



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II  
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

# **INNOVAZIONE E DIRITTO**

## **Obblighi informativi dell'intermediario finanziario e responsabilità da errato rating; quale tutela per l'investitore?**

Considerazioni sulla sentenza del tribunale di Perugia, sez. III, del 17 marzo 2015, n. 540

di Mario Affinita

### **ABSTRACT**

*The rules of conduct of financial intermediaries have been subject to a major overhaul due to the MiFID regulations. The current legislation is geared towards greater accountability of investors, rather than to a direct protection of the same.*

*However, failure to comply with obligations of intermediaries, causing significant damage to the investors, keeps on being the subject of many legal cases; in particular, failure to comply with the information rules. On the other hand, in recent times, the role of rating Agencies, has taken on increasing importance within the investor's decision-making process, which is precisely based on the rating assessment.*

*The present work inspired by a recent judgment of the Court of Perugia, analyzes the typical case of disputes between intermediaries and investors, without neglecting the analysis of responsibility of Rating Agencies, in the light of the judgment in question.*

### **SINTESI**

*Le regole di condotta degli intermediari finanziari sono stati oggetto di una profonda revisione a causa della normativa MiFID. L'attuale legislazione è orientata verso una maggiore responsabilità degli investitori, piuttosto che ad una tutela diretta degli stessi.*

*Tuttavia, il mancato rispetto degli obblighi degli intermediari, causando danni significativi agli investitori, continua ad essere oggetto di numerose controversie legali; in particolare, il mancato rispetto delle regole di informazione. D'altra parte, negli ultimi tempi, il ruolo delle agenzie di rating ha assunto sempre maggiore importanza all'interno del processo decisionale dell'investitore, che si basa appunto sulla valutazione di rating.*

*Il presente lavoro, ispirato da una recente sentenza del Tribunale di Perugia, analizza il caso tipico delle controversie tra intermediari e investitori, senza trascurare l'analisi delle responsabilità delle agenzie di rating, alla luce della sentenza in questione.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa – 2. Il caso di specie – 3. Nullità degli ordini per violazione di norme imperative – 4. Annullamento per vizio del consenso – 5. Risoluzione per inadempimento – 6. Pretese risarcitorie. Tutela esclusiva e concorrente – 6.1. La distribuzione dell'onere della prova tra intermediario finanziario e investitore – 7. Gli obblighi informativi dell'intermediario e l'adesione al consorzio "patti chiari". Il quadro giurisprudenziale – 8. La posizione del Tribunale di Perugia. La responsabilità delle agenzie di rating – 9. Considerazioni

conclusive

## 1. Premessa

Buona parte del contenzioso fra investitori e intermediari finanziari si basa sull'inosservanza di disposizioni "imperative"<sup>1</sup> – contenute per la maggior parte nel TUF, d.lgs. 28 febbraio 1998, n. 58, e nei successivi Regolamenti Consob – il cui obiettivo primario è l'integrità della posizione giuridica soggettiva della clientela, a sua volta strumentale all'integrità dei mercati. Infatti, tali vicende assumono rilevanza, oltre che dal punto di vista del singolo risparmiatore danneggiato, su un piano più generale, come eventi che compromettono la funzionalità del mercato e la fiducia che in esso ripongono i potenziali investitori<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Cfr. Autelitano, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 1157 e ss.

<sup>2</sup> In dottrina il contributo monografico sul tema è pressoché sterminato; cfr. oltre a Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007; Ambrosini-Demarchi (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio: servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari*, Milano, 2009; Bersani, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008; Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009; Facci, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009; Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010; Inzitari-Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008; Viglione, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Padova, 2009. Inoltre, più di recente, Scipione, *Banca e borsa*, in Cendon (a cura di), *La prova e il quantum nel risarcimento del danno*, III, Utet, Torino, 2013, 1949-2024; Lucantoni, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in Aa.Vv., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Lener-Gabrielli, I, Torino, 2011, 239 ss; cfr. Gioia, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, *ibidem*, 90 ss.; Sempre in tema, cfr. anche Bruno, *L'esperienza dell'investitore e l'informazione "adeguata" e "necessaria"*, in *Giur. Comm.*, 2008, II, 391 ss.; Bulfaro, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per violazione del dovere di informazione*, in *Nuova Giur. Comm.*, 2007, I, 1092 ss.; Cottino, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario*, in *Giur. it.*, 2010, 607 ss.; Greco, *Obbligazioni Cirio e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della roulette della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, 428 ss.; Mancini, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. Dir. Civ.*, 2007, 51 ss.; Marianello, *Bonds argentini e responsabilità dell'intermediario finanziario: corrispondenza diacronica o sincronica?*, in *Obbl. contr.*, 2007, 1009 ss.; Sangiovanni, *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno e Resp.*, 2008, 965 ss; Id., *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Id., *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contratti*, 2007, 243 ss.; Id., *Obbligazioni Lehman Brothers e tutele degli investitori*, in *Contratti*, 2010, 221 ss.; Scognamiglio, *Regole di validità e di comportamento: i principi ed i rimedi*, in *Eur. Dir. Priv.*, 2008, 599 ss.; Signorelli, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Società*, 2009, 55 ss.; Todorova, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. It.*, 2008, 1307 ss.; Tommasini, *Commento all'art. 21 TUF*, in De Cristofaro-Zaccaria (a cura di), *Commentario breve al diritto dei consumatori*, Padova, 2010, 1483 ss.

Le regole di condotta degli intermediari finanziari sono state oggetto di una profonda revisione per effetto della normativa MiFID<sup>3</sup>, attuata in Italia con il d.lg. 19 settembre 2007, n. 164<sup>4</sup>. Si può affermare che la normativa attuale risulta orientata verso una maggiore responsabilizzazione degli investitori/risparmiatori più che verso una protezione diretta degli stessi<sup>5</sup>.

Resta comunque il fatto che l'obbligo degli intermediari, in senso ampio, di agire con diligenza è al centro di ogni contestazione che lamenti la mancanza di correttezza e, dunque, l'inosservanza delle regole da cui è derivato danno agli investitori/consumatori di servizi finanziari<sup>6</sup>. In particolare, come costantemente afferma la giurisprudenza, il canone di buona fede di cui all'art. 1337 c.c. "assume

<sup>3</sup> Per ulteriori approfondimenti sulla normativa MiFID v. Irace-Rispoli Farina (a cura di), *L'attuazione della direttiva Mifid. Decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164*, Torino, 2010; v. anche le monografie Del Bene (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Torino, 2009; De Mari (a cura di), *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, Padova, 2009; Martorano-De Luca (a cura di), *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Milano, 2008. Cfr. inoltre, Nigro, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MiFID*, in *Dir. Banc. Merc. Fin.*, 2008, I, 3 ss.; Rosati, *Il sistema dell'intermediazione mobiliare italiano e la MIFID*, in [www.consob.it](http://www.consob.it); Salini, *Relazione al convegno Forex su "Direttiva MiFID: cosa cambia per gli operatori finanziari, dai sistemi di negoziazione alle regole di comportamento"*, Torino, 2 febbraio 2007, pubblicata in [www.consob.it](http://www.consob.it); Conti-Sabatini-Comperti, *La direttiva MiFID e gli effetti del suo recepimento*, in *Quaderni Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa*, n. 238, marzo 2007 reperibile in [www.assbb.it](http://www.assbb.it); Anolli-Petrella-Faissola-Cammarano, *L'impatto della Direttiva MiFID sui mercati*, in *Quaderni dell'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa*, n. 233, maggio 2007, in [www.assbb.it](http://www.assbb.it); sulla genesi della Direttiva 2004/39/CE v. Carozzi, *Il metodo Lamfalussy: regole e vigilanza del mercato finanziario europeo*, Roma, 2007.

<sup>4</sup> Peraltro, in data 12 giugno 2014 sono state pubblicate nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 12 giugno 2014 le nuove disposizioni di revisione del quadro normativo MiFID. La cd. MiFID II, che dovrà essere attuata dagli Stati membri entro il 3 luglio 2016, stabilisce requisiti in relazione ai seguenti elementi: autorizzazione e condizioni di esercizio per le imprese di investimento; prestazione di servizi di investimento o esercizio di attività di investimento da parte di imprese di paesi terzi mediante lo stabilimento di una succursale; autorizzazione e funzionamento dei mercati regolamentati; autorizzazione e condizioni di esercizio dei prestatori di servizi di comunicazione dati e vigilanza, collaborazione e controllo dell'applicazione della normativa da parte delle autorità competenti.

<sup>5</sup> Cfr. Rispoli Farina, *Obblighi di comportamento degli intermediari finanziari, attuazione della direttiva MiFID e crisi finanziarie. Verso una diversa tutela dei risparmiatori?*, in Principe (a cura di), *Impresa bancaria e crisi dei mercati finanziari*, Napoli, 2010, 195-224.

<sup>6</sup> Così Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, 323. Rileva sul punto l'orientamento giurisprudenziale che riconduce il dovere di correttezza in ambito contrattuale ad un "obbligo di solidarietà" che impone a ciascuna parte di comportarsi in modalità idonee alla salvaguardia anche dei diritti dell'altra parte; cfr. Cass. 5 novembre 1999, n. 12310, in *Giust. civ. Mass.*, 1999, 2190; Cass. 27 settembre 2001, in *Corr. giur.*, 2002, n. 3, 329; Cass. 4 marzo 2003, n. 3185, in *Giust. civ. Mass.*, 2003, 444; Cass. 17 febbraio 2004, n. 2992, in *Giust. civ. Mass.*, 2004, 2.

il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa, ma certamente implica il dovere di trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto"<sup>7</sup>. In tale contesto assume centralità, sicuramente, il mancato rispetto degli obblighi di informazione, obblighi volti a realizzare la trasparenza *inter partes* sul presupposto che questa concorra a determinare condizioni ottimali di efficienza allocativa del risparmio, non solo dal punto di vista dell'interesse del singolo investitore, ma anche nell'ottica dell'intero sistema complessivamente considerato<sup>8</sup>. Ma è anche vero che, negli ultimi tempi, il giudizio di *rating*, affidato ad apposite Agenzie, è venuto ad assumere sempre maggiore rilevanza all'interno del processo decisionale dell'investitore. Conseguentemente si è posto il problema dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati.

La giurisprudenza, in un primo tempo, al fine di scoraggiare comportamenti capaci di compromettere la funzionalità dei mercati finanziari, apprestando nel contempo agli investitori danneggiati una efficace tutela, ha ritenuto nulli i contratti da questi conclusi con gli intermediari per contrarietà alle norme imperative da cui derivano gli obblighi violati. La pronuncia di nullità ha aperto la strada alle azioni restitutorie consentendo al risparmiatore di recuperare facilmente tutte le somme investite, dispensandolo dall'onere di provare tanto l'ammontare del danno subito<sup>9</sup>, quanto la riconducibilità causale dello stesso alla condotta dell'intermediario, escludendo, altresì, l'eventuale rilevanza del fatto

<sup>7</sup> Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, *Contratti*, 2006, 446, con nota di Poliani 2006, 448 ss.; *Danno e Resp*, 2006, 25, con nota di Roppo e Afferni 2006, 27 ss.

<sup>8</sup> Cfr. Scalisi, *Dovere d'informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 168 ss.; cfr. Sangiovanni, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *Contratti*, 2006, 1133 ss., il quale rileva che l'acquisizione d'informazioni è finalizzata alla conclusione del contratto, è strumentale allo stesso ed è effettuata "in vista" dello stesso. E una volta concluso il contratto, non è che venga meno il dovere informativo dell'intermediario. Questi è obbligato, sempre, sia a raccogliere informazioni dall'investitore sia a fornirgli quelle notizie che possono essere rilevanti per l'investimento già effettuato o in funzione di nuovi investimenti.

<sup>9</sup> Cfr. Roppo-Afferni, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 31.

colposo dello stesso investitore danneggiato<sup>10</sup>. Diversamente, le Agenzie di *rating* hanno tradizionalmente goduto di una sorta di immunità, e del resto, rari sono i casi in cui gli investitori hanno pensato di promuovere azioni contro le stesse, probabilmente mal supportati da una alquanto carente normativa interna in materia.

Appare chiaro, in ogni caso, che l'individuazione dei rimedi esperibili non può dipendere soltanto da valutazioni di convenienza e di opportunità, ma deve necessariamente trovare fondamento nelle regole dell'ordinamento giuridico.

## 2. Il caso di specie

Orbene, la sentenza che qui si commenta, la n. 540 del 17 marzo 2015, resa dal Tribunale di Perugia, sez. III, merita di essere segnalata, non tanto per la decisione in sé, quanto per la valutazione "*de iure condendo*", effettuata dal Giudicante, in ordine alla legittimazione passiva (decisione che, tuttavia, desta, come vedremo, non poche perplessità), in caso di azioni promosse dagli investitori per danni subiti a causa di omesse informazioni sugli investimenti, spostando, in tal modo, la "lente" sulle Agenzie di *rating*, nonché sul Consorzio interbancario "Patti Chiari".

Ma si proceda con ordine. La sentenza in commento rientra nel filone giurisprudenziale del cd. "risparmio tradito" - tradizionalmente favorevole al "contraente debole" del rapporto<sup>11</sup> - ma allo stesso tempo se ne allontana quanto

<sup>10</sup> Così Perrone, *Servizi d'investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, 1015 ss., secondo il quale la ripetizione dell'indebito consentirebbe all'investitore di recuperare integralmente le somme investite anche quando la perdita sia in parte riconducibile a fattori causali diversi. Viceversa nell'ottica della responsabilità civile trova applicazione la norma dell'art. 1227, co. 1, c.c., sul concorso di colpa del risparmiatore. In questa logica Cass. 3 marzo 2001, n. 3132, in *Giust. civ.*, 2001, I, 907 ss., ha ritenuto che nella determinazione del danno risarcibile il giudice di merito debba prendere in considerazione anche l'eventuale condotta imprudente degli investitori che, ad esempio, avrebbero dovuto essere indotti ad una maggiore cautela da informazioni poco rassicuranti relative a determinati titoli, diffuse dai mezzi di comunicazione.

<sup>11</sup> Cfr. Nicotra, *Investimenti a rischio e responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Rivista elettronica di Diritto, Economia, Management*, n. 2, 2012, 123, la quale evidenzia l'eterogeneità degli orientamenti giurisprudenziali successivi alle S.U. del 2007, ed una generale tendenza verso l'equilibrio, caratterizzata dal fatto che "per un verso diverse sentenze hanno affermato la responsabilità degli intermediari finanziari nei confronti degli investitori in conseguenza della violazione degli obblighi imposti dalla normativa di settore. Per altro verso, non poche pronunce hanno rigettato le richieste risarcitorie dei risparmiatori tese, prevalentemente, a riversare sugli intermediari le conseguenze negative di investimenti (spesso altamente rischiosi) rispetto ai quali non è stata ravvisata alcuna condotta illecita da parte degli intermediari finanziari".

alla soluzione del caso di specie, respingendo la domanda attorea diretta ad ottenere il rimborso delle somme investite, o quantomeno il risarcimento del danno, ed escludendo l'inadempimento della banca agli obblighi informativi assunti. Si afferma, infatti, che in materia di contratti intermediazione finanziaria, allorché risulti necessario accertare la responsabilità contrattuale per danni subiti dall'investitore, va verificato se l'intermediario abbia diligentemente adempiuto alle obbligazioni scaturenti dal contratto di negoziazione.

Più precisamente, il Giudice di prime cure, respinge la domanda del risparmiatore, assumendo che il *default* della banca americana Lehman Brothers<sup>12</sup> era da considerare evento imprevisto ed imprevedibile, e ciò anche in considerazione del fatto che il soggetto emittente godeva di un *rating* elevato da parte delle cd. "tre sorelle" (*Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch Ratings*).

La Lehman Brothers aveva infatti conservato il proprio *rating* in categoria A fino al 15 Settembre 2008, giorno in cui è stata dichiarata fallita (dal 16 Settembre 2008 è stata sospesa a tempo indeterminato la negoziazione di tali titoli).

Il Tribunale perugino identifica, tra l'altro, nel *rating* attribuito ai titoli Lehman uno dei fattori scriminanti per la banca intermediaria affermando l'impossibilità di prevedere il fallimento del colosso americano e, per tale via, giunge ad affermare che *"eventuali omissioni informative nei confronti degli investitori potrebbero farsi risalire ac livelli superiori a quello dell'intermediario ed imputarsi probabilmente alle Agenzie di rating ed al Consorzio Patti Chiari per aver diffuso e pubblicizzato informazioni errate sulla reale solvibilità della banca americana emittente"*.

Il Giudice, nell'argomentare la sentenza, "risponde" a tutte le domande proposte dalla parte attrice, sviscerando in modo chiaro tutte le regole sottostanti al rapporto intermediario/investitore nella disciplina dell'intermediazione finanziaria.

La presente nota di commento è, dunque, anche un'occasione per ripercorrere parte della disciplina delle regole di comportamento degli intermediari finanziari

---

<sup>12</sup> Per la storia del "fallimento" si veda Vattermoli, *Chapter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso Lehman Brothers)*, in *Dir. banc.*, 2009, II, 67 ss.).

(con particolare riferimento alle conseguenze della violazione delle predette regole), che di seguito si andrà ad esaminare prima di affrontare, senza alcuna pretesa di completezza, il tema "caldo" della responsabilità delle Agenzie per errato *rating*.

### 3. Nullità degli ordini per violazione di norme imperative

Parte attrice eccepisce la nullità dei contratti aventi ad oggetto l'acquisto delle obbligazioni Lehman Brothers e per l'effetto, chiede la condanna della convenuta alla restituzione della somma corrisposta per l'acquisto, oltre il risarcimento del danno. Il Giudice rigetta ineccepibilmente la domanda rilevando che *"la nullità si verifica solo nelle ipotesi espressamente previste dal legislatore e, quindi, o per inosservanza della forma scritta del contratto quadro (artt. 23 co. 1 TUF) ovvero per la presenza di pattuizioni di rinvio agli usi (art. 23 co. 2) e, nel caso in esame, non ricorre nessuna delle predette ipotesi"*.

Già nel 2005, la Suprema Corte<sup>13</sup> ebbe a precisare che la cd. *nullità virtuale* del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art. 1418, co. 1, c.c., opera solo quando siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto. Pertanto, l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia prevista espressamente. Tale sentenza ridimensiona fortemente il campo della nullità virtuale.

Sul punto le Sezioni Unite del 2007, cui il Giudice perugino si conforma appieno, in continuità con la decisione del 2005, negano, definitivamente, che la violazione dei doveri di comportamento degli intermediari possa essere causa di nullità dei contratti stipulati con i clienti, a meno che non vi sia un'espressa previsione in tal senso.

Il punto di partenza delle sentenze cd. "gemelle" della Cass. del 2007 n. 26724

<sup>13</sup> Cass. 29 settembre 2005, n.19024, in *Foro it.*, 2006, I, 1105.



e n. 26725<sup>14</sup>, è la distinzione tra norme di comportamento dei contraenti e norme di validità del contratto<sup>15</sup>: *"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 essere 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"*.

Di qui la conclusione che le ipotesi di nullità conseguente all'inosservanza di regole inderogabili di condotta sono solo quelle che ricadono nell'ambito delle nullità testuali contemplate dal co. 3 dell'art. 1418 c.c.<sup>16</sup>. Al di fuori di tali ipotesi, non è sufficiente la generica violazione di una norma imperativa di condotta perché possa ritenersi nullo il contratto. Le Sezioni Unite negano, del resto, che nello specifico settore del diritto del mercato finanziario siano riscontrabili principi diversi da quelli del codice civile.

Dunque, secondo le Sezioni Unite *"la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può, invece, dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione"*.

Si precisa che l'impostazione seguita dalla Suprema Corte, e cioè della duplice responsabilità precontrattuale e contrattuale, riflette la distinzione tra contratto quadro (che le sentenze definiscono contratto d'intermediazione finanziaria ed

<sup>14</sup> Cass. Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, tra le altre in *Corr. giur.*, 2008, 227 ss., e Cass. sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26725, tra le altre in *Giur. it.*, 2008, I, 350 ss.

<sup>15</sup> Cfr. D'Amico, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2002, I, 56 ss.

<sup>16</sup> Cfr. Gallo, *Asimmetrie informative e doveri d'informazione*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2007, 667.

accostano alla figura del mandato<sup>17</sup>), stipulato dall'intermediario con il cliente e le successive operazioni che il primo compie per conto del secondo<sup>18</sup>.

Gli obblighi di comportamento degli intermediari si collocano, infatti, in parte nella fase che precede la stipulazione del contratto-quadro ed in parte nella fase esecutiva di esso.

Alla fase prenegoziale attengono: l'obbligo di consegna del documento informativo e l'obbligo d'informarsi sulla situazione finanziaria del cliente (cd. *Know your customer rule*): deve ritenersi che quest'obbligo permanga anche dopo la stipulazione del contratto quadro, dal momento che la situazione del cliente non è statica.

L'inosservanza di tali obblighi comporta una responsabilità di tipo precontrattuale a carico dell'intermediario<sup>19</sup>, che può farsi valere dal cliente non solo nel caso di rottura ingiustificata delle trattative o di conclusione di un

<sup>17</sup> Il contratto-quadro (*master agreement*) ha "la funzione di regolamentare in via generale il servizio prestato dall'intermediario in favore del cliente indicando quali regole l'intermediario medesimo deve osservare per consentire al risparmiatore di porre in essere una consapevole scelta d'investimento, ma è del tutto privo - come invece avviene nel mandato - di un seppur minimo programma negoziale. Si può dire che il contratto-quadro, sotto questo profilo, abbia un contenuto "vuoto" ... nel contratto-quadro non è dato sapere neppure in minima parte quali tipi di investimenti mobiliari porrà in essere il cliente ... essendo tutto rimesso alla disciplina delle singole contrattazioni" (Trib. Venezia, 30 maggio 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)). I singoli ordini di acquisto impartiti dal cliente ed accettati dall'intermediario - accettazione che può manifestarsi con la diretta esecuzione - danno vita ad autonome fattispecie negoziali, configurabili come contratti di mandato in caso di negoziazione per conto terzi e come veri e propri contratti di compravendita in caso di negoziazione per conto proprio (così Luminoso, *Contratti d'investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. Civ. prev.*, 2007, 1422; sul punto v. anche Dellacasa, *Negoziazione di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato?*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2006, I, 601; Mancini, *op. cit.*, 56 ss.). Secondo un'altra opinione, invece, il contratto-quadro riproduce lo schema del mandato ed i successivi ordini d'acquisto impartiti dal cliente all'intermediario debbono essere ricondotti nell'ambito delle "dichiarazioni di volontà prive di natura negoziale alla stregua degli atti esecutivi posti in essere dal mandatario su incarico del mandante in adempimento del contratto di mandato" (Trib. Catania, 23 gennaio 2007; Trib. Parma, 21 marzo 2007, entrambe in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)).

<sup>18</sup> Pur riconoscendosi la loro natura negoziale, le operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente sono considerate alla stregua di un "momento attuativo del precedente contratto d'intermediazione"; nel senso, invece, che i singoli acquisti, genericamente programmati nel contratto-quadro, costituiscono un "essenziale momento decisionale", Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 398.

<sup>19</sup> Cfr. Trib. Foggia, 30 giugno 2006, in *Contr.*, 2007, 423 con n. di Scalzo, *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi di informazione*; Trib. Trani, 10 ottobre 2006, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 621, con n. di Tucci, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*; Trib. Trani, 6 marzo 2007; Trib. Roma, 20 marzo 2008; Trib. Siracusa, 13 maggio 2008, tutte in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

contratto invalido, "ma anche se il contratto concluso sia valido e, tuttavia, risulti pregiudizievole per la parte rimasta vittima del comportamento scorretto". In tal caso, però, il risarcimento del danno non sarà limitato all'interesse negativo, ma andrà ragguagliato al "minor vantaggio o al maggior aggravio economico" determinato dal comportamento tenuto in violazione dell'obbligo di buona fede<sup>20</sup>.

Attengono, invece, al momento esecutivo del contratto: l'obbligo di fornire al cliente informazioni adeguate sulla natura, i rischi e le implicazioni delle singole operazioni d'investimento o disinvestimento, l'obbligo di comunicare l'esistenza di eventuali situazioni di conflitto d'interesse, l'obbligo di non consigliare e di non effettuare operazioni di frequenza o dimensioni eccessive rispetto alla situazione finanziaria del cliente (cd. *suitability rule*).

Questi obblighi, nonostante trovino fonte nella legge, sono destinati ad integrare il contenuto negoziale secondo il meccanismo dell'art. 1374 c.c., con la conseguenza che la loro violazione assume i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento), che, oltre a dar luogo a responsabilità di tipo contrattuale a carico dell'intermediario, può essere anche causa di risoluzione del contratto.

#### 4. Annullamento per vizi del consenso

Parte attrice, in via subordinata, chiede l'annullamento dei contratti per vizi del consenso<sup>21</sup>. Orbene, secondo la disciplina comune (artt. 1427 e ss. c.c.) i presupposti per poter richiedere l'annullamento sono l'essenzialità e la riconoscibilità del vizio del consenso.

In effetti, il comportamento dell'intermediario che abbia taciuto informazioni che, se note, avrebbero fatto desistere l'investitore dal concludere il contratto,

---

<sup>20</sup> V. par. 6

<sup>21</sup> L'orientamento giurisprudenziale che prospetta il ricorso al rimedio dell'annullabilità si è consolidato dopo la sentenza della Cassazione n. 19024 del 2005: cfr. Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005; Trib. Parma, 6 dicembre 2006; Trib. Napoli, 7 novembre 2006; Trib. Lanciano, 30 aprile 2007, tutte in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). In dottrina, il rimedio dell'annullabilità è ritenuto pienamente applicabile nelle ipotesi in discorso da Vigo, *La reticenza dell'intermediario nei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, 668.

assume, in astratto, la connotazione del dolo omissivo<sup>22</sup>. Tuttavia, ai fini dell'annullamento del contratto, non è sufficiente il semplice silenzio o la reticenza del contraente che si sia limitato a non contrastare la percezione della realtà alla quale sia pervenuto l'altro contraente<sup>23</sup>, ma occorre che il silenzio "s'inserisca in un complesso comportamento adeguatamente preordinato, con malizia od astuzia, a realizzare l'inganno, determinando l'errore del *deceptus*"<sup>24</sup>.

Laddove manchi la prova di artifici o raggiri che abbiano indotto l'investitore a rappresentarsi una situazione diversa da quella reale, si ammette che questi possa comunque ottenere l'annullamento del contratto, se prova di essere incorso in un errore essenziale e riconoscibile dall'intermediario<sup>25</sup>. Anzi, tra le cause di annullabilità, la più plausibile sembra essere, piuttosto che l'errore sulla natura o sull'oggetto del contratto, un errore del cliente sull'identità o su di una qualità

<sup>22</sup> Così Bove, *Le violazioni delle regole di condotta degli intermediari finanziari al vaglio delle Sezioni Unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 156. Ove la controparte si sarebbe comunque determinata a concludere l'affare ma a condizioni diverse, le false o omesse indicazioni possono comportare l'obbligo per il contraente mendace o reticente di risarcire il danno (cd. dolo indicente).

<sup>23</sup> In tal senso Bianca, *Diritto Civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 1998, 625; Albanese, *op. cit.*, 114, il quale circoscrive l'efficacia invalidante della reticenza ai soli casi espressamente previsti dalla legge (ad es. l'art. 1892 c.c., prevede l'annullabilità del contratto di assicurazione in caso di "reticenze del contraente, relative a circostanze tali che l'assicuratore non avrebbe dato il suo consenso o non lo avrebbe dato alle medesime condizioni se avesse conosciuto il vero stato delle cose"). Diversamente v. Sacco-De Nova, *Il contratto*, in *Trattato Sacco*, Torino, I, 1993, 430 ss.; Greco, *Risparmio tradito e tutela: il "subbuglio" giurisprudenziale*, in *Danno e resp.*, 2007, 575; Greco, *Intermediazione finanziaria: violazione delle regole comportamentali e tutela secondo le Sezioni Unite*, in *Resp. Civ. prev.*, 2008, 565; Maffei, *Discipline preventive nei servizi d'investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2008, 406 ss., secondo cui l'omissione di specifiche informazioni dovute integra sempre dolo omissivo.

<sup>24</sup> Cass. 15 marzo 2005, n. 5549, in *Giust. civ.*, 2006, I, 647; Cass. 20 aprile 2006, n. 9253, *ivi*, 2007, I, 1454; nel senso, invece, che "il dolo quale vizio di annullamento del contratto non deve necessariamente consistere nell'inganno posto in essere con una condotta positiva di raggiro e/o mediante la comunicazione di notizie false, ma può anche ravvisarsi quando siano state taciute, da uno dei contraenti all'altro, in violazione del principio di buona fede, fatti e circostanze decisivi che, se conosciute dall'altra parte, l'avrebbero indotta a non prestare il consenso", Cass. 7 aprile 2002, n. 11896, in *Riv. dir. civ.*, 2004, II, 911, con nota di De Poli, *Servono i "raggiri" per annullare il contratto per dolo? Note critiche sul concetto di reticenza invalidante*; in tal senso Trib. Messina, 3 marzo 2011 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), afferma, in particolare, che la parte attrice, "se fosse stata adeguatamente informata circa la natura dell'operazione non avrebbe concluso quel contratto. Il dolo omissivo, consistito nell'inosservanza degli obblighi di informazione, pertanto, non ha avuto semplicemente l'effetto di far accettare all'attrice condizioni economiche più gravose, ma ha assunto rilievo decisivo nella determinazione di addivenire alla sottoscrizione del piano finanziario *My way* (...), i fatti taciuti o non adeguatamente rappresentati dalla banca hanno determinato un vizio della volontà, ponendosi come fattori determinanti in assenza dei quali il contratto non sarebbe stato concluso".

<sup>25</sup> Cfr. Albanese, *op. cit.*, 115.

essenziale dell'oggetto della prestazione che, secondo il comune apprezzamento o in relazione alle circostanze, deve ritenersi determinante il consenso<sup>26</sup>.

È piuttosto raro, tuttavia, configurare un vizio genetico del contratto quadro, dal momento che gli obblighi informativi incidenti sul processo formativo della volontà (si pensi, ad esempio, all'obbligo di fornire al cliente informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e le implicazioni delle singole operazioni d'investimento) si collocano, per lo più, dopo la conclusione del contratto quadro, e quindi attengono alla fase della sua esecuzione.

Nella pratica la domanda di annullamento per errore, in varie varianti, viene svolta assai spesso, ma si ha la netta impressione che alla sua base ci sia un semplice atteggiamento di prudenza, con la conseguenza che essa, non sufficientemente argomentata e pressoché trascurata in sede istruttoria, viene normalmente rigettata<sup>27</sup>.

Anche nel caso in commento, infatti, la domanda di annullamento viene rigettata: le asserite omesse informazioni da parte di un intermediario finanziario in merito all'acquisto dei valori mobiliari, quali i rischi insiti nelle operazioni, non sono ritenute elementi determinanti quali presupposti per ottenere l'annullamento

<sup>26</sup> Cfr. Trib. Napoli, 7 novembre 2006, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) che ha ravvisato la fattispecie dell'errore essenziale di cui all'art. 1429 c.c., nell'ipotesi di acquisto di obbligazioni di società delle quali l'intermediario, per la sua qualità, avrebbe dovuto conoscere la preoccupante situazione finanziaria del tutto ignorata dall'investitore; Trib. Parma, 6 dicembre 2006, *ibidem*, secondo cui si versa in ipotesi di errore essenziale riconoscibile qualora l'investitore presti il proprio consenso nel convincimento di sottoscrivere un piano d'investimento basato sull'accantonamento di una somma mensile, senza avere la consapevolezza di aver contratto un mutuo e che le somme pagate mensilmente ne rappresentavano in realtà la rata di rimborso; Trib. Lanciano, 30 aprile 2007, *ibidem*, secondo cui è configurabile un'ipotesi di errore essenziale riconoscibile allorché la violazione da parte dell'intermediario dei propri doveri informativi induca gli investitori a porre in essere un'operazione speculativa non voluta con rischio medio-alto di perdita del capitale. Il rimedio dell'annullamento per vizio del consenso non sarebbe, invece, applicabile qualora "il deficit informativo della banca non abbia determinato l'errore del cliente sulla tipologia del titolo acquistato, bensì l'inesatta percezione dei rischi connessi all'investimento". Cfr. anche Trib. Rimini, 1 dicembre 2005, *ibidem*; Trib. Prato, 5 marzo 2009, *ibidem*.

<sup>27</sup> Ad esempio, Trib. Forlì, 21 marzo 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Torino, 10 novembre 2008, *ivi*. Cfr. sul punto anche Cottino, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, 539; Gobbo-Salodini, *I servizi d'investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 36 ss.; Dolmetta, *Strutture rimediali per la violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 2; Gobbo, *Le sanzioni applicabili alla violazione delle regole di condotta in tema di investimenti mobiliari: la prima pronuncia nomofilattica su nullità e responsabilità precontrattuale*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 366 ss.

delle medesime operazioni per un errore essenziale sull'oggetto del contratto o sull'identità dell'oggetto della prestazione o sulla qualità della stessa (ex art. 1429, co. 1, nn. 1, e 2 c.c.) o addirittura per dolo, atteso che si tratta di caratteristica comune ai titoli acquistati, contraddistinti - per l'appunto - da oscillazioni sensibili nelle quotazioni e da elevata redditività, che non incidono sulla natura o sull'oggetto del contratto.

La qualità del prodotto, dunque, è irrilevante, giacché la redditività del titolo è solo un attributo connesso, non già alle qualità del prodotto, ma ad una serie di circostanze che, complessivamente considerate, individuano e delincono la rischiosità dell'investimento. Quest'ultima non attiene all'oggetto del contratto ma alla sfera dei motivi in base ai quali un cliente si è determinato a concludere un determinato contratto con la conseguente irrilevanza della sua valutazione al fine della formazione del consenso dell'investitore. In definitiva, il Tribunale di Perugia ha ritenuto che *"tutte le omissioni informative lamentate ricadono nell'ambito della valutazione relativa alla maggiore o minore convenienza economica dell'operazione, che è concetto estraneo alle norme in materia di vizi del consenso"*.

## 5. Risoluzione per inadempimento

Le attrici, ancora in via subordinata, domandano la risoluzione dei contratti di acquisto dovuta a fatto di colpa esclusiva della banca convenuta, e la conseguente restituzione di tutta la somma investita.

Invero, sul punto, si può constatare che la decisione seguita dalle S.U. del 2007 lascia comunque spazio ad un ampio margine di operatività per i rimedi di tipo demolitorio<sup>28</sup>, cioè ad azioni volte ad ottenere l'annullamento o ancora funzionali ad una pronuncia che ne disponga la risoluzione.

Tale ultimo rimedio si collega alla responsabilità contrattuale del prestatore di

---

<sup>28</sup> Così Maggiolo, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione di servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 497, il quale sottolinea come il discorso attenga, però, solo ad alcuni tra i servizi d'investimento, e segnatamente, i servizi di negoziazione per conto proprio, di ricezione e trasmissione di ordini, ed in certa misura anche il servizio di gestione di portafogli d'investimento (art. 1, co. 5, lett. a), b), d) TUF). Si tratta così di quel sottogruppo ipotizzato da Maffei, *La natura e la struttura dei contratti d'investimento*, 2009, in *www.ilcaso.it*, 3, nt. 12.

servizi d'investimento il quale abbia violato la disciplina dedicata alla sua attività. Predicando tale responsabilità contrattuale, è evidente come si apra una strada rimediale che conduce ad una possibile risoluzione del contratto per inadempimento<sup>29</sup>. È altrettanto evidente come la risoluzione riguardi il contratto quadro e, dunque, la violazione dei doveri imposti al prestatore di servizi d'investimento costituisca un inadempimento<sup>30</sup>.

Di qui una serie di implicazioni, relative da un lato al giudizio sulla gravità dell'inadempimento, imposto dalla norma dell'art. 1455 c.c.; e relative, dall'altro lato, alla sorte dei singoli ordini d'acquisto inoltrati sulla base del contratto quadro.

Sotto il primo profilo, la violazione rappresentata dalla vicenda di un singolo ordine d'acquisto nel cui ambito non siano state rispettate le regole di comportamento potrebbe infatti essere giudicata alternativamente grave, con risoluzione del contratto quadro e caducazione di ogni operazione eseguita in base ad esso; oppure, come nel caso in commento, di non particolare gravità nel tessuto complessivo del regolamento di interessi<sup>31</sup>. Se l'inadempimento non è importante, il contratto quadro sopravvive, e si tratta allora di capire se ogni

<sup>29</sup> Nella giurisprudenza più recente, Trib. Milano, 9 aprile 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Esclude, invece, il rimedio della risoluzione per inadempimento del contratto, Albanese, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. Giur.*, 2008, 120 ss., nel presupposto che si tratti di un rapporto avente ad oggetto esclusivamente obblighi (di protezione) a carico di una sola parte. Secondo Luminoso, *op. cit.*, 1430, il problema è di poco rilievo pratico, perché il cliente comunque potrà recedere, per giusta causa dal rapporto.

<sup>30</sup> Secondo una diversa opinione la risoluzione del contratto determina la nullità dei singoli ordini d'acquisto, per la mancanza sopravvenuta di un requisito imposto obbligatoriamente dalla legge (Trib. Firenze, 18 febbraio 2005, in *Giur. merito*, 2007, 49; Trib. Firenze, 10 giugno 2006, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 545). Seguendo quest'impostazione, tuttavia, si perverrebbe, in via indiretta, per effetto della risoluzione del contratto-quadro, alla declaratoria di nullità del contratto d'acquisto di strumenti finanziari, (così Febbrajo, *Violazione delle regole di comportamento e rimedi civilistici*, in Di Nella (a cura di), *La tutela del consumatore di servizi finanziari*, Napoli, 2007, 162). Altre pronunce hanno, invece, dichiarato la risoluzione non già del contratto-quadro, ma del singolo contratto d'acquisto realizzato dall'intermediario con il terzo sul mercato. (cfr. Trib. Milano, 26 aprile 2006, in *Danno e resp.*, 2006, 874; Trib. Lodi, 12 gennaio 2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)). Sebbene gli obblighi d'informazione siano funzionali al singolo contratto d'acquisto di strumenti finanziari, tali obblighi si collocano comunque in una fase anteriore alla sua stipula, e "non si può risolvere un contratto per violazioni di obblighi che non nascono dal contratto risolvendo. Solo rispetto al contratto quadro, la violazione dei doveri informativi può atteggiarsi alla stregua di un vizio funzionale che legittima la risoluzione" (Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e Tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2006, 629).

<sup>31</sup> Come rileva Sartori, *La rivincita dei rimedi risarcitori; note critiche a Cass. SS.UU. 19 Dicembre 2007*, n. 26725, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 9, nt. 14, le decisioni della Cass. del 19 dicembre 2007, non sviluppano tale profilo, trattandosi di questione di fatto.

operazione posta in essere in base ad esso debba o no sopravvivere.

Si giunge così al secondo profilo. La violazione commessa prima del conferimento del singolo ordine di acquisto (ad esempio la violazione degli obblighi d'informazione in sede di stipulazione del contratto) non può, infatti, essere considerata inadempimento del rapporto negoziale, comunque lo si voglia intendere, rappresentato dall'ordine stesso e non può, quindi, dar luogo al rimedio risolutorio<sup>32</sup>. Tale condotta, infatti, verificandosi in una fase in cui il vincolo sinallagmatico non si è ancora instaurato, non può in alcun modo alterare l'equilibrio tra gli obblighi che vincoleranno le parti solo in un momento successivo, ma può soltanto impedire che esse ne abbiano una rappresentazione corretta e puntuale. Sulla base di argomenti analoghi, del resto, si era già stabilito, sia pure con riguardo a fattispecie diverse, che la violazione dell'obbligo precontrattuale di buona fede, consistente nella mancata comunicazione di circostanze significative rispetto all'economia dell'affare, non può essere dedotto a fondamento della domanda di risoluzione ai sensi dell'art. 1453 c.c., essendo a tal fine necessaria la violazione di una specifica obbligazione nascente dal contratto<sup>33</sup>. Pertanto, la violazione delle regole di condotta che precedono l'ordine potrà, semmai, dare luogo solo al risarcimento del danno (conseguente alla conclusione di un contatto diverso e meno vantaggioso di quello che sarebbe altrimenti concluso).

Seguendo questo ragionamento logico, considerato l'ordine di acquisto come un'operazione di tipo prettamente esecutivo del rapporto di mandato (costituito mediante la conclusione del contratto quadro di negoziazione), e pertanto, non suscettibile di risoluzione, il Giudice rigetta la domanda di risoluzione, avendo la banca convenuta ottemperato ai propri obblighi informativi, sia nella fase delle trattative che dopo, e, pertanto, non essendole imputabile alcun inadempimento.

## **6. Pretese risarcitorie. Tutela esclusiva e concorrente**

<sup>32</sup> Cfr. Perrone, *Regole di comportamento e tutele degli investitori*, in (a cura di) De Mari, *op. cit.*, 95 ss.; Trib. Mantova, 31 marzo 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>33</sup> Così Cfr. Cass. 19 novembre 1994, n. 9202, in *rass. Loc.*, 1995, 65.



A questo punto, risulta utile alla presente indagine affrontare, sia pure brevemente, il tema del risarcimento dei danni subiti per la violazione degli obblighi informativi ed inadeguatezza delle operazioni<sup>34</sup>. Occorre una precisazione: la tutela risarcitoria può concorrere o meno con altre tutele, e il discorso è parzialmente diverso per l'una e per l'altra ipotesi, perché diverso è l'oggetto dell'obbligazione risarcitoria.

Nell'ipotesi in cui sia attivata la sola tutela risarcitoria, per determinare l'entità dell'obbligazione alla stregua di quanto previsto agli artt. 1223 ss. c.c., occorre innanzitutto considerare che il danno da inadempimento o da fatto illecito precontrattuale si manifesta dopo l'acquisto dello strumento finanziario, e che dopo il verificarsi del danno da inadempimento lo strumento finanziario rappresenta un valore residuo nelle mani del cliente. Per determinare la perdita subita occorre, dunque, sottrarre dall'importo nominale del capitale investito il valore attuale degli strumenti finanziari, determinato in riferimento al momento della scadenza.

Il debito risarcitorio è di valore e, quindi, la somma risultante da questa sottrazione va valutata alla data del danno<sup>35</sup>, corrispondente alla data del *default*, sino alla liquidazione<sup>36</sup>. Trattandosi di illecito contrattuale gli interessi legali, dovuti sulla somma rivalutata<sup>37</sup>, vanno computati non dalla data del fatto dannoso, bensì dalla data di costituzione in mora del debitore, effetto della proposizione della domanda giudiziale. Pertanto, si versa in ipotesi di mora *ex persona*, in quanto il caso di mora *ex re* previsto dall'art. 1219, co. 2, n. 1, c.c., si rifarebbe alla sola responsabilità extracontrattuale<sup>38</sup>. Dunque, l'interesse moratorio esige la

<sup>34</sup> Per una più accurata analisi in ordine alle problematiche sottese alla risarcibilità dei danni subiti dagli investitori nel mercato bancario e borsistico si veda Scipione, *op. cit.*, in particolare, con numerosi riferimenti alle recenti pronunce giurisprudenziali, pp. 1986-2022.

<sup>35</sup> Può essere utile ricordare come nei debiti di valore la rivalutazione rilevi non come conseguenza dannosa da risarcire in ragione del ritardo del pagamento, bensì come effetto occasionale del decorso del tempo in riferimento all'esigenza di adeguare la prestazione all'effettivo valore da reintegrare (così Quadri, *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Trattato di dir. priv.*, diretto da Rescigno, I, 9, Torino, 2005, 576).

<sup>36</sup> Per la decorrenza degli interessi legali dalla data della domanda giudiziale, v. peraltro Trib. Torino, 20 novembre 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>37</sup> Cass. 14 novembre 1997, n. 11265, in *Rep. Foro it.*, 1997, voce "Danni civili" n. 305.

<sup>38</sup> Cass. 9 febbraio 2005, n. 2654, in *Rep. Foro it.*, 2005, voce "Danni civili" n. 403; Cass. 25 ottobre

costituzione in mora del debitore, quest'ultima ottenibile con la proposizione della domanda ed inoltre, non operando la regola sulla mora automatica di cui all'art. 1219, co. 2, n. 3, c.c., il credito risarcitorio è considerato "*querable*" cioè eseguibile nel domicilio del debitore<sup>39</sup>.

Per altro verso, pare evidente che l'intermediario non debba corrispondere interessi sulla somma investita con riferimento al periodo precedente il verificarsi del danno. Parimenti, il cliente non deve in restituzione le cedole, i dividendi o gli altri frutti prodotti dagli strumenti finanziari dall'acquisto al *default*<sup>40</sup>. Nell'uno e nell'altro caso si tratta infatti di proventi legittimamente percepiti. In effetti, se il risarcimento ha la funzione di ricostruire la situazione che sarebbe venuta ad esistenza senza il fatto dannoso, quegli importi devono restare in mano dei percipienti, senza bisogno che istituti quali la *compensatio lucri cum damno* od altro vengano presi in considerazione<sup>41</sup>, in un modo che sarebbe, peraltro, improprio<sup>42</sup>.

Quanto alla componente del mancato guadagno, in linea generale, opera la regola dell'art. 1224, co. 2, c.c.<sup>43</sup>. La prova di un maggior danno non è facilissima:

1982, n. 5580, in *Rep. Foro it.*, 1982, voce "danni civili", n. 164.

<sup>39</sup> Cfr. Bianca, *Diritto civile, IV, L'obbligazione*, Milano, 1990, 249; Cannata, *L'adempimento delle obbligazioni. L'adempimento in generale*, in *Trattato di dir. priv.*, diretto da Rescigno, I, 9, Torino, 2005, 132; Cass. 14 maggio 2002, n. 7021, in *Rep. Foro it.*, voce "Obbligazioni in generale", n. 31; Cass. 11 aprile 2000, n. 4599, in *Rep. Foro it.*, 2000, voce "Competenza civile", n. 142), con la conseguente insussistenza di una mora *ex re* ai sensi dell'art. 1219, co. 3, c.c.

<sup>40</sup> Per il vero, l'importo delle cedole percepite viene talora detratto dal capitale investito: in questo senso ad. Es., Trib. Biella, 17 luglio 2008; Trib. Milano, 18 febbraio 2009; Trib. Torino, 20 novembre 2008, tutte in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). In altri casi la detrazione viene invece ammessa in astratto, ma esclusa in assenza di domanda: v. Trib. Gorizia, 30 gennaio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) e Trib. Milano, 7 gennaio 2009, *ivi*. Più correttamente, altre decisioni concepiscono tale importo come un lucro del tutto legittimo e, quindi, non deducibile dalla somma liquidata a titolo di risarcimento: per questa soluzione, v. App. Milano, 24 aprile 2009 e Trib. Mantova, 31 marzo 2009, *ivi*.

<sup>41</sup> Per un' utilizzazione del principio *compensatio lucri cum damno*, v., invece, i casi decisi da Trib. Forlì, 3 marzo 2009 e Trib. Forlì, 21 marzo 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>42</sup> È noto infatti, come la *compensatio lucri cum damno* operi là dove il fatto dannoso abbia causato sia il pregiudizio, sia il lucro, perché per valutare l'entità del peggioramento prodotto dall'azione dannosa occorre considerare tutti gli effetti di quest'ultima, favorevoli e sfavorevoli (cfr. Cass., 28 luglio 2005, n. 15822, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 629 ss.; Cass., 28 gennaio 2002, n. 985, in *Contr.*, 2003, 13 ss.). Evidentemente, il reddito prodotto dagli strumenti finanziari non è causato dal fatto dannoso del prestatore di servizi d'investimento, e l'istituto della *compensatio* non può quindi trovare applicazione (v. Trib. Mantova, 5 febbraio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)).

<sup>43</sup> Nelle obbligazioni pecuniarie dove gli interessi moratori siano dovuti al tasso legale il creditore che dimostri di aver subito un maggior danno ha diritto al risarcimento ulteriore.

se in via di principio si può sempre ricorrere alla regola sancita dalle Sezioni Unite, per cui a titolo di maggior danno va riconosciuta la differenza tra tasso di rendimento annuo netto di titoli di stato di durata inferiore a dodici mesi e saggio degli interessi legali<sup>44</sup>, più specificamente si può pensare all'esempio di un'operazione d'investimento effettuata con capitali appositamente disinvestiti da un'altra allocazione nel mercato mobiliare. Se l'investimento originario avrebbe reso al risparmiatore un rendimento ovviamente netto, superiore al tasso di rendimento annuo netto di titoli di stato di durata inferiore a dodici mesi, può ritenersi raggiunta la dimostrazione del danno maggiore realmente verificatosi, pari alla differenza tra il rendimento dell'investimento originario nel periodo tra il danno e il risarcimento e il saggio legale degli interessi applicati alla somma investita per lo stesso periodo<sup>45</sup>.

Dunque, nell'ipotesi in cui il rimedio risarcitorio operi in via esclusiva, la tutela del cliente opera secondo la logica dell'interesse contrattuale positivo<sup>46</sup>.

Il discorso cambia dove il rimedio risarcitorio sia affiancato ai rimedi demolitori, e dunque alla tutela restitutoria. In questi casi si mira infatti a ricostruire un cd. "assetto distributivo dato"<sup>47</sup>, cioè la condizione patrimoniale di partenza alterata dal contratto poi invalidato. Quindi, la tutela risarcitoria che concorre con le restituzioni opera secondo la logica dell'interesse contrattuale negativo o, al più, secondo la simile logica del minor vantaggio o maggior aggravio economico<sup>48</sup>, seguita dalle Sezioni unite del 2007. Il cliente ha, dunque, diritto di ricevere una

<sup>44</sup> Cass., Sez. un. , 16 luglio 2008, n. 19499, in *Foro it.*, 2008, I, 2786 ss.; Per un'applicazione del principio cfr. Trib. Vigevano, 8 maggio 2009; Trib. Mantova, 11 dicembre 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), e, con la precisazione che tali interessi decorrono dal momento della domanda in difetto di prova della mala fede dell'intermediario, Trib. Bologna, 2 marzo 2009, *ivi*. Viene, talora, invocato anche l'art. 1226 c.c., con un risultato economico peraltro equivalente: Trib. Mantova, 31 marzo 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>45</sup> Cfr. App. Salerno, 29 settembre 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) e Trib. Bologna, 2 marzo 2009, e Trib. Pisa, sez. Pontedera, 13 ottobre 2008, *ivi*. Talora la soluzione viene argomentata in via di liquidazione equitativa: Trib. Venezia, 17 febbraio 2009, *ivi*.

<sup>46</sup> Così espressamente Trib. Milano, 18 febbraio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). In altri termini il cliente riceve a titolo di risarcimento una somma sufficiente a porlo nelle condizioni patrimoniali in cui si sarebbe venuto a trovare nell'ipotesi in cui il suo investimento fosse stato ragionevolmente fortunato.

<sup>47</sup> Cfr. Di Majo, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2003, 49 ss.

<sup>48</sup> Tale logica si ispira alla dottrina di Bianca, *Diritto civile, III, Il contratto*, Milano, 2000, 667.

somma che serve a coprire i costi sostenuti per il contratto e le occasioni perdute, per il caso in cui quanto ricevuto in sede di restituzioni non sia sufficiente a raggiungere l'importo, insufficienza che, raramente, rappresenta una situazione in concreto plausibile.

Il danno emergente (consistente nei costi del contratto) è in effetti sostanzialmente assorbito da spese e commissioni percepite dal prestatore di servizi d'investimento che le addebita al cliente e viene così ricompreso nel capitale da restituire in sede di ripetizione.

Per altro verso, il lucro cessante (consistente nelle occasioni perdute) presuppone la dimostrazione dell'investimento alternativo che il cliente abbia trascurato per orientarsi verso gli strumenti finanziari oggetto del contratto nullo, annullato o risolto. Solo se riesce la prova di un investimento alternativo, e solo se viene dimostrato che il rendimento dell'investimento alternativo supera gli interessi sul capitale che vanno restituiti ai sensi dell'art. 2033 c.c., può immaginarsi un risarcimento pari alla differenza tra rendimento alternativo ed interessi. Ma questo scenario sembrerebbe alquanto teorico<sup>49</sup>.

### **6.1. La distribuzione dell'onere della prova tra intermediario finanziario e investitore**

Tralasciando in questa sede l'analisi di ulteriori problematiche relative al risarcimento del danno<sup>50</sup>, è utile fornire una panoramica quanto più completa della problematica inerente alla distribuzione dell'onere della prova tra intermediario finanziario e investitore ai fini della determinazione del *quantum* risarcibile. Tale aspetto non era stato sufficientemente approfondito dalla Corte di Cassazione nell'ambito delle sentenze del 2007 ma, data la proliferazione di giudizi in tema di responsabilità dell'intermediario finanziario, appare di fondamentale importanza.

<sup>49</sup> Si segnala, per un'esaustiva analisi dei criteri di determinazione del *quantum* risarcibile, la sentenza del Trib. Torino, 11 novembre 2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>50</sup> Si pensi alla prevedibilità del danno (art. 1225 c.c.), alla valutazione equitativa dello stesso (art. 1226 c.c.) e al concorso del fatto colposo del danneggiato (art. 1227 c.c.) con le conseguenti considerazioni in ordine al principio della cd. assunzione del rischio dell'investimento da parte dell'investitore.

Sul punto, la Suprema Corte con sentenza del 17 febbraio 2009, n. 3773<sup>51</sup>, dopo aver ribadito quanto già affermato nel 2007 in tema di rimedi applicabili in caso di violazione degli obblighi comportamentali da parte dell'intermediario finanziario (responsabilità precontrattuale e contrattuale), ha dedicato alcuni passaggi al problema dell'*onus probandi*. In particolare, quanto alla posizione dell'investitore, soggetto che nella maggioranza dei casi ricopre nel giudizio la veste di attore, la Corte ha specificato che su di esso incombe un onere della prova così articolato: *i)* provare l'inadempimento, da parte dell'intermediario, della normativa di rango legislativo e regolamentare; *ii)* provare la sussistenza di un danno; *iii)* provare il nesso di causalità tra la condotta dell'intermediario ed il danno medesimo.

Quanto al primo profilo di prova, compito della difesa attrice non è solamente quello di indicare le norme che si ritiene essere state violate nel caso concreto, ma, in conformità alle regole del rito civile, quello di specificare sotto quale profilo le stesse siano state disattese dall'intermediario convenuto. Quanto, invece, al secondo onere probatorio, occorre preliminarmente chiarire come, nella generalità dei casi, il danno consista nella perdita di valore, totale o parziale, dello strumento finanziario negoziato. Fornire tale prova può risultare certamente agevole, essendo generalmente sufficiente dimostrare al giudice (anche con l'aiuto delle quotazioni di mercato) quale fosse il valore iniziale e quello finale dello strumento finanziario acquistato (il danno sarà pari alla differenza tra i due valori)<sup>52</sup>.

Maggiori problemi pone, invece, la prova relativa al nesso di causalità. Questo, non solo perché può essere difficile stabilire una correlazione tra la "violazione" di un dovere comportamentale e la realizzazione di un danno patrimoniale (soprattutto quando la condotta inadempiente è in violazione degli obblighi di astensione sanciti dalla legge), ma, anche, perché, in virtù delle caratteristiche proprie del bene negoziato - che deve il suo valore anche all'andamento dei mercati - è legittimo chiedersi se l'andamento sfavorevole del mercato mobiliare possa di per sé costituire causa di interruzione del nesso causale tra condotta ed

<sup>51</sup> Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e resp.*, 2009, 503 ss. con nota di Sangiovanni; in *Giur. it.*, 2010, 338 ss., con nota di Fiorio.

<sup>52</sup> Cfr. Luise, *Il dovere di correttezza dell'intermediario finanziario*, in *Obbl. e contr.*, 2010, 703.

evento. Ciò nonostante, la più recente giurisprudenza, mostrando un certo favore nei confronti della parte "debole" del rapporto (quindi dell'investitore) e consapevole delle suddette difficoltà probatorie, ha mostrato sul punto minore rigore. La stessa sentenza del 2009, infatti, ha ammesso che la prova del nesso causale possa essere data anche per "presunzioni", mostrandosi così in linea con la precedente sentenza di legittimità n. 2305/2007<sup>53</sup>, in cui si stabiliva che il giudice è legittimato a desumere il legame eziologico tra il comportamento ed il danno lamentato attraverso "presunzioni probabilistiche".

Posizioni ancora più favorevoli sul punto si riscontrano in quelle pronunce della giurisprudenza di merito che si è trovata ad affrontare il problema della prova del nesso eziologico tra il comportamento dell'intermediario in violazione degli obblighi di "non fare" (operazioni in conflitto di interessi o inadeguate) ed il danno patito<sup>54</sup>. Si ritiene, dunque, che "la ricostruzione della volontà ipotetica dell'investitore (come l'informazione omessa avrebbe inciso sulla formazione della volontà del cliente), al pari del giudizio ipotetico sull'ordine degli eventi che si sarebbero altrimenti verificati, resta del tutto irrilevante, atteso che, una volta riconosciuto che si è in presenza di un divieto legale di agire, l'illecito consiste e si consuma nel semplice fatto di agire in violazione di un divieto". Si tratta, del resto, di un principio pienamente in linea con il disposto dell'art. 1222 c.c., il quale ha la funzione di sottrarre, per taluni aspetti, le obbligazioni negative dalla disciplina generale dell'inadempimento (disposizioni sul ritardo nell'adempimento). Infatti, in considerazione della natura dell'obbligo negativo (di "non fare") che incombe sul debitore, l'inadempimento si manifesta per queste obbligazioni in modo immediato, definitivo ed irreversibile.

Pertanto, come ogni fatto compiuto in violazione di un obbligo di non fare

<sup>53</sup> Cass., 2 febbraio 2007, n. 2305, in *Riv. dir. industriale*, 2008, II, 133.

<sup>54</sup> Così, ad esempio, Trib. Milano, 14 febbraio 2009, in *Corriere giur.*, 2009, 973 ss., con nota di Inzitari, *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, ha stabilito che nella fattispecie di conflitto di interessi (e di inadeguatezza) deve considerarsi irrilevante l'indagine sul nesso causale tra condotta ed inadempimento, ciò in quanto il divieto legale a carico dell'intermediario di compiere operazioni in difetto di informazione e di successiva autorizzazione del cliente opera sul semplice presupposto di un interesse in conflitto ed indipendentemente dall'incidenza dell'interesse sulla condotta dell'intermediario o sui termini dell'operazione.

costituisce di per sé un inadempimento, in egual misura, la condotta dell'intermediario in violazione dei divieti di non agire imposti dalla normativa in tema di intermediazione finanziaria realizza, immediatamente, un illecito<sup>55</sup>.

La tematica è stata affrontata anche dal Tribunale di Venezia, il quale ha statuito che *"se in generale grava specificamente sull'investitore l'onere di dimostrare il nesso di causalità tra inadempimento degli obblighi comportamentali e danno... vi sono, tuttavia, talune ipotesi nelle quali, come emerge inequivocabilmente dalla lettura della sentenza n. 27624/2007 delle Sezioni Unite della Suprema Corte, il nesso di causalità in questione deve ritenersi in re ipsa, come nel conflitto di interessi e nelle operazioni inadeguate"*<sup>56</sup>.

Tornando ora al problema della distribuzione dell'onere probatorio, è necessario in ultimo richiamare l'art. 23 co. 6, TUF, quale norma regolatrice del dovere probatorio incombente sull'intermediario finanziario. Tale norma stabilisce che *"nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta"*<sup>57</sup>, e, in particolare di avere osservato le obbligazioni poste a carico dell'intermediario dall'articolo 21, co. 1, TUF, secondo cui, nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività<sup>58</sup>.

<sup>55</sup> Inzitari, *Violazione del divieto di agire in conflitto di interessi*, op. cit., 976.

<sup>56</sup> Trib. Venezia, 28 febbraio 2008, in *Contr.*, 2008, 557 ss., con nota di Maffei, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*.

<sup>57</sup> Dunque, è di tutta evidenza come la "diligenza" cui si fa riferimento sia di tipo professionale e come, pertanto, la disposizione civilistica all'uopo applicabile sia quella di cui all'art. 1176 co. 2, c.c.

<sup>58</sup> Cfr. Cass., 19 febbraio 2009 n. 3773, in *Giust. Civ. Mass.*, 2009,2. L'art. 21 TUF, così come modificato dall'art. 4 del d.lgs. n. 164 del 17 settembre 2007, aggiunge, poi, al comma 1-bis, che le banche e le altre imprese di investimento italiane ed extracomunitarie, nonché gli intermediari di

L'onere della prova ricade, dunque, sull'intermediario finanziario e consiste anche nel dare dimostrazione che il danno non si è prodotto in conseguenza di un comportamento a lui imputabile. Il cliente dovrà solo provare la violazione delle regole di condotta, l'intermediario dovrà, invece, fornire la prova che il danno non è attribuibile al suo comportamento.

Questo è, dunque, il quadro della pretesa: nell'azione di invalidità il cliente avrà diritto alla restituzione dell'intero controvalore del "prezzo" versato per l'operazione d'investimento; nell'azione di responsabilità, secondo quanto già affermato nella sentenza della Cassazione del 2005, il risarcimento andrà commisurato al "minor vantaggio ovvero al maggior aggravio economico conseguente al comportamento dell'intermediario", a meno che l'investitore non riesca a dimostrare la sussistenza del maggior danno.

Si segnala, sul punto, la recente pronuncia del Tribunale di Torino del 10 giugno 2014 n. 4208, con cui il Giudice ha considerato una serie di elementi: quali la composizione del patrimonio mobiliare della parte attrice, e gli acquisti dalla stessa effettuati in precedenza, la composizione del portafoglio del deposito titoli e la sua operatività pregressa per tipologia, oggetto, dimensione o frequenza, l'equilibrio del patrimonio mobiliare, gli intendimenti dell'attrice e le informazioni che potevano esserle fornite dalla convenuta. Tali elementi sono stati ritenuti utili per ritenere congrua un'operazione rispetto agli obiettivi di investimento ed al profilo di rischio della cliente, con il conseguente rigetto della domanda di risarcimento per violazione degli obblighi informativi ed inadeguatezza delle operazioni, stante la prova, fornita dalla banca sulla base dell'analisi del profilo dell'investitore (che si desume dall'entità e dalla composizione del suo portafoglio titoli e dalla sua operatività), che l'investitore, anche se avesse ottenuto maggiori

---

cui all'art. 107 TUB, devono: a) adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e gestirli, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti; b) informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato; c) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.



informazioni sulle caratteristiche dei titoli, li avrebbe acquistati ugualmente, con la conseguente insussistenza della necessaria relazione causale tra il prospettato inadempimento dell'intermediario ed il danno lamentato<sup>59</sup>.

## 7. Gli obblighi informativi dell'intermediario e l'adesione al Consorzio "Patti Chiari". Il quadro giurisprudenziale

Per quanto riguarda gli obblighi informativi, le informazioni sulla tipologia e sulla rischiosità dei prodotti finanziari costituiscono un punto delicato sul piano della trasparenza.

Il nocciolo della questione della sentenza in commento parte proprio dalla considerazione degli obblighi informativi, con particolare riferimento al cd. Rischio emittente<sup>60</sup>. Infatti, al Tribunale perugino viene richiesto di *"accertare se al momento dell'acquisto era prevedibile il default della Lehman Brothers da parte degli intermediari ovvero se essi disponevano di dati ed informazioni da cui poter desumere il pericolo di solvibilità dell'emittente e quindi per tal via giungere ad affermare che la banca non poteva non sapere che il titolo che le attrici stavano acquistando era connotato da elevata volatilità e rischiosità tanto da considerarsi come titolo speculativo"*.

Come sopra ricordato, l'art. 21, co. 1, lett. b) TUF, impone agli intermediari di operare *"in modo che (i clienti) siano sempre adeguatamente informati"*; alcune decisioni, pur minoritarie, proprio sulla base di quest'ultima norma, hanno ricostruito un *"dovere di informare l'investitore dell'andamento dello strumento finanziario anche successivamente al suo acquisto"*<sup>61</sup>. Nel senso della

<sup>59</sup> Trib. Torino, 10 giugno 2014 n. 4208, disponibile in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>60</sup> Per "rischio emittente", si intende il rischio di mancato rimborso legato al deterioramento dell'emittente e misurato dal *rating*. L'altro parametro di rischio fondamentale (sulla base del quale un titolo può essere inserito o eliminato dal Listino Patti Chiari) è dato dal VaR ("Valore a Rischio") ovvero sia il rischio di una perdita di valore del titolo sul mercato finanziario tale da comportare una perdita per il risparmiatore, laddove il medesimo decida di vendere il titolo prima della scadenza (v. Guida Patti Chiari, 16, in [www.pattichiari.it](http://www.pattichiari.it)).

<sup>61</sup> Così Trib. Cosenza, 1 marzo 2006; nello stesso senso Trib. Roma, 25 maggio 2005, entrambe in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); in dottrina, per un accenno in tal senso, in riferimento alla l. 1\91, Di Majo, *La correttezza nell'attività di intermediazione immobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 298; v. anche Cottino, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, 538, argomentando dalla disciplina del mandato; pone il problema prospettando una soluzione

“continuatività” degli obblighi informativi sembra essere anche la disciplina attuativa della MiFID, anche se tale direttiva non sembra prevedere un obbligo generalizzato di controllo sull'andamento degli investimenti del cliente, salvo il caso dei contratti di gestione patrimoniale ovvero nel caso di specifiche pattuizioni contrattuali (molto frequenti nei contratti di consulenza) in tal senso stipulate con l'investitore<sup>62</sup>. Il problema potrebbe risolversi sulla base di quanto autorevolmente osservato in ordine alla norma sul contratto in frode alla legge: la presenza di una clausola generale insieme a norme di dettaglio, se da un lato non consente la libera creazione *ex post* di nuovi obblighi di informazione, per un altro verso permette estensioni analogiche delle regole che espressamente li prevedono, sempre fermo il rispetto delle scelte fondamentali del sistema<sup>63</sup>. In tale logica, risulta impraticabile il richiamo al combinato disposto dall'art. 21 TUF e dell'art. 28 R.I. 11522/98, dal quale emerge che, in riferimento all'attività di negoziazione, un obbligo di informativa sulla natura e sulle caratteristiche del titolo sussiste unicamente fino al momento dell'investimento<sup>64</sup>; risulta, inoltre, impraticabile un riferimento al comma 4 dell'art. 28 R.I. 11522/98, in quanto relativo ad una fattispecie connotata da specifiche peculiarità di tipo gestorio<sup>65</sup>. Tuttavia, un obbligo di informazione continuativo sembra potersi modellare sulla

---

differente a seconda che si concepisca il servizio di negoziazione come una “sequenza di atti giuridici” ovvero come una “attività”, Dellacasa, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, 1246.

<sup>62</sup> Come osservato da Giudici, *Mercato finanziario (i contratti del)*, in V. Roppo-Benedetti (a cura di), *Trattato dei contratti*, Milano, 2014, 1050. In giurisprudenza, cfr. Trib. Milano, 18 ottobre 2006, secondo il quale: “L'intermediario non è tenuto ad informare l'investitore della perdita di valore dei titoli verificatasi in data successiva all'acquisto, a meno che non si versi nelle ipotesi previste dall'art. 28 reg. Consob n. 11522/2998, commi 3 e 4, con riferimento rispettivamente a strumenti finanziari derivati e al rapporto di gestione patrimoniale”; nonché Trib. Modena, 20 gennaio 2006: “In presenza di semplici disposizioni di negoziazione di prodotti finanziari ed in assenza di un contratto di gestione patrimoniale, si deve escludere che l'intermediario abbia l'obbligo di monitorare l'andamento dei titoli presenti nel portafoglio dei clienti e quindi di consigliare loro l'eventuale disinvestimento”(conformi Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Contratti*, 2006, II 460; Trib. Parma, 24 maggio 2007; Trib. Busto Arsizio, 13 febbraio 2007; Trib. Vasto, 9 novembre 2006; Trib. Venezia, 4 maggio 2006, tutte in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)).

<sup>63</sup> In questi termini Sacco, in Sacco-De Nova, *op. cit.*, 124.

<sup>64</sup> V. Trib. Parma, 9 gennaio 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>65</sup> V. Dolmetta-Minneci, voce *Borsa (contratti di)*, in *Enc. dir. Aggiornamento*, Milano, 2001, 173, testo e nota 59; Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2004, 110, identifica la *ratio* della disciplina nel “più elevato rischio di abusi da parte dell'intermediario”.

base del comma 3 dello stesso articolo, in materia di strumenti finanziari derivati: più specificamente risultando configurabile nel ricorrere di una perdita assai consistente (pari al 50% del capitale investito), potenzialmente destinata ad aumentare e, nel contempo, facile da osservare così da limitare il costo di monitoraggio e, quindi, non pregiudicare l'efficienza allocativa del servizio prestato dall'intermediario<sup>66</sup>.

Sul punto merita di essere richiamata, inoltre, una sentenza del 2010 del Tribunale di Torino<sup>67</sup>, anche questa in tema di obbligazioni Lehman Brothers. La controversia verteva proprio sul mancato adempimento da parte della Banca degli obblighi informativi sulla stessa gravanti in relazione all'andamento delle predette obbligazioni a suo tempo acquistate dal cliente (detti titoli, ritenuti inizialmente a basso rischio, si rivelavano ben presto soggetti a improvviso crollo della quotazione, in conseguenza del cd. *crack Lehmann*). Il Giudice ha ritenuto la responsabilità risarcitoria dell'intermediario, riconoscendo un obbligo di informazione continuativa "convenzionale". Nel caso specifico rilevava una clausola presente nell'ordine d'investimento la quale specificava che: "*in base agli andamenti di mercato il titolo potrà uscire dall'elenco successivamente alla data dell'ordine. Il cliente sarà tempestivamente informato se il titolo subisce una variazione significativa del livello di rischio*".

Inoltre, la Banca aveva aderito al Consorzio "Patti Chiari". In effetti, il predetto Consorzio era sorto su iniziativa dell'Autorità Bancaria Italiana, successivamente ai gravi *default* finanziari (quali quelli relativi ai bond argentini, Cirio e Parmalat), proprio per fornire ai risparmiatori un servizio informativo continuo ed ispirato ai valori di chiarezza, comprensibilità e comparabilità del prodotto. In particolare, il Consorzio aveva diffuso un documento dal titolo "Investire informati", che, tra

---

<sup>66</sup> Sul punto, si segnala, con riferimento ai titoli greci, Trib. Prato 13 giugno 2015, n. 700, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). La pronuncia in parola, assume sussistente in capo alla banca intermediaria un obbligo di informazione (continua) relativa all'andamento del titolo, anche successivamente alla sua sottoscrizione. La sentenza si richiama, più nello specifico, all'art. 28, comma 3, Reg. Consob n. 11522/1998, vigente *ratione temporis* nel caso di specie

<sup>67</sup> Trib. Torino, 22 dicembre 2010, n. 7674, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) ed anche in *Resp. Civ. prev.*, 2011, 1350, con nota di Greco, *Il consumatore risparmiatore e gli obblighi informativi continuativi tra fonte legale e fonte convenzionale*.

l'altro, offriva agli utenti accesso ad una banca dati contenente informazioni su circa 2.000 titoli detti a basso rischio. Lo stesso documento precisava che in caso di aumento "rilevante" del livello di rischio, il cliente sarebbe stato informato "entro due giorni"<sup>68</sup>.

In questo caso, ad avviso del Tribunale di Torino, l'inserzione di un ulteriore contenuto contrattuale (di cui alla clausola contenuta nell'ordine di investimento), sottoscritto in calce all'ordine da entrambe le parti (cioè dal cliente e dal funzionario della banca intermediaria) ed aggiuntivo rispetto a quello, standardizzato, tipico dell'ordine di investimento, costituisce una vera e propria pattuizione contrattuale ed integra, dunque, una fonte di obblighi di natura convenzionale specificamente assunti dalla banca nei confronti del suo cliente investitore. In altre parole, la fonte convenzionale è stata ritenuta prevalente ai fini della decisione, in quanto stabiliva obblighi di monitoraggio delle variazioni di rischio del titolo ancora più stringenti (informazione "tempestiva" al cliente) rispetto a quelli di cui alla Guida Pratica Patti Chiari (informazione entro "due giorni" al cliente).

Tale orientamento giurisprudenziale, ancorché non pacifico, trae proprio dal dovere generale di correttezza e trasparenza nell'esecuzione del contratto e dalla formulazione letterale dell'art. 21, co. 1, lett. b), l'obbligo dell'intermediario di mantenere la controparte stabilmente informata delle notizie riguardanti i prodotti sottoscritti o acquistati. Così ragionando è stato ritenuto che gli obblighi di informazione "postcontrattuale" costituiscano sempre espressione dei generali principi di correttezza e buona fede.

In questa prospettiva troverebbero piena attuazione le regole contenute nell'art. 26, co. 1, lett. e), Reg. Consob n. 11522/1998 (*know your merchandise rule*), nel combinato disposto degli artt. 21, co. 1, lett. b), TUF, e 28, co. 1, lett. a), Reg. Consob n. 11522/1998 (*know your customer rule*) e nell'art. 29, co. 1, Reg. Consob n. 11522/1998 (*suitability rule*). Trattasi dei doveri di informarsi ed informare, sussistenti sia nella fase prenegoziale che durante la fase esecutiva del relativo

<sup>68</sup> Guida Pratica Patti Chiari, p. 25, in [www.pattichiari.it](http://www.pattichiari.it).

rapporto.

In altre parole, la previsione dell'art. 21, co. 1, lett. b), del TUF, nella parte in cui dispone che nella prestazione dei servizi di investimento gli intermediari debbano operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati, legittimerebbe un'estensione dell'obbligo di informazione<sup>69</sup> (l'obbligo dell'intermediario di mantenere la controparte stabilmente informata delle notizie riguardanti i prodotti sottoscritti o acquistati). Proprio l'avverbio "sempre", lascerebbe pensare che gli obblighi informativi non possano mai ritenersi conclusi con l'esaurirsi del momento della negoziazione, giustificando, bensì, obblighi di informazione "postcontrattuale", pur sempre espressione dei generali principi di correttezza e buona fede.

Di qui, l'orientamento giurisprudenziale favorevole agli investitori-attori, che si fonda principalmente sulla presenza di *rumors* (già circolanti nei mercati finanziari negli anni precedenti il fallimento dell'emittente) su significative variazioni del rischio dei titoli emessi da Lehman correlate al precario stato economico-finanziario dell'emittente medesimo, di cui l'intermediario avrebbe dovuto tenere conto non potendosi limitare ad una passiva verifica del solo *rating*<sup>70</sup>. Tale indirizzo è stato, tuttavia, criticato, in quanto, sovente, questa giurisprudenza si è limitata a richiamare genericamente gli obblighi informativi gravanti sull'intermediario, senza affrontare concretamente il tema della prevedibilità del *default* su basi tecnico-finanziarie<sup>71</sup>.

Peraltro, avanzamenti in tal senso, sono stati recentemente operati dalla più recente giurisprudenza che si è spinta fino al riconoscimento della responsabilità

<sup>69</sup> Così Trib. Roma, 25 maggio 2005; e Trib. Cosenza, 1 marzo 2006, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>70</sup> Trib. Milano 9 gennaio 2015, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); App. Lecce 4 novembre 2013, n. 787, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Trib. Udine 5 marzo 2010, n. 376 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Salerno 20 ottobre 2012, n. 2200 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Catanzaro 19 ottobre 2011, n. 685 in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Cfr. anche App. Torino 28 febbraio 2014, n. 767 e Trib. Aosta 9 marzo 2012, n. 131, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), le quali imputano altresì all'intermediario l'omessa informazione al cliente circa la natura di banca d'affari dell'emittente e pertanto la conseguente inclinazione della medesima a strategie di elevato carattere speculativo.

<sup>71</sup> Cfr. Zuccarello-Garavello, *Lehman Brothers. Commento a sentenza n. 44/2015 del Tribunale di Cuneo*, in *Riv. dir. banc.*, 2015, disponibile sul sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

solidale tra Consorzio e banche intermediarie<sup>72</sup>.

A questo orientamento si contrappone la giurisprudenza che ritiene che l'intermediario non sia tenuto a dare alcuna informazione all'investitore circa la perdita di valore dei titoli verificatasi in data successiva all'acquisto. La motivazione comunemente rinvenibile nelle pronunce che respingono le domande attoree e che reputano la condotta dell'intermediario immune da censure si fonda sulla presunta impossibilità di previsione del *default* dell'emittente (che, secondo tale ragionamento, si sarebbe palesato in modo del tutto imprevedibile ed improvviso), a fronte della mancata previsione in tal senso da parte delle agenzie di *rating* nonché della permanenza dei titoli Lehman nell'elenco "Patti Chiari".

La presenza delle obbligazioni all'interno dell'Elenco Patti Chiari rappresenterebbe, secondo tale indirizzo, un elemento di garanzia del prodotto tale per cui nessuna ulteriore informazione doveva essere rilasciata dall'intermediario al momento dell'investimento. Viene evidenziato che gli obblighi informativi gravanti sugli intermediari sarebbero da riferirsi unicamente al momento della prestazione del servizio di investimento, non sussistendo alcun obbligo giuridico successivo, in capo a quest'ultimi, di informare l'investitore di circostanze sopravvenute utili a rivalutare il *rating* dell'investimento, salvi i casi in cui i primi abbiano stipulato con i secondi contratti di gestione patrimoniale oppure specifiche previsioni contrattuali in tal senso<sup>73</sup>.

<sup>72</sup> In particolare, Trib. Cuneo 14 gennaio 2015, n. 44 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), il quale, avvalendosi della consulenza tecnica d'ufficio al fine di analizzare i principali indicatori di rischio dell'investimento, ha accertato che il fallimento di *Lehman* poteva essere previsto già da prima del settembre 2008, condannando in solido l'intermediario e (per la prima volta) il Consorzio "Patti Chiari", quali responsabili dei danni patiti dagli investitori. La pronuncia sancisce la corresponsabilità dei due soggetti per non aver provveduto al costante monitoraggio dei titoli, sia sotto il profilo del *rating* (per il rischio di mancato rimborso da parte dell'emittente) sia sotto il profilo del VaR (per il rischio di una perdita di valore dei titoli sul mercato);

Analogamente, Trib. Padova 23 aprile 2015, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), ha dichiarato la responsabilità solidale dell'intermediaria (con cui l'investitore aveva stipulato specifiche previsioni contrattuali circa l'informativa sul monitoraggio delle variazioni di rischio del titolo) e del Consorzio per violazione degli obblighi di monitoraggio continui (nel caso specifico afferenti al VaR, come da esiti della disposta CTU). La sentenza qualifica come contrattuale la responsabilità del Consorzio "Patti Chiari", responsabile in solido, ex art. 2615 c.c., con l'intermediario.

<sup>73</sup> *Ex multis*, Trib. Parma, 9 gennaio 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), ha affermato che "l'attività di consulenza finanziaria che si accompagna implicitamente al contratto di negoziazione trova sempre un limite invalicabile nella negoziazione finalizzata all'acquisto o al disinvestimento, dovendosi escludere che gravi sull'intermediario un obbligo specifico di monitorare l'andamento del titolo al fine di suggerire

Sulla scorta di tale indirizzo "filointermediaristico", può ricordarsi la già citata sentenza del Tribunale di Torino n. 4208/2014, con la quale si è ritenuto che l'obbligo di informazione "continuativa" non sarebbe desumibile dall'obbligo contrattuale derivante alla banca per aver aderito al Consorzio "Patti chiari", atteso che quest'ultimo prevede(va) solo la periodica verifica dell'adeguatezza del portafogli cliente nel suo insieme, e non già per ogni singolo titolo in esso presente.

Infatti, per il Giudice torinese l'elenco "Patti chiari" può essere considerato uno strumento informativo per rendere disponibili a tutti i risparmiatori in modo semplice e gratuito le stesse informazioni che usano le banche per fare le loro scelte d'investimento. L'elenco fornisce un'informazione semplice e importante: l'obbligazione (nel caso di specie *Lehman Brothers*) è emessa da un soggetto affidabile ed ha un basso rischio di perdita<sup>74</sup>. L'adesione della Banca al predetto consorzio comporta l'assunzione di una specifica obbligazione di fornire ai propri clienti una chiara informativa prima, durante e dopo le scelte di investimento ma nei limiti di due profili di rischio e precisamente: a) variazione del *rating* assegnate dalle agenzie riconosciute a livello internazionale al di sotto di A-<sup>75</sup>; b) variazione dell'indice VaR (Valore a Rischio) superiore all'1% su base settimanale.

Non sussisterebbe, dunque, alcun obbligo di informazione in ordine ad una

---

*all'investitore di intervenire sul mercato per ridurre eventuali conseguenze negative collegate al probabile default". Più di recente, Trib. Pordenone 8 novembre 2013, n. 898; Trib. Rimini 27 marzo 2013, in Ex Parte Creditoris - [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it); App. Trieste 11 maggio 2012, in *Giur. comm.*, 2013, II, 454; Trib. Milano 22 marzo 2011; Trib. Torino, 20 novembre 2012; Trib. Novara 23 giugno 2011, n. 519 e Trib. Savona 18 maggio 2010, n. 454 tutte in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Venezia 5 novembre 2009, in *Corr. mer.*, 2010, 145; cfr. anche Trib. Roma, 25 maggio 2005, in *Contratti*, I, 2005, 795; Trib. Cosenza, 1 marzo 2006, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 111 con nota di Emiliozzi. Ma vedi sul superamento della distinzione tra servizi anche Cass. civ., 25 giugno 2008, n. 17340, in *Foro it.*, 2009, I, 189.*

<sup>74</sup> In precedenza Trib. di Monza, 10 dicembre 2013, reperibile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it), per cui: "Il Consorzio "Patti chiari", per quanto ovvio, non garantisce l'insolvenza dei titoli in quanto non ha affatto lo scopo di tutelare e garantire il pubblico risparmio bensì, semmai, di adottare tutte quelle iniziative volte alla semplificazione delle informazioni utilizzabili da chiunque nel momento in cui si accinge ad effettuare un investimento in strumenti finanziari con l'adozione di specifici "impegni" codificati dal Consorzio nella Guida".

<sup>75</sup> Cfr. Trib. di Firenze, 20-02-2014, n.587, in [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it), per cui "In generale, in base cioè alle regole di comportamento poste a carico delle banche aderenti al Consorzio "Patti chiari", esiste un obbligo di avvertire la clientela nelle sole ipotesi di declassamento dell'emittente al di sotto del rating A- (declassamento che, quanto a Lehman Brothers, non è mai avvenuto)".

variazione del rischio calcolata sulla base di altri eventuali criteri di valutazione, quale ad esempio l'andamento dei Crediti *Default Swap*<sup>76</sup>.

Esaminato così il quadro giurisprudenziale, una posizione netta di appoggio verso l'uno o l'altro orientamento, sopra evidenziati, non sembra preferibile. In particolare, più che di informazione per l'investitore *tout court*, sarebbe opportuno parlare di informazione adeguata, cioè di informazione che valorizzi la specificità di ciascuna contrattazione e quindi del profilo di ciascun investitore<sup>77</sup> (ed in tal senso, la giurisprudenza più recente, sopra richiamata in nota<sup>78</sup>). Si promuove, dunque, una modulazione dell'attività informativa in relazione all'esperienza dell'investitore<sup>79</sup>. In altre parole il riferimento all'adeguatezza presuppone che le informazioni debbano essere sempre modellate dall'intermediario alla luce della peculiarità del rapporto con il cliente con la conseguenza che, a seconda della controparte, l'operatore finanziario dovrà calibrare diversamente gli obblighi informativi soddisfacendo le specifiche esigenze informative proprie del singolo rapporto<sup>80</sup>. In tal senso, il requisito dell'adeguatezza<sup>81</sup> diviene uno strumento di

<sup>76</sup> Nel caso delle obbligazioni Lehman, il *rating* assegnato ai titoli dalle principali agenzie era rimasto, infatti, a livelli elevati fino alla data di deposito del ricorso per l'ammissione alla procedura Chapter 11 (avvenuto il 15 settembre 2008); inoltre non si era mai verificata, fino alla data del default, una modifica percentuale del VaR in misura superiore all'1% su base settimanale (nel caso di specie, si sono ritenute irrilevanti le variazioni della curva dei prezzi lamentate dall'attore).

<sup>77</sup> Per una più articolata disamina del ruolo dell'informazione in materia di intermediazione anche con riferimento al recepimento della direttiva MiFID si veda: Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, in *Quad. di Banca borsa tit. cred.*, Milano, 2010.

<sup>78</sup> V. nt. 72.

<sup>79</sup> Il dato è ribadito in una decisione del Trib. Gorizia, 19 febbraio 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), secondo la quale una generica prospettazione di inadeguatezza di investimento non soddisfa l'obbligo di informazione. Sul punto v. anche Trib. Mantova, 31 marzo 2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>80</sup> Cfr. Sartori, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale: il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 93, ove si evidenzia che si tratta di un'impostazione ribadita con fermezza dal legislatore comunitario con la Direttiva 39/04/CE laddove impone alle imprese di investimento di fornire ai clienti o potenziali clienti informazioni appropriate e in forma comprensibile su tutti gli elementi rilevanti, in modo da metterli nelle condizioni di prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa. In argomento v. anche Capriglione, *Intermediari finanziari, investitori, mercati*, Padova, 2008, 165.

<sup>81</sup> In generale sull'adeguatezza v. tra gli altri, Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, op. cit.; Sangiovanni, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, in *Corr. giur.*, 2010, 1385 ss.; Fiorio, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento tra nuova e vecchia disciplina*, in Ambrosini-Demarchi (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio. Servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari*, Milano, 2009, 125 ss.; Mazzini, *La giurisprudenza sull'adeguatezza dell'operazione del cliente*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2006, I, 607.



riequilibrio della disparità di posizioni contrattuali, consentendo all'informazione di essere modellata in maniera da costituire un contrappeso allo stato di manifesta asimmetria a favore del soggetto dotato di maggiore possibilità di accesso alla conoscenza.

In definitiva, diligente è, dunque, l'intermediario che informa il cliente in maniera corrispondente ai criteri indicati dalla normativa. La valutazione gravita intorno alla chiarezza, correttezza e non decettività dell'informazione ricevuta dal risparmiatore sullo strumento finanziario.

#### **8. La posizione del Tribunale di Perugia. La responsabilità delle Agenzie di Rating**

Venendo al caso di specie, il Giudice perugino è chiaro nell'escludere ineccepibilmente la violazione, da parte dell'intermediario degli obblighi di informazione (attiva e passiva) su di esso incombenti.

Infatti, il Tribunale accerta sulla base di prove documentali agli atti che la banca convenuta aveva provveduto a consegnare il documento informativo sui rischi generali e ad acquisire informazioni sulla conoscenza, esperienze, obiettivi dell'investimento delle attrici. Era stata, inoltre, effettuata la valutazione di adeguatezza dell'operazione rispetto al profilo di rischio dichiarato dalle parti attrici; in particolare, la banca aveva valutato correttamente sulla base delle informazioni acquisite, quali: livello di conoscenza "alta" di strumenti finanziari e obbligazioni strutturate; coerenza con l'orizzonte temporale dell'investimento dichiarato dalle attrici; natura non speculativa del titolo; esperienza pregressa delle attrici in operazioni simili.

Le attrici avevano, altresì, sottoscritto la clausola sul conflitto di interessi dichiarando di essere a conoscenza dello stesso con riferimento alla specifica operazione la cui esecuzione veniva espressamente autorizzata.

Di conseguenza il Tribunale esclude la responsabilità della banca, sotto ogni profilo (sia pre-contrattuale che contrattuale), in quanto *"l'ottimo rating assegnato alle obbligazioni per cui è causa da tutte le Agenzie di rating fino al giorno prima del default e la conferma della loro alta affidabilità, anche da parte del consorzio*

*interbancario "Patti Chiari", costituiscono fatti storici univoci e incontrovertibili che portano a concludere che la banca non disponeva di informazioni diverse da quelle riferite alle investitrici, che il titolo non poteva essere qualificato come speculativo e che l'operazione non poteva che essere valutata come "adeguata", da un lato, al profilo dell'investitore e, dall'altro, al rischio dell'emittente", non potendo giustificare, del resto, l'accoglimento della domanda attorea l'esistenza di "semplici rumors" sul Gruppo Lehman (ovvero "incerti ed equivoci dati richiamati dalle attrici derivanti dall'analisi di strumenti speculativi") che come tali non possono prevalere ex post sulle informazioni univocamente positive provenienti dalle agenzie di rating nonché dalla permanenza delle obbligazioni nell'Elenco "Patti Chiari". Questo il *decisum* del Giudice di prime cure.*

Tuttavia, la sentenza merita di essere segnalata per l'ultima parte in cui il Giudice compie una valutazione, forse più di prospettiva che attuale, relativa ai soggetti potenzialmente responsabili, in questa tipologia di cause. In sostanza, il Giudice punta il dito, e lo fa incisivamente, in particolare contro le Agenzie di *rating*, soggetti, come si ricordava in premessa, tradizionalmente considerati avulsi da qualsiasi profilo di responsabilità nei rapporti con gli investitori.

Secondo il giudice perugino, infatti, *"se omissioni vi sono state le stesse possono farsi risalire a livelli superiori a quello dell'intermediario ed imputarsi probabilmente alle citate Agenzie ed al menzionato consorzio per aver diffuso e pubblicizzato informazioni errate sulla solvibilità della banca americana emittente"*.

Orbene, non va sottaciuta la potenziale portata innovativa del "consiglio" finale del Tribunale di Perugia, che potrebbe aprire la strada in un mondo, quello delle azioni di responsabilità contro le Agenzie di *rating*, pressoché inesplorato (o inesplorabile).

Non è questa la sede opportuna per sviscerare puntualmente questa tematica, davvero molto ampia e che probabilmente necessiterebbe di una visione più internazionalistica, in raffronto ad altri ordinamenti (in specie, a quello statunitense)<sup>82</sup>. Tuttavia, senza pretesa alcuna di completezza, pare opportuno, ai

---

<sup>82</sup> Si tratta, infatti, di una problematica sorta principalmente nel sistema giuridico statunitense. Il

fini dell'economia della presente indagine, esaminare la (forse carente) disciplina in materia.

Orbene, il tema della responsabilità delle Agenzie di *rating* gode di grande considerazione anche a causa del "ruolo di custodi dell'accesso ai mercati finanziari" a queste ultime riconosciuto; esse, infatti, con le loro valutazioni finiscono con l'incidere sulla promozione e sulla realizzazione delle operazioni economiche, sull'acquisto, la vendita o il mantenimento di titoli, producendo effetti che si ripercuotono inevitabilmente sulla sfera economica e giuridica di tutti i soggetti operanti sui mercati finanziari; di qui, l'obbligo, in capo a colui che ha rilasciato o diffuso informazioni false o errate, di risarcire i danni subiti dai terzi che su di esse hanno riposto un affidamento incolpevole<sup>83</sup>. Non a caso, uno dei presupposti essenziali del corretto e regolare funzionamento del mercato è proprio il dovere degli operatori economici di rendere disponibili le informazioni di cui sono a conoscenza, per ridurre, o, se possibile, annullare il *gap* informativo che li pone in una posizione di incontestabile vantaggio rispetto agli investitori, soggetti deboli del rapporto.

Nel corso degli anni la dottrina, in particolar modo, al di là dell'inquadramento giuridico, ha sempre riconosciuto come presupposto fondamentale di tale responsabilità, l'affidamento incolpevole degli investitori sul rischio di credito di un titolo o sulla solvibilità di un emittente, che viene tradito e leso quando la valutazione dell'agenzia è erronea, inesatta o incompleta.

In ogni caso, si registra una certa disomogeneità ad inquadrare e qualificare giuridicamente il fenomeno.

---

tema della responsabilità delle agenzie di è stato ampiamente analizzato dalla dottrina (*ex multis*, Drigo, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, 494). Si pensi, inoltre, al *Dodd-Frank Act* che ha rappresentato il primo atto volto a scardinare (o perlomeno a tentare) il consolidato orientamento giurisprudenziale statunitense, in forza del quale si ammette la "irresponsabilità" delle agenzie di *rating* per il caso di danni subiti dalla massa degli investitori a causa dei voti di *rating* colposamente errati e portati a conoscenza del pubblico.

<sup>83</sup> In tal senso: Busnelli, *Itinerari europei nella terra di nessuno tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 539; Perlingieri, *L'informazione come bene giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 1990, 326 ss; Facci, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009.

Quello della responsabilità si presenta, dunque, come un aspetto problematico già sotto il profilo della qualificazione, atteso che lo stesso ordinamento nazionale non individua una disciplina specifica<sup>84</sup>, ma necessita di richiamarsi ai principi generali dell'illecito civile, alla luce degli obblighi comportamentali imposti dalle nuove norme comunitarie a carico delle società di *rating* sia sotto l'aspetto organizzativo che più strettamente relativo all'esercizio dell'attività vera e propria<sup>85</sup>

La giurisprudenza e, soprattutto, la dottrina europee non hanno fornito, infatti, una ricostruzione pacifica della materia, individuando, di volta in volta, una potenziale responsabilità contrattuale<sup>86</sup>, ovvero una di natura aquiliana<sup>87</sup>, o ancora

<sup>84</sup> Cfr. Saponaro, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno e resp.*, 2013, 186, secondo cui: "In Italia, in assenza di precedenti giurisprudenziali, il tema era stato finora affrontato solo dalla dottrina, la quale si è chiesta se le agenzie potessero essere chiamate a rispondere dei danni cagionati a terzi in caso di valutazioni sul merito creditizio rivelatesi poi inesatte e, in caso di risposta positiva, secondo quali regole. Il primo quesito da porsi è sul fondamento della responsabilità, se si tratta, cioè, della violazione di un'obbligazione preesistente, da cui la natura contrattuale, ovvero la violazione di un interesse giuridicamente protetto, secondo il modello dell'illecito aquiliano."

<sup>85</sup> Così Sacco Ginevri, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 295; Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione* in *Banca, Impresa, Società*, 2010, III, 459; Picardi, *Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 713 ss.

<sup>86</sup> Cfr. Capriglione, *I prodotti di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 39, ritiene che "l'imputazione di responsabilità è collegata alla dimostrazione della mancata osservanza, da parte del soggetto valutatore, degli standard qualitativi e quantitativi richiesti dalla specifica realtà di riferimento. La società di *rating* risponde a titolo di responsabilità contrattuale, per cui eventuali esenzioni da imputazione saranno rese possibili dalla prova che l'inadempimento è dovuto a cause non conosciute o conoscibili durante lo svolgimento dell'attività. [...] A queste figure di "prestatori di servizi" dovrebbero applicarsi, in maniera conseguente, le regole seguite dalla nostra giurisprudenza in tema di professionisti intellettuali, nella cornice della clausola generale di correttezza, che sempre presuppone una relazionalità tra le rispettive condotte. In questo nuovo campo, la responsabilità civile può forse trovare nuova linfa per una compiuta realizzazione delle sue intrinseche finalità di riparazione del danno e di deterrente". Tuttavia, per Bianca, *Diritto civile, V, La responsabilità*, Milano, 1994, "al riguardo non contano tanto le proposte dottrinarie, quanto piuttosto le concrete applicazioni giurisprudenziali, che assumono un'importanza decisiva quali indici della regola di diritto effettivo della responsabilità come essa è recepita ed operante nel nostro ordinamento". Cfr. anche Marianello, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbligazioni e contratti*, 2010, 289 ss.

<sup>87</sup> In dottrina, Greco, *La responsabilità extracontrattuale delle agenzie di rating nei confronti dell'investitore* in *Riv. dir. banc.*, 2013, 30; Galgano, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contr. e impr.*, 1985, 11; Scaroni, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impr.*, 2011, 799 ss., per il quale, la questione sembrerebbe oramai superata grazie ai recenti interventi legislativi: "si pensi alla disciplina del reato di manipolazione del mercato che prevede sanzioni amministrative per chi diffonde informazioni false o fuorvianti in tema di strumenti finanziari (art. 187 ter, comma 1, TUF) o alla nuova disciplina della revisione legale dei

da contatto sociale<sup>88</sup>, fino ad ipotizzare la configurazione di una responsabilità da attività pericolosa ex art. 2050 c.c.<sup>89</sup>.

L'attuale disciplina europea introdotta in materia, pare aver definitivamente risolto le problematiche relative alla qualificazione giuridica della responsabilità dell'Agenzia.

---

conti di cui al Testo Unico della Revisione Legale (D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39) che prevede espressamente la responsabilità dei revisori legali nei confronti dei terzi per l'inadempimento dei loro doveri (art. 15).

Numerose sono, tra l'altro, le decisioni in cui la giurisprudenza si è pronunciata ravvisando la natura aquiliana della responsabilità delle agenzie di *rating*: Trib. Cosenza 1 marzo 2006, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 111, con nota Emiliozzi, *La responsabilità della banca per omessa informazione nel deterioramento del rating di obbligazioni acquistate da un cliente*; App. Brescia 24 settembre 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Pisa, Sez. dist. Pontedera, 13 ottobre 2008, in *www.ilcaso.it*; Trib. Forlì 18 novembre 2008, in *www.ilcaso.it*; Trib. Parma 24 maggio 2007, in *www.ilcaso.it*. In particolare, Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012 n. 685, in *Giur. comm.*, 2013, I, 462, il quale, pur riconoscendo, per la prima volta, una responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating*, non ha ammesso nel caso di specie il risarcimento del danno, non avendo l'investitore dimostrato, né la relazione tra il *rating* positivo e la scelta di investimento, né la circostanza che il *rating* favorevole sarebbe stato il frutto di una valutazione volutamente erronea in quanto effettuata in conflitto di interessi. Chiaramente, infatti, il riconoscimento di una natura extracontrattuale alla responsabilità delle agenzie di *rating*, implica dei risvolti anche sul piano dell'onere probatorio ritenendo necessario verificare *in primis* la sussistenza di un evento dannoso; la possibile qualificazione del danno come danno ingiusto, in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento; il possibile riferimento della lesione, sotto il profilo causale, ad una condotta commissiva od omissiva; l'ascrivibilità dell'evento al dolo o alla colpa.

<sup>88</sup> Secondo Santoro, *La responsabilità da contatto sociale*, Milano, 2012, 50: "I fautori della teoria dei rapporti contrattuali di fatto vedono in queste fattispecie un importante indice della non necessità del consenso per la formazione di un contratto: sulla base della constatazione che i traffici dell'economia moderna impongono sempre più l'adozione di contratti di massa e in generale sistemi di velocizzazione dello scambio che portano a svalutare il momento consensuale, ciò che veramente rilevarebbe è la valutazione sociale dei comportamenti in ordine alla creazione di un affidamento tra le parti del rapporto". In giurisprudenza, Trib. Sulmona 16 aprile 2013, in *Resp. civ. e prev.*, 2014, 2, 623, il quale chiarisce che "*presupposti per la configurabilità del contatto sociale sono: una relazione tra sfere giuridiche, tale da far considerare la responsabilità aquiliana come insoddisfacente, poiché vista come responsabilità del quisque de populo; uno status professionale in capo al danneggiante, tale che possa configurarsi una culpa in faciendo prevista nell'ordinamento giuridico; ed in ultimo l'affidamento in capo al danneggiato*".

<sup>89</sup> Cfr. Sanna, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, ESI, Napoli, 2011, 91. Il giudizio di pericolosità eventuale dell'attività dovrà essere dato secondo una prognosi postuma sulla base dell'esame delle circostanze di fatto che si presentano al momento dell'esercizio dell'attività stessa (Cass. 9 aprile 1999, n. 3471, *Danno e resp.*, 1999, 656.). Tuttavia Maietta, *La responsabilità delle società di rating*, *Commento a Trib. Roma 07 febbraio 2014*, in *Danno e Resp.*, 2015, 8-9, 836, segnala come la ricostruzione da ultimo evidenziata pone problemi di *overdeterrence*. Infatti, il "perseguimento ad ogni costo di una esigenza di miglior tutela del danneggiato, realizzabile con regimi di responsabilità oggettiva o semi-oggettiva, potrebbe portare ad un consistente deperimento dell'attività delle agenzie di valutazione del merito creditizio, con la perdita dei numerosi benefici che il rating determina a favore degli investitori e del mercato finanziario nel suo complesso"(così testualmente Sanna, *op. cit.*, 77) e si finirebbe, nel nome del principio del *favor victimae* di squilibrare il necessario bilanciamento degli interessi in gioco.

Sotto il profilo normativo, difatti, si registra la modifica apportata al Regolamento (CE) n. 1060/2009 da parte del Regolamento UE n. 462/2013 del 21 maggio 2013, il quale ha introdotto il Titolo III bis rubricato "Responsabilità civile delle Agenzie di *rating* del credito".

L'art. 35 bis, co. 1, Reg. n. 1060/2009, prevede che se la società di *rating*, per colpa grave o dolo, abbia compiuto una delle infrazioni contenute nell'Allegato III del Regolamento (che contiene analitici riferimenti alle violazioni delle regole, in prevalenza, in tema di conflitti di interesse), può risponderne patrimonialmente nei confronti dell'investitore o dell'emittente.

Con riferimento alla posizione dell'investitore, la predetta norma subordina l'esercizio dell'azione di risarcimento del danno alla prova (incombente sull'investitore-attore) di *"aver ragionevolmente riposto affidamento"* o comunque *"con la dovuta diligenza"* sul *rating* del credito *"per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito"*; ed ancora, spetta all'investitore (o all'emittente) *"fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso"*<sup>90</sup>.

È evidente la gravosità dell'onere probatorio incombente sull'investitore-attore<sup>91</sup>. Infatti, il nocciolo dell'azione di risarcimento è rappresentato dalla dimostrazione del nesso causale tra infrazione e danno (basato su elementi precisi e dettagliati), oltre alla prova della ragionevolezza dell'affidamento al *rating*. Si pensi, inoltre, che sull'investitore graverebbe anche il fatto di dover accedere ad informazioni che rientrano nella sfera di controllo della propria controparte, non potendo fare affidamento su meccanismi di *discovery*

<sup>90</sup> Peraltro, non è precisato cosa debba intendersi per *"elementi informativi precisi e dettagliati"* di cui l'investitore deve dare prova per ottenere il risarcimento del danno dall'agenzia: l'art. 35 bis, comma 2, par. 2 si limita a specificare che il loro significato sarà stabilito dagli organi giurisdizionali nazionali competenti, *"tenendo in considerazione che l'investitore [o l'emittente] potrebbe non aver accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating"*. Inoltre, il significato ed il perimetro dei termini quali *"danno"*, *"intenzione"*, *"colpa grave"*, *"affidamento ragionevole"*, *"dovuta attenzione"*, *"incidenza"*, *"ragionevolezza"* e *"proporzionalità"* sono da rinvenirsi nell'interpretazione del diritto nazionale applicabile, determinato in base alle norme di diritto internazionale privato.

<sup>91</sup> Del resto già evidenziato nel paragrafo 6.1.

processuale, in Italia inesistenti.

Ad ulteriore vantaggio della posizione delle Agenzie si pone, altresì, il comma 3 dell'art. 35 bis, il quale conferisce alle medesime la possibilità di limitare preventivamente la loro responsabilità purché tale limitazione sia "*ragionevole e proporzionata*", nonché "*consentita dal diritto nazionale applicabile*". La tendenza delle Agenzie di *rating* ad autolimitare o autoescludere la propria responsabilità non costituisce una novità, specie nella realtà statunitense<sup>92</sup>. Esse, infatti, hanno sempre negato la loro responsabilità nei confronti degli investitori (oltre che degli emittenti) sulla base dell'assunto per cui il *rating* non rappresenterebbe l'oggettiva comunicazione di fatti o informazioni, bensì una soggettiva opinione (assimilabile a quella giornalistica) relativa alle probabilità di insolvenza di un determinato operatore.

Tutto quanto evidenziato, porta a ritenere che, a meno di smentite della giurisprudenza, ad oggi l'azione per far valere la responsabilità civile delle Agenzie di *rating*, così come disciplinata dal Regolamento europeo, non possa garantire una tutela efficace dei diritti dei danneggiati, emittenti e soprattutto investitori. Infatti, le Agenzie potrebbero facilmente respingere le pretese avanzate nei loro confronti, in forza di un onere probatorio di gran lunga più agevole rispetto a quello incombente sugli attori, essendo per le prime sufficiente dimostrare un'eccessiva ed imprudente fiducia che i secondi abbiano riposto sul *rating*<sup>93</sup>.

Sotto questo aspetto, la sentenza in commento, oltre ai pochi avanzamenti della giurisprudenza sopra richiamati<sup>94</sup>, rappresenta, ancora, solo un piccolo "foro" sulla facciata di un muro ancora molto spesso e solido.

<sup>92</sup> Per una raccolta di casistica giurisprudenziale americana sul punto, si vedano Scaroni, *La responsabilità delle agenzie di rating*, op. cit., 764, (v. spec. 801, nt. 69) e Fusaro, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. e impr.*, 2012, 1, 181 (v. spec. 190-193). Cfr. anche Trib. Milano Sez. VI, 01 luglio 2011, in *Società*, 2011, 12, 1444, con nota di Giudici, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*.

<sup>93</sup> Cfr. Tosa, *Lehman brothers: tutela dell'investitore tra proposte e tendenziale inefficienza normativa interna*, *Commento a Trib. Perugia*, 17 marzo 2015, in *Società*, 2015, 8-9, 996. L'A. mostra efficacemente il confronto con la disciplina USA.

<sup>94</sup> V. nt. 72.

## 9. Considerazioni conclusive

L'annosa vicenda del *crack* Lehman Brothers porta ancora i suoi strascichi. A distanza di anni dall'entrata in vigore della normativa MIFID, più astringente quanto ad *information rules*<sup>95</sup>, gli obblighi di informazione che gravano sugli intermediari continuano ad essere una parte fondamentale del settore finanziario e delle controversie che si registrano in materia. Il contenzioso è vasto e variegato e non si può ancora affermare che si è raggiunto un univoco orientamento.

Gli intermediari finanziari si difendono efficacemente affermando che il *rating* attribuito da tutte le Agenzie mondiali era univoco, né vi erano state variazioni superiori secondo gli indici specializzati, e pertanto la mancanza di sintomi esteriori aveva, di fatto, reso impossibile da parte degli stessi, poter avere la benché minima rappresentazione di tale dissesto finanziario onde fornire ai clienti una qualsivoglia informativa.

Ciò che è certo è che l'informazione, nel settore dell'intermediazione finanziaria, non è solo votata ad assumere un ruolo funzionale all'esigenza di contribuire a rendere chiaro il contenuto dei rapporti contrattuali, attribuendo loro maggiore certezza, ma è, per certi aspetti, l'unico strumento attraverso cui l'investitore può effettuare la valutazione della rispondenza al proprio interesse dell'investimento effettuato. È l'intermediario, infatti, a possedere i dati necessari per una tale valutazione<sup>96</sup>, ed è l'intermediario il soggetto in grado di amministrare il rapporto, di decidere se e come far funzionare il regolamento d'interessi ed è il solo in grado di investire tempo e risorse nell'aggiornamento, anche tecnico, necessario a cogliere le pur minime fluttuazioni nel mercato e ad interpretarne gli effetti<sup>97</sup>.

---

<sup>95</sup> La rilevante modifica, operata con il R.I. 16190/2007 (artt. 27-38), attuativo della normativa MiFID, consiste, in particolare, nella conformazione e attuazione della regola *Know your customer*, per cui gli intermediari sono tenuti a conoscere le esigenze, i bisogni, dei propri clienti per individuare ed "accompagnare" gli investitori alle migliori soluzioni; al fine di attenuare le asimmetrie informative, gli intermediari devono procedere attraverso un efficiente processo di *screening*, cioè di valutazione e di selezione, in grado di produrre ed elaborare un livello di informazione affidabile e più elevato.

<sup>96</sup> Per Annunziata, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, 7, viene ad affermarsi un principio che completa e modifica il tradizionale principio di neutralità e che si concretizza nell'istituzionalizzazione di pregnanti obblighi di collaborazione dell'intermediario, la cui massima espressione è rappresentata dalla *suitability rule*.

<sup>97</sup> Così Greco, *Rileggere le regole dell'informazione nel rapporto tra intermediario e risparmiatore*, in



Si conferma, dunque, un ruolo sempre più decisivo dell'informazione, nella contrattazione asimmetrica, anche nella fase postcontrattuale per impedire menomazioni volitive dipendenti dall'ignoranza di fatti e di circostanze rilevanti noti solo ad una delle parti<sup>98</sup>.

L'idea centrale è che il diritto, avendo la funzione di tutelare gli interessi più deboli sul mercato, debba sviluppare efficaci *default information rules*<sup>99</sup>; il che è conseguenza della convinzione che la debolezza sul mercato si misuri proprio in termini di "svantaggio informativo" di una parte al confronto con la "rendita informativa" dell'altra<sup>100</sup>.

Tuttavia, come si ricordava in premessa, occorre anche aver chiaro che l'obiettivo più generale delle attuali discipline contrattuali è favorire la regolazione del mercato, e la tutela del contraente debole è strumentale a quest'obiettivo, ciò è indiscutibile<sup>101</sup>.

Ciò premesso, occorre forse, alla luce della sentenza in commento, considerare nell'ambito della prestazione, in senso lato, di servizi di investimento, non più (o non più solo) un rapporto investitore/intermediario, bensì una sorta di rapporto "a tre": Investitore/Intermediario/Società di *rating*<sup>102</sup>. L'intermediario, quindi, non è più il solo ed unico referente dell'investitore e depositario delle informazioni finalizzate ad operare le (migliori) scelte finanziarie.

E pertanto, questa è la situazione: da una parte gli intermediari si trovano ad

*Resp. Civ. Prev.*, 3, 2014, 933.

<sup>98</sup> Tra i primi ad evocare una responsabilità per la violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari Portale, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1982, I, 3 ss.

<sup>99</sup> In argomento cfr. Salanitro, *Gli obblighi precontrattuali di informazione: le regole e i rimedi nel progetto Acquis*, in *Europa dir. priv.*, 2009, 59 ss.

<sup>100</sup> Cfr. Bocchini, *In principio erano le informazioni*, in *Giur. comm.*, 2008, 35 ss.; Gentili, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 555 ss.

<sup>101</sup> Bocchini, *op. cit.*, *passim*, spec. sub nota 4, per il quale l'informazione è "la mano invisibile" che permette l'incontro di domanda e di offerta; se vi è difetto di informazione o falsa informazione, la struttura del mercato è attaccata e l'intero mercato fallisce. L'asimmetria informativa, quindi, non va valutata solo tra le parti della transazione, ma anche tra le parti ed i terzi che sono fuori della transazione, ma non fuori del mercato. Occorre naturalmente anche tenere presente lo scenario post MiFID (e probabilmente, cercare di immaginare lo scenario post MiFID II), in cui la finalità principe è la salvaguardia della concorrenza, sul presupposto che solo un mercato concorrenziale sia in grado di soddisfare le esigenze delle buone regole commerciali e quindi, come effetto riflesso, pure le istanze dell'investitore risparmiatore rispetto al mercato degli strumenti finanziari.

<sup>102</sup> O addirittura "a quattro", se si volesse considerare anche l'Emittente.

interloquire con categorie di investitori molto eterogenee, caratterizzate da diversi gradi di consapevolezza ed esperienza dei concreti profili (sia pure eventuali) di rischio insiti in ciascun investimento; gli intermediari finanziari operano, del resto, in contesti fortemente segmentati che esigono una buona dose di personalizzazione degli scambi. Conseguentemente, vengono loro imposti obblighi specifici giustificati in ragione del fatto che essi, operando come strutture economiche, sono maggiormente in grado di assicurare la fluidità delle informazioni e, quindi, la migliore valutazione delle alternative di investimento. Dalla parte opposta, il risparmiatore comune, che normalmente non ha competenze specifiche e, comunque, ha grande difficoltà ad entrare in possesso dell'informazione necessaria e sufficiente per valutare i rischi impliciti in un'operazione finanziaria e, spesso, si trova esposto al rischio di comportamento opportunistico (cd. *moral hazard*) della controparte, la quale è in grado di sfruttare la propria condizione di "primazia informativa"<sup>103</sup>.

Infine, a monte, vi è la terza parte", rappresentata dall'Agenzia di *rating*, ed eventualmente dal Consorzio "Patti Chiari, cioè da quei soggetti, altamente qualificati, preposti alla diffusione e alla pubblicizzazione delle informazioni sui titoli emessi, che saranno poi utilizzate dagli investitori, per il tramite degli intermediari. È innegabile, infatti, e la sentenza in commento ne è una prova, il ruolo sempre più decisivo attribuito alle Agenzie di *rating*, o meglio al *rating* rispetto alle scelte d'investimento poste in essere dall'investitore che vi abbia fatto affidamento e ne sia stato per questo danneggiato. Ed è sempre più avvertita la necessità di controllare (*rectius*: responsabilizzare) questi soggetti, così da controllare la qualità e la veridicità delle informazioni diffuse.

In questa prospettiva la "regola" dell'informazione si presta ad essere rimodulata in considerazione della diversità delle parti ed al fine di individuare le più opportune forme di tutela, e quindi deve essere, di volta in volta, calata nel caso concreto, in riferimento all'intermediario, all'investitore, al tipo di strumento finanziario, all'affidabilità del *rating* emesso. In altri termini, al fine di individuare il

<sup>103</sup> Cfr. Greco, *Rileggere le regole dell'informazione*, op. cit., 934.

soggetto responsabile nella controversia sottoposta agli organi giudicanti (il più delle volte, legittimato passivo è l'intermediario) sarà, dunque, determinante un'attenta valutazione caso per caso, relativa agli obblighi che lo stesso abbia violato, alle effettive modalità di violazione ed all'esigibilità di un contegno diverso o meno dello stesso, anche in relazione alle dinamiche intercorse con gli altri soggetti coinvolti nelle operazioni negoziali della specifica fattispecie considerata.

Così si può notare che, in numerose decisioni, e quella in commento non fa eccezione, i Giudici valorizzano il buon operato delle banche in ordine all'acquisto degli strumenti finanziari (sovente, obbligazioni Lehman<sup>104</sup>), ed escludono la violazione della regola della diligenza, in considerazione delle qualità dell'investitore (appropriatezza e adeguatezza<sup>105</sup>), e della natura del titolo investito, della probabilità di prevedere l'evento di *default* e di conseguenza, dell'impossibilità di rimproverare alla banca di non aver previsto l'imprevedibile.

In tali casi, allora, a chi andrebbe imputato il danno? Il Tribunale di Perugia suggerisce la soluzione facendo riferimento a quei "livelli superiori" che fanno capo alle Agenzie di *rating* e al Consorzio "Patti Chiari". A questo punto, potrebbe apparire convincente, anche in prospettiva futura, la costruzione di un modello di responsabilità delle società di *rating* basato sulla tutela dell'affidamento riposto dal danneggiato - il quale lamenti di aver compiuto un atto pregiudizievole sulla scorta di informazioni/valutazioni inesatte fornite non già da un soggetto qualunque ma da un "soggetto particolarmente qualificato" - nei confronti di un operatore dotato di cognizioni tecniche sicuramente maggiori e più persuasive utilizzate per fornire informazioni e valutazioni (chiara ipotesi di asimmetria informativa) successivamente rivelatesi inesatte e, quindi, fonte di pregiudizio<sup>106</sup>.

Orbene, al di là delle esigenze di modifiche normative - che pure sono avvertite,

<sup>104</sup> Cfr. Trib. di Firenze, 20 febbraio 2014, n. 587; Trib. di Udine con sentenza depositata il 1 aprile 2014 n. 558, reperibile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it);

<sup>105</sup> Cfr. Trib. di Milano, sesta sezione civile, con sentenza del 15 marzo 2014, reperibile sul sito [www.expartecreditoris.it](http://www.expartecreditoris.it), per cui "in materia di negoziazione di strumenti finanziari quali le obbligazioni Lehman Brothers la Banca non commette violazione del dovere di assistenza ed informazione sulla natura e i rischi dell'investimento se è provato che l'operazione consigliata è appropriata alle conoscenze ed alla esperienza specifica del cliente".

<sup>106</sup> Busnelli, *Itinerari europei nella terra di nessuno tra contratto e fatto illecito, La responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e Imp.*, 1991, 553.

magari traendo ispirazione dal modello regolatorio statunitense<sup>107</sup> - allo stato attuale, la configurazione di una responsabilità extracontrattuale, come sopra evidenziata, in capo ai predetti soggetti (e le discendenti difficoltà probatorie), nonché la lacunosità, in Italia, di idonei strumenti processuali (si pensi alla *discovery* o alle *class action* di matrice anglosassone) ridimensionano fortemente, se non addirittura elidono di fatto, la tutela offerta investitori danneggiati dall'errato *rating* sulla solvibilità di un'emittente.

---

<sup>107</sup> Per un quadro sulle proposte di modelli regolamentari della responsabilità delle Agenzie di *rating*, v. Bussani, *Le agenzie di rating tra immunità e responsabilità*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 6, 1337.