare di aver subito il danno e che il danno era conseguenza dell’informazione inesatta, mentre competeva al convenuto la prova che il danno era dipeso da causa a lui non imputabile e, quindi, la prova del fatto estintivo dell’obbligazione. Tale dottrina, attenta al confronto con l’esperienza americana, non considerava la distanza dalla *Section 11* (che

La norma che ha costituito il punto di partenza nel dibattito scientifico che ha portato all'edificazione dottrinale della figura della responsabilità da prospetto²⁴⁶ è quella di cui all'art. 2339 c.c., che pone a carico del promotore di società per azioni una responsabilità di natura oggettiva che può anche essere vista come una forma di garanzia sulle informazioni diffuse per sollecitare l'investimento nelle azioni.

La preoccupazione della dottrina è stata volta a delineare uno schema di responsabilità rigoroso, capace di garantire l'effettività della tutela civile contro la diffusione sul mercato di informazioni inesatte o contro l'omissione di informazioni significative ai fini dell'investimento²⁴⁷.

Sotto questa lente la teoria della violazione della regola di comportamento come vizio genetico del *rapporto* sembrava più efficiente perché, di fatto, liberava il risparmiatore tradito dalle ristrettezze di qualsiasi onere probatorio, relativo

neppure consente, all'emittente, una simile prova) troppo preoccupante, nell'assunto di una rigorosa delimitazione della prova liberatoria a casi di impossibilità oggettiva della prestazione. La dottrina che invocava piuttosto il regime della responsabilità extracontrattuale proponeva comunque l'adozione di tecniche di inversione dell'onere probatorio che riducevano i problemi di prova in capo all'investitore, adottando nozioni di colpa specifica od oggettiva. Su queste tematiche cfr. G. ALPA, *Circolazione di valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari*, in *Corr. giur.*, 11, 1987, pag. 1200 e ss.; concorda inoltre BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, pag. 195 e ss.

²⁴⁶ Cfr. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in P. ALVISI, P. BALZARINI, G. CARCANO (a cura di), *Informazione societaria*, Milano, 1982, pag. 3.

²⁴⁷ FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, pag. 119. Oggi invece la responsabilità da prospetto trova una sua disciplina nel nuovo art. 94, commi 8 e 9, d.lgs. 58/1998, introdotto nel corpo del TUF dall'art. 3 del d.lgs. n. 51 del 28 marzo 2007, sotto l'influenza del Regolamento CE n. 809/2004 del 29 aprile 2004. L'art. 94, comma 8 TUF pone una responsabilità dell'emittente, dell'offerente e dell'eventuale garante, nonché delle altre "persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto", per i danni subiti dall'investitore che "abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto".

all'importanza del dovere violato ovvero al rapporto causale, ipotetico, tra condotta posta in essere (e condotta astrattamente dovuta) e conseguenze.

ma certamente lasciava aperta la strada ad un totale travolgimento anche degli *contratti* posti in essere, magari favorevoli all'interesse del cliente, atteso che siffatta nullità sarebbe stata dichiarata ex art. 1418 co. 1 c.c. e non invece ex art. 23 TUF co. 3, il cui carattere manifestamente speciale rispetto alla regola generale fissata dall'art. 1421 c.c., ne avrebbe reso impossibile l'applicazione analogica.

Quest'ultimo aspetto, ancora attuale nella casistica delle controversie relative all'inosservanza delle "forme prescritte", non è stato oggetto di cognizione delle S.U. nell'ordinanza di rimessione. Probabilmente sarà oggetto di discussione in futuro unitamente all'esatta qualificazione dei rapporti tra *master agreement* e ordini di borsa, riproponendosi la *querelle*, non ancora esauritasi, sul tema *delle* nullità nel nuovo diritto civile e sul c.d. "terzo contratto".

L'auspicio, se mai verrà quel giorno, è che la giurisprudenza prenda atto della non ulteriore sostenibilità, in senso economico, di interpretazioni giuridiche troppo ancorate al passato, che rischiano di sacrificare il bene della certezza giuridica e, comunque, l'efficienza del sistema.

BIBLIOGRAFIA

- AINIS M., *“La legge oscura”. Come e perché non funziona*, Bari, 2000.
- AKERLOF, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *Quarterly Journal of Economics*, 1970.
- ALBANESE, *Il contratto normativo. Nozione e problematiche generali*, contributo in F. REALMONTE (a cura di), *I rapporti giuridici preparatori*, Milano, 1996.
- ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell’attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. Giur.*, 1, 2008, 107.
- ALPA, *Circolazione di valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari*, in *Corr. Giur.*, 11, 1987, 1200.
- ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l’armonizzazione dei modelli regolatori e per l’uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. e impr.*, 4/5, 2008, 916.
- ALPA, *I poteri regolamentari delle Autorità amministrative indipendenti*, in AMOROSINO- MORBIDELLI- MORISI (a cura di), *Istituzioni mercato e democrazia. Liber amicorum per Alberto Predieri*, Torino, 2002, 11.
- ALPA, *La direttiva sui mercati finanziari e la tutela del risparmiatore*, in *Contr.*, 7, 2004, 742.
- ALPA, *La responsabilità degli “intermediari” nel diritto comune, nel diritto speciale e nel diritto comunitario*, in *Corr. mer.*, 2005, 1121.
- ALPA, *La “trasparenza” del contratto nei settori bancario, finanziario e assicurativo*, in *Giur. it.*, 1992, IV, 409.
- ALPA, *Una nozione pericolosa: il c.d. “contratto di investimento”*, in ALPA (a cura di), *I valori mobiliari*, Padova, 1991.
- ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari*, *Banca borsa*, I, 1998, 465.
- AMATO, *Autorità semi-indipendenti e autorità di garanzia*, in *Autorità indipendenti e principi costituzionali*, Padova, 1999.
- ANDRIOLI, *La figura giuridica dell’agente di cambio*, in *Riv. dir. comm.*, II, 1931, 536

ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993.

ARROWSMITH, *Prospects for the European Community's regime on public procurement*, in L. ORMLEY (ed.), *Gordian knots in European public procurement law, publications by the Academy of European Law n Trier*, vol. 24, Koln, 1997.

ASCARELLI, *Sul fallimento dell'agente di cambio*, in *Foro it.* 1931, I, 1105.

ATELLI, *Commento all'art. 23*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di) *Testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 200.

AURELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Contr.*, 12, 2008, 1157.

BACHMANN, *Grundlagen ziviler Regelungsetzung*, 2006, Mohr Siebeck.

BARANES, *Guida alla crisi finanziaria*, Osservatorio sulla Finanza, Roma, 2009.

BARATELLA, *La forma scritta e i c.d. contratti di intermediazione finanziaria nella ricostruzione giurisprudenziale*, in *Resp. civ.*, 10, 2010, 688.

BARBIERO, *Il contratto tipo nel diritto italiano*, Milano 1937.

BARCELLONA, *Profili della teoria dell'errore nel negozio giuridico*, Milano, 1962.

BARENGHI, *Mancata stipulazione del contratto quadro e nullità degli ordini di acquisto*, in *Giur. mer.*, 1, 2007, 49.

BELFIORE, *Si può fare a meno del contratto quadro nei servizi di investimento?*, in *Giur. mer.*, 7/8, 2007, 1915.

BELLANTUONO G., *I contratti incompleti nel diritto e nell'economia*, Padova, 2000.

BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1950.

BIANCA C. M., *Il contratto*, in *Diritto civile*, III, ult. ed.

BIANCHI D'ESPINOSA, *Il contratto di borsa. Il riporto*, in CICU- MESSINEO (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale, continuato da Luigi Mengoni*, XXXV, Milano, 1969.

BOITANI, *Costi e benefici dei diversi modelli di regolazione*, in *Analisi giuridica dell'economia*, I, 2002.

- BOLAFFIO, *Commentario al codice di commercio*, II, sub art. 31, Torino, 1923.
- BRUNO S., *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Luiss Guido Carli, Roma, 2004.
- CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in M. DE POLI (a cura di), *La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009.
- CARBONE, *La trasparenza bancaria e la tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, IV, 1992, 479.
- CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992.
- CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1961.
- CARIOTA FERRARA, *Riflessioni sul contratto normativo*, *Archivio Giuridico*, 1937, 52.
- CARNEVALI, *I problemi giuridici del factoring*, in *Riv. dir. civ.*, 1, 1978, 299.
- CARNEVALI, voce "Mandato", in *Enc. giur.*, XIX, 1990.
- CARRARO, *Il mandato ad alienare*, Padova, 1947.
- CASANOVA, voce *Agente di cambio*, in *Enc. dir.*, I, Milano, ult. ed.
- CASSANDRO-SULPASSO, *Collaborazione alla gestione e finanziamento dell'impresa: il factoring in Europa*, Milano, 1981.
- CASSESE, *La CONSOB e i poteri indipendenti*, in *Riv. Soc.*, 3, 1994, 412.
- CASSESE, *La crisi dello Stato*, Bari, 2001.
- CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Roma e Bari, 2006.
- CASTRONOVO, *Il diritto civile nella Legislazione nuova*, in *Banca borsa*, 1993, I, 299.
- CATAUDELLA, *Note sulla natura giuridica della mediazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, I, 360.
- CERULLI IRELLI, *Aspetti costituzionali e giuridici delle Autorità*, in *L'indipendenza delle Autorità*, Bologna, 2001.

CERULLI IRELLI, *Premesse problematiche allo studio delle amministrazioni indipendenti*, in F. BASSI E F. MERUSI (a cura di), *Mercati e Amministrazioni indipendenti*, Milano, 1993.

CLARICH, *Le autorità indipendenti nello “spazio regolatorio”*, Bologna, 2005.

COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell’intermediazione e dei mercati mobiliari*, Torino, 1991.

CONTI C., *La disciplina del mercato mobiliare*, Padova, 2001.

CORRADO, *I contratti di borsa*, in VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile*, VII, Torino, 1960.

COSSU, *La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002.

COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2003.

COSTI e ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, VII, Padova 2004.

COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni ed un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, II, 2008, 352.

COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, IV, 2006, 541.

DE NOVA, *Il contratto contrario a norme imperative*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1, 1985, 435.

DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974.

DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 12, 2005, 1241.

DI LORENZO, *La natura giuridica del contratto di concessione di vendita*, in <http://www.diritto.it>, 2003.

DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2, 2005, 1282.

DOLMETTA, *La violazione di “obblighi di fattispecie” da parte di intermediari finanziari*, in *Contr.*, 1, 2008, 80.

DOSSETTO, voce *Contratto normativo*, in *Noviss. Digesto it.*, Milano, 1957.

- DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009.
- EASTERBROOK, D. R. FISHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991.
- ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. Soc.*, 1, 1998, 1032.
- ENRIQUES, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici*, in BANFI E DI BATTISTA, *Problemi e prospettive del risparmio gestito*, Bologna, 1998.
- FAMA, *Efficient capital markets: a review empirical works journal of finance*, 1970.
- FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986.
- FERRI G.B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1968.
- FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, Utet, 1982.
- FILANGIERI G., *Scienza della legislazione Napoli*, 1785.
- FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari e nullità virtuale dei contratti di investimento in bonds argentini*, in *Giur. it.*, 3, 2004, 521.
- FRIGNANI, voce “*factoring*”, in *Noviss.. Digesto It.*, Torino 1982.
- GABRIELLI e LENER, *I contratti del mercato finanziario*, in RESCIGNO-GABRIELLI (diretto da) *Trattato dei contratti*, Torino, 2004.
- GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell’investitore all’intermediario*, in *Contr. e impr.*, 3, 2005, 889.
- GALGANO, *Il rovescio del diritto*, Milano, 1991.
- GALGANO, *L’inadempimento ai doveri dell’intermediario non è causa di nullità virtuale*, in *Contr. e impr.*, 7, 2006, 633.
- GALLI D. E C. GUCCIONE, *L’istituto dell’accordo quadro nel decreto legislativo 17 marzo 1995 n. 158*, in *Rivista amministrativa della Repubblica italiana*, I, 1996, 12.
- GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 4, 2008, 396.

GITTI, *Autorità indipendenti, contrattazione collettiva, singoli contratti*, in G. GITTI (a cura di), *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, Bologna, 2006.

GITTI- VILLA, *Il terzo contratto, L'abuso di potere contrattuale nei rapporti tra imprese*, Bologna, 2008.

GITTI, *La tenuta del tipo contrattuale e il giudizio di compatibilità*, in *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore*, Atti del Convegno (Pisa, 25-26 maggio 2007), Milano, 2008.

GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.

GUGLIELMETTI, *I contratti normativi*, Padova, 1969.

GUIZZI, voce *Mercato finanziario*, *Enc. dir.*, Aggiornamento V, Milano, 2001, 744.

INZITARI – PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Milano, 2008.

INZITARI, *Vigilanza e correttezza nelle attività di intermediazione mobiliare*, in MAZZAMUTO E TERRANOVA (a cura di), *L'intermediazione mobiliare*, Napoli, 1993.

INZITARI, *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi*, in *Corr. Giur.*, 7, 2009.

IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1999.

IRTI, *Notazioni esegetiche sulla vendita a domicilio di valori mobiliari*, in AA. VV. *Il sistema finanziario ed i controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986.

KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York, 1936.

LA BIANCA, “*Factoring*” in *Riv. dir. comm.*, 1979, 137.

LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in www.ilcaso.it del 24.01.09 .

LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, Milano, 1996.

LETTA E., *Conclusioni: Le riforme necessarie*, in *L'indipendenza delle Autorità*, Bologna, 2001.

LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999.

LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 1, 749; analogo in GRANELLI E STELLA (a cura di), *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e di rappresentanza*, Milano, 2007, 44.

LUMINOSO, voce “*Mandato, commissione e spedizione*”, in CICU- MESSINEO (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale, continuato da Luigi Mengoni*, XXXII, Milano, 1984.

MACCARONE e SALINI, *Schema di decreto legislativo recante: «Recepimento della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio»*, in www.consob.it.

MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, nota a Trib. Venezia, 22.11.2004, n. 2654, in *Contr.*, 5, 2005.

MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2, 2008, 403.

MARICONDA, *Regole di comportamento nella trattativa e nullità dei contratti: la criticabile ordinanza di rimessione della questione alle Sezioni Unite*, in *Corr. giur.*, 3, 2007, 633.

MARINI, *La Mediazione*, in P. SCHLESINGER (a cura di), *Commentario al codice civile*, Milano, 1992, *sub. art.* 1754, 163.

MARKOWITZ H. M. *Portfolio Selection*, *Journal of Finance* 7, 1, 1952.

MAZZAMUTO, *Il problema della forma nei contratti di intermediazione mobiliare*, in *Contr. e impr.*, 1, 1994, 40.

MAZZOTTA, *Le Sezioni Unite risolvono un duplice contrasto giurisprudenziale in materia di mandato ed azione generale di arricchimento*, *Riv. Not.*, 2009, IV, 1043.

MEO, *Tendenze e problemi nell'attività fiduciaria*, in *Giur. comm.*, I, 1989, 112.

MERUSI, *Interessi e fini nei controlli sugli intermediari finanziari*, in *Banca, borsa*, I, 1989, 181.

MERUSI E M. PASSARO, voce *Le Autorità Indipendenti*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento VI, Milano, 2002, 144.

MESSINEO, *Il contratto di borsa per contanti*, in *Operazioni di borsa e di banca*, Milano, 1954.

MESSINEO, voce *Contratto normativo*, *Enc. dir.*, X, ult. ed.

MILLER, M.L. MITCHELL, J.M. NETTER, *Lessons From Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson*, in *Va. L. Rev.*, vol. 77, 1991.

MICOSSI, in PADOA SCHIOPPA- KOSTORIS (a cura di), *Le autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, Milano, 2002.

MICOSSI, *Il conflitto tra governati e governanti*, in GRAFFINI (a cura di) *L'indipendenza dell'autorità*, Bologna, 2001.

MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, Milano, 1984.

MINERVINI, *Il "terzo contratto"*, in *Contr.*, 2009, 5, 493.

MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca borsa*, 1997, I, 96.

MORBIDELLI, *L'appalto comunitario nel settore dell'energia*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico comunitario*, 1993, IV, 787.

NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto di risparmio*, in *I Contr.*, 1, 2010, 67.

ORESTANO, *Intese prenegoziali a struttura "normativa" e profili di responsabilità precontrattuale*, in *Riv. Crit. Dir. Priv.*, 1, 1995, 55.

PALMIERI, *Prestiti obbligazionari, default e tutela successiva degli investitori: la mappa dei primi verdetti*, nota a Tribunale di Palermo, 16 marzo 2005, in *Foro It.* 2005, I, 2539.

PARDOLESI, *I contratti di distribuzione*, Napoli, 1979.

PARDOLESI, *Una postilla sul terzo contratto*, in GITTI- VILLA, *Il terzo contratto, L'abuso di potere contrattuale nei rapporti tra imprese*, Bologna, 2008, 323.

PASSARO, *Le amministrazioni indipendenti*, Torino, 1996.

PERLINGIERI, *Nuovi profili del contratto*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, 561.

PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori, Less is more*, in *Banca borsa*, I, 2010, 537.

PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Soc.*, 1, 2005, 1012.

PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in P. ALVISI, P. BALZARINI, G. CARCANO (a cura di), *L'informazione societaria*, Milano, 1982.

PUGLIATTI, *Rilevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965.

RABITTI BEDOGNI C., *Commento all'art.21, comma 1 lett. a e b*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Testo unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 170.

RABITTI G., *Valore mobiliare ed investment contract*, in *Contr. e impr.*, 1992,1, 107.

RESCIGNO, *"Trasparenza" bancaria e diritto "comune" dei contratti*, in *Banca borsa*, 1990, I, 297.

ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale L.J.*, vol. 107, 1998, 2359.

ROMANO, *The Need for Competition in International Securities Regulation*, in *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 2, 2001, 387.

ROMANO, *The Advantage of Competitive Federalism for Securities Regulation*, *The AEI Press*, 2002.

ROPPO *Parte generale del contratto, Contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul "terzo contratto")*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 12 4, 669.

ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 4, 2001, 769.

ROPPO E AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno resp.*, 2006, 1, 25.

ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & Tango bond)*, in *Danno e resp.*, 6, 2005, 629.

ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e Imp.*, 3, 2005, 896.

ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 3, 2008, 485.

RUGGERI A., *Fonti e norme nell'ordinamento e nell'esperienza costituzionale*, Torino, 1993.

SACCO, *Il contratto*, in R. SACCO (diretto da), *Trattato di diritto civile*, I, Torino, 1993.

SALANDRA, *Contratti preparatorii e contratti di coordinamento*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1940, 20.

SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000.

SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004.

SANGIOVANNI, *Acquisto di obbligazioni e risoluzione del contratto*, in *Contr.*, 2008, 1, 5.

SANGIOVANNI, *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria*, in *Dir. com. scambi int.*, 2007, 363.

SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785.

SANGIOVANNI, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, nota a Cass. civ. 17 febbraio 2009 n. 3773, in *Danno Resp.*, 5, 2009, 513.

SANGIOVANNI, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario finanziario nel diritto inglese*, in *Soc.*, 9, 2006, 1173.

SANGIOVANNI, *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, in *Contr.*, 7, 2008, 653.

SANGIOVANNI, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contr.*, 3, 2007, 243.

SANTAGATA, *Crediti ex mandato e sostituzione del mandante*, *Riv. dir. civ.*, I, 1963, 628.

SANTORO PASSERELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1983.

SANTORO, *Gli obblighi dell'incaricato nella trattazione d'affari per conto nel sistema tedesco e in quello italiano*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1994, 639.

SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005.

SARTORI, *L'agency e il diritto: prime riflessioni*, in *Riv. crit. dir. civ.*, I, 2001, 607.

SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori; note critiche a Cassazione S.U. 19 dicembre 2007 n. 26725*, in *Dir. fall.*, 2008, II, 1.

SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.

SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, in *Foro it.*, 2006, I, 1105.

SCODITTI, *Intermediazione finanziaria e formalismo protettivo*, in *Foro it.*, I, 2009, 191.

SERRA, *I contratti di borsa a premio*, Milano, 1971.

SESTA, *Servizi di investimento, obblighi di informazione e tutela del cliente*, IV Congresso del Consiglio Nazionale Forense, Scuola Superiore dell'Avvocatura., 2007.

STOCCO, *Conflitto di interessi nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita a risparmiatori di obbligazioni argentine*, nota a Trib. Mantova, 18.3.2004, in *Banca borsa*, II, 2004.

TEODORI GIORDANI, *Spunti sul factoring*, in *Giur. mer.*, 3, 1989, 764.

TICOZZI, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contr.*, 3, 2007, 363.

ZACCARIA, *La perdita della certezza del diritto, riflessi sugli equilibri dell'economia e della finanza pubblica*, Pavia, XV Conferenza SIEP, 2003.

ZUDDAS, *"Il contratto di Factoring"*, Napoli, 1983.