

Banche ed istituti di credito

Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto

CORTE DI APPELLO DI MILANO, sez. I, 15 aprile 2009, n. 1094 - Pres. Boiti - Rel. Lamanna - Banca c. Tizia

Il difetto di adeguate informative all'investitore è un grave inadempimento da parte dell'intermediario finanziario agli obblighi su di esso incombenti e la conseguenza di tale inadempimento è la risoluzione del contratto di compravendita degli strumenti finanziari, oltre al risarcimento del danno.

(*Omissis*).

3. Così sintetizzato l'oggetto del contendere, reputa la Corte che l'appello principale sia privo di fondamento, sì da rendere conseguentemente assorbito l'esame dell'appello incidentale, che è stato infatti proposto solo condizionatamente e subordinatamente al casi in cui fosse stato accolto l'appello principale.

3.1. La banca appellante pone in discussione anzitutto il fulcro della motivazione adottata dal giudice di primo grado, laddove questo ha ritenuto che l'inadempimento di maggior pregnanza imputabile alla banca andasse ravvisato nella mancata informativa sui rischi dell'investimento di cui la banca stessa aveva avuto piena cognizione, essendo in possesso della *offering circular* relativa al prestito obbligazionario *de quo*.

Tuttavia, l'apprezzamento di diritto e di fatto espresso al riguardo dal giudice di primo grado è convincente, motivato in modo completo e logicamente congruente, e viene pertanto pienamente condiviso da questo collegio giudicante, anche alla stregua del più recente orientamento interpretativo della S. Corte di cassazione (cfr. Cass. 25 giugno 2008, n. 17340).

Questa ha offerto una lettura tanto severa quanto convincente dell'art. 21 TUF, laddove tale norma prevede che, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, i soggetti abilitati devono "acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati" (comma 1 lett. b), ritenendo che questa regola - nell'assoggettare la prestazione dei servizi di investimento ad una disciplina diversa e più intensa rispetto a quella discendente dall'applicazione delle regole di correttezza previste dal c.c. - imponga all'operatore il dovere sia di farsi parte attiva nella richiesta all'investitore di notizie circa la sua esperienza e la sua situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio, sia di informare adeguatamente il cliente, al fine di porre il risparmiatore nella condizione di effettuare consapevoli e ragionate scelte di investimento o disinvestimento e di farlo dopo aver ricevuto informazione adeguate e necessarie, che devono essere modellate alla luce della particolarità

del rapporto con l'investitore, in modo da soddisfare le specifiche esigenze proprie di quel singolo rapporto, secondo anche quanto previsto nella disciplina regolamentare introdotta dalla Consob (prima con la delib. 30 settembre 1997, n. 10943, e poi) con la delib. 1° luglio 1998, n. 11522. Tale disciplina regolamentare prevede infatti, tra l'altro, che l'intermediario autorizzato non può effettuare operazioni se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o di disinvestimento (art. 28 comma 2); e che l'intermediario, quando riceve da un investitore disposizioni relative ad un'operazione non adeguata, lo informa di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione; e che qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, l'intermediario può eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto (ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico), in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute (art. 29 comma 3).

Tale articolo, dunque, pone a carico del soggetto abilitato alla prestazione dei servizi d'investimento e accessori una ben precisata serie di obblighi di *facere*, esigendo, complessivamente, che egli acquisisca dal cliente non solo, in una veste operativa di ricezione passiva, ogni utile informazione ("*know your merchandise rule*"; "*know your customer*"), ma si organizzi anche, in senso attivo, in modo tale da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento, disponendo di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi, una gestione indipendente, sana e prudente, adottando misure idonee a salvaguardare il diritto dei clienti sui beni affidati ("*know the security rule*").

Soggiunge poi l'art. 29 del regolamento Consob n. 11522 che comunque: "gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione" (c.d. principio della "*suitability rule*"). Adempimento, questo, che certamente non può considerarsi soddisfatto

solo sulla base di un richiamo verbale, e anzi nemmeno sulla base del modulo, spesso fatto sottoscrivere ai clienti dagli intermediari, recante in maniera generica l'avvertenza che l'operazione non è adeguata, senza preoccuparsi di spiegare le ragioni di tale inadeguatezza.

L'intermediario deve quindi fornire al cliente - ammonisce la S. Corte - tutte le informazioni che gli saranno necessarie per giungere a una decisione meditata su come investire il proprio denaro, e sbaglierebbe anche chi ritenesse pleonastico un simile richiamo sul presupposto che il diritto comune già impone alle parti un dovere di informazione nella fase delle trattative, allorché cioè il contratto non si è ancora formato, perché gli sfuggirebbe quel tanto di novità che il TUF e il regolamento Consob aggiungono alla disciplina codicistica nel pretendere che una tale correttezza non si esaurisca nella fase prodromica delle trattative, bensì abbia ad estendersi all'intera durata del rapporto contrattuale.

Ebbene, nel caso di specie non è nemmeno contestato che alla cliente non siano state date specifiche informazioni sulla rischiosità delle obbligazioni Cirio. La banca appellante ha anzi essa stessa ammesso di non essere stata in possesso di informazioni sulla rischiosità dei titoli e che un *default* del gruppo Cirio sarebbe stato imprevedibile all'epoca, di talché avrebbero dovuto considerarsi sufficienti e adeguate le informazioni fornite alla cliente e riguardanti il solo fatto che si trattava di obbligazioni *corporate*, come riferito dal teste - suo funzionario - sig. Con ciò, pertanto, la banca stessa ha fornito la prova del suo inadempimento, come ha correttamente opinato il primo giudice.

Infatti, che la banca non potesse all'epoca rendersi edotta della rischiosità dei titoli obbligazionari Cirio Luxembourg è stato smentito proprio dalla *offering circular* prodotta in causa dalla medesima banca.

In tale circolare risultava chiaramente indicata la situazione di indebitamento massivo in cui versava la Cirio e con grande chiarezza e precisione veniva manifestato il dubbio che l'emittente non potesse poi restituire i titoli, i quali, è forse bene ricordarlo, nemmeno erano stati assoggettati a *rating*.

In tale circolare si legge infatti:

"Cirio e le sue consociate hanno un notevole debito netto consolidato in rapporto al suo capitale azionario e ai suoi utili al lordo di interessi, imposte e ammortamenti. Il 31 dicembre 1999 il debito consolidato di Cirio e delle consociate era pari a circa ITL 1.371.000.000.000 (...). Inoltre Cirio e le sue consociate in futuro potrebbero aumentare l'indebitamento a causa di limitazioni imposte dai termini e condizioni delle obbligazioni e dei loro altri strumenti di debito (...). La capacità del gruppo di generare flusso di cassa dalle attività in quantità sufficiente per pagare gli interessi del suo debito, comprese le obbligazioni, dipenderà da fattori economici, finanziari, concorrenziali e di altro tipo che vanno al di là del suo controllo (...). Non ci può essere nessuna garanzia del fatto che dalle attività future il gruppo genererà un flusso di cassa sufficiente per pagare gli interessi dei suoi debiti e per consentirgli di fare le necessarie spese in conto capitale. L'elevato livello di indebitamento di Cirio e delle sue consociate avrà parecchie conseguenze importanti sulle loro attività future, comprese le seguenti: (i) Cirio e le sue consociate avranno bisogno di notevoli liquidità per pagare gli interessi dei suoi debiti, riducendo i fondi disponibili per le attività e per le future opportunità commerciali e aumentando la loro vulnerabilità alle situazioni economiche-industriali in generale negati-

ve; (ii) in futuro Cirio e le sue consociate potrebbero essere ulteriormente limitate nell'ottenimento di ulteriori finanziamenti, siano questi destinati ad acquisizioni, a capitale di esercizio o ad altro tipo (...). Il debito dell'emittente e della garante non è stato classificato e attualmente non c'è nessuna intenzione di ottenere un *rating* (...). Le obbligazioni costituiscono titoli nuovi per i quali non esiste un mercato e non ci può essere nessuna garanzia sulla futura liquidità di un mercato per le obbligazioni, sulla capacità degli obbligazionisti di vendere queste ultime, o sul prezzo al quale tali detentori potrebbero essere in grado di vendere le loro obbligazioni (...). Cirio Holding Luxembourg S.A. è stata costituita il 23 gennaio 2001 come società per azioni a responsabilità limitata in base alla legge lussemburghese. Il 23 gennaio 2001 il capitale azionario dell'emittente era pari a € 126.000 diviso in 120 azioni ordinarie con un valore nominale di € 1.050 ciascuna tutte emesse".

Alla luce di tali evidenze documentali, la rischiosità del prestito obbligazionario di cui si discute era di facile percepibilità per chiunque avesse letto la detta circolare, e quindi anche e in primo luogo per la banca appellante, che tale circolare conosceva o che comunque aveva l'obbligo di conoscere, per poter fornire alla cliente quell'informazione specifica e adeguata cui era tenuta in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria della cliente, informazione che la banca aveva l'onere di provare di aver fornito - come ha precisato la S. Corte - non mediante le semplici dichiarazioni testimoniali rese da un teste (nella specie per di più anche di dubbia attendibilità, trattandosi di un dipendente della medesima banca) - ma di un ordine impartito per iscritto in cui risultasse fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute dalla suddetta cliente.

Nella specie, invece, nel modulo di acquisto sottoscritto dalla sig.ra ... risulta indicata semplicemente la denominazione "Cirio" (nemmeno "Cirio Holding Luxembourg S.A.") e null'altro, nemmeno che tali obbligazioni Cirio Holding Luxembourg S.A. erano state negoziate fuori mercato regolamentato *ex art. 78 TUF* (circostanza, come ha giustamente ricordato l'appellata, riconosciuta dalla stessa ... che ha dichiarato di aver acquistato le obbligazioni da Unicredit, e, dunque, dal Sistema di Scambi Organizzato di detto intermediario).

Sta di fatto che la sig.ra ... - secondo lo stesso teste sopra citato - manifestò solo l'intenzione di investire in "titoli che assicuravano cedole con rendimento del 5% netto annuo" senza nulla precisare "in ordine alla tipologia del titolo che riteneva di acquistare a parte l'aspetto del rendimento", sì che le obbligazioni Cirio furono consigliate proprio dall'addetto di ... sig. ... che lo ha anche chiaramente ammesso: "ho preso in considerazione solo obbligazioni perché i clienti avevano escluso titoli azionari".

Non solo dunque non furono fornite per iscritto specifiche informazioni sulla rischiosità dei titoli Cirio; ma questi furono consigliati dallo stesso funzionario della banca.

Non è dubbio dunque che il comportamento della banca fosse censurabile, non avendo fatto presente al cliente minimi e banali elementi di conoscenza, con violazione dei precetti di cui all'art. 21 TUF, che, in effetti, rappresentano una specificazione del generale principio di cui all'art. 1337 c.c., rispondente all'esigenza di elevare il livello di correttezza da parte dell'operatore qualificato, che, come tale, ha un accesso facilitato ai dati relativi alle caratteristiche dei titoli, che è tenuto a conoscere prima di consigliarli o offrirli in vendita.

È ben vero che in ogni investimento vi è una componente di rischio che è impossibile azzerare, ma l'investitore deve sopportare solo tale rischio, non anche quello derivante da un difetto di conoscenza circa il contenuto del titolo e, comunque, degli elementi che incidono sulla sua consistenza e sicurezza. È in tale prospettiva trova ragione anche l'aggravamento del regime di responsabilità ricavabile poi dall'art. 23 comma 6 TUF.

In concreto, era ravvisabile la sussistenza di una non accettabile superficialità e, sostanzialmente, della negligenza della banca, la quale ha offerto in vendita obbligazioni di cui era in grado di conoscere le caratteristiche e la rischiosità avendo conoscenza della *offering circular*, contenente, come si è visto, avvertenze tutt'altro che tranquillizzanti.

Resta allora da ricordare che, secondo il già richiamato pronunciamento della Corte di legittimità, "l'ambito soggettivo delle disposizioni concernenti le informazioni e le operazioni non adeguate è destinato a trovare applicazione anche là dove il servizio prestato dall'intermediario consista nell'esecuzione degli ordini dell'investitore (...). La regola in base alla quale in presenza di un'operazione non adeguata l'intermediario deve astenersi dal dare esecuzione all'operazione se prima non abbia avvertito l'investitore e ottenuto dal medesimo l'espressa autorizzazione ad agire ugualmente sulla base di un ordine contenente l'esplicito riferimento alle informazioni ricevute trova applicazione con riferimento a tutti i servizi di investimento prestati nei confronti di qualsiasi investitore che non sia un operatore qualificato, sia con riguardo ai servizi di investimenti nei quali sia ravvisabile una discrezionalità dell'intermediario, come ad esempio nel caso di contratti di gestione di portafogli d'investimento, sia là dove l'operazione avvenga su istruzione del cliente, come, appunto, quando venga prestato il servizio di negoziazione o di ricezione e di trasmissione di ordini. Tale interpretazione pare preferibile sia in ragione della natura e delle finalità sottostanti ai doveri di informazione imposti agli intermediari nei servizi di investimento (servizi nel cui ambito rientra, accanto alla gestione di portafogli, l'esecuzione di ordini per conto dei clienti: del cit. TUF, art. 1 comma 5, sulla scia di quanto già previsto dal d.lgs. n. 415 del 1996, art. 1 comma 3), sia in considerazione del tenore letterale della, già ricordata, normativa regolamentare proveniente dalla Consob, la quale, per un verso, richiede che siano fornite informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione non solo prima di consigliare operazioni o di prestare il servizio di gestione, ma anche di effettuare operazioni con o per conto dell'investitore, e, per l'altro verso, fa esplicito riferimento al caso in cui l'intermediario abbia ricevuto dall'investitore una disposizione per effettuare una operazione non adeguata".

Non hanno dunque alcun pregio le obiezioni mosse dalla banca appellante riguardo alla asserita minore intensità dei suoi obblighi informativi e dissuasivi a causa della circoscritta natura del contratto in concreto stipulato, avendo esso a oggetto il servizio di negoziazione o di ricezione e di trasmissione di ordini, poiché, come ha ben evidenziato la S. Corte, la consistenza dei detti obblighi rimane invariata anche in relazione a tale tipologia di contratti.

Non ha pregio neppure il riferimento fatto dall'appellante alla propensione al rischio della cliente, tratta per di più - del tutto incongruamente - dal compimento di investimenti non pregressi, ma addirittura contestuali, poiché anche su questo punto la S. Corte ha persuasivamente preci-

sato che "il dovere di fornire informazioni appropriate e l'obbligo di astenersi dall'effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensioni, se non sulla base di un ordine impartito dall'investitore per iscritto contenente l'esplicito riferimento alle avvertenze ricevute, sussiste in tutti i rapporti con operatori non qualificati, e tale è anche chi - non rientrando in una delle speciali categorie di investitori menzionate nei regolamenti Consob (delib. n. 10943, art. 8 comma 2; delib. n. 11522, art. 31 comma 2) - abbia in precedenza occasionalmente investito in titoli a rischio".

E nel caso di specie non solo non risulta che la sig.ra ... avesse in precedenza effettuato operazioni soggette a rischio particolare, ma risulta semmai che solo nello stesso contesto effettuò altri investimenti, comunque meno rischiosi di quello in esame (tanto che lo stesso teste ... ha ammesso: "le altre obbligazioni di cui al cap. 2 a quanto ricordo avevano *rating* e un buon *rating* (...). Preciso che ho preso in considerazione solo obbligazioni perché i clienti avevano escluso titoli azionari. Ricordo che il sig. ... in particolare esclude nell'occasione interesse per le obbligazioni Argentina perché ritenuto inaffidabile lo Stato emittente").

Per di più, come ha anche documentato l'appellata producendo una lettera datata 2 gennaio 2006 che ... ha inviato alla sig.ra ... la suddetta banca ha di sua iniziativa classificato come "basso" il profilo di propensione al rischio di tale cliente, ritenendo che avesse come "obiettivi di investimento": conservazione del capitale investito nel breve periodo e suo graduale e costante incremento nel lungo periodo".

Non è quindi dubbio che si sia trattato di una cliente non individuabile come "operatore qualificato", non rientrando in una delle speciali categorie di investitori menzionate nei regolamenti Consob, e comunque di soggetto non propenso al rischio, verso cui a maggior ragione la banca avrebbe dovuto fornire informazioni dettagliate, adeguate e specifiche come quelle sopra dette, riguardanti la rischiosità del titolo, e che essa conosceva, o poteva agevolmente conoscere, prendendo atto di quanto indicato nella ricordata *offering circular*.

3.2 Quanto alla seconda censura, con cui l'appellante investe sia la pronuncia restitutoria che quella risarcitoria, anch'essa appare destituita di fondamento.

Non è dubbio, infatti, che l'inadempimento della banca sia stato grave e quindi tale da giustificare la pronunciata risoluzione del contratto.

L'obbligo di fornire le informazioni adeguate e specifiche di cui sopra si è detto è infatti l'obbligo più caratterizzante del comportamento richiesto all'operatore finanziario, poiché la sua mancanza ha intrinseca efficienza causale determinante sia sulla decisione di acquisto del cliente che sul prodursi del danno conseguente all'investimento in titoli ad alto rischio.

Una volta pronunciata la risoluzione non è dubbio che potesse quindi conseguire l'obbligo restitutorio, nella specie non ponendosi nemmeno problemi di materiale indisponibilità sopravvenuta dei titoli, non avendoli la cliente dimessi, ma avendoli, come è pacifico, interamente restituiti alla banca in sede di esecuzione della pronuncia di primo grado.

Quanto alla statuizione risarcitoria, essa ha avuto come oggetto, in effetti, solo il danno da lucro cessante, che ben poteva il giudice di primo grado desumere in via semplicemente presuntiva tenendo conto di quanto emerso dall'e-

scussione dello stesso teste funzionario della banca appellante, avendo costui dichiarato anche che "le obbligazioni di cui al cap. 2 avevano rating e un buon rating".

Infatti lo stesso giorno 5 luglio 2001 la sig.ra ..., oltre ad acquistare le obbligazioni Cirio, acquistò anche obbligazioni Deutsche Telecom, Ford, Vodafone e B.E.I., in misura tale da impiegare per ciascuna di esse un pressoché identico capitale di circa € 100.000.

Ebbene, dalle note informative delle anzidette obbligazioni emerge in effetti che il rendimento era pari a circa il 6% annuo.

Era dunque logicamente presumibile e altamente probabile che, se la sig.ra ... non fosse stata mai consigliata, non avrebbe investito in obbligazioni Cirio, ma in altri titoli meno rischiosi e tali da assicurare un rendimento come quello testé indicato, sì da produrre circa € 6.000 annui.

Considerato dunque il periodo di almeno due anni di durata dell'investimento, come ha riconosciuto la stessa banca appellante, non appare affatto incongrua la liquidazione del danno compiuta dal primo giudice in € 15.000 se si

considera che in tale importo il Tribunale ha incluso sia gli interessi compensativi che la rivalutazione monetaria calcolati onnicomprensivamente fino alla data della pronuncia e quindi con liquidazione equitativa degli accessori predetti effettuata a valori attuali e forfettari.

Né ha pregio l'obiezione volta a evocare una corresponsabilità colposa della cliente, verso la quale la banca nemmeno ha adempiuto nel corso del periodo successivo ai suoi obblighi informativi (che, infatti, secondo il precedente della S. Corte prima citato, si estendono a tutta la durata del rapporto, anche ai fini del disinvestimento), e non poteva dunque pretendere che la cliente da sola potesse acquisire quelle notizie sensibili che la banca per prima aveva l'obbligo di fornirle sia al momento dell'acquisto, che successivamente.

In forza di tutte le precedenti considerazioni, di conseguenza, la sentenza del Tribunale resiste alla censure formulate dalla banca con il suo atto d'impugnativa, che va conclusivamente respinto.

(Omissis).

Il commento di Valerio Sangiovanni

I doveri informativi dell'intermediario finanziario sono al centro della sentenza della Corte di Appello di Milano. L'autorità giudiziaria milanese affronta numerose problematiche, tutte di considerevole rilevanza per la giurisprudenza in materia di responsabilità delle banche. L'inosservanza degli obblighi informativi determina risoluzione del contratto, oltre che condanna al risarcimento dei danni.

Introduzione

La sentenza qui annotata si occupa di una materia di grande rilevanza pratica: la responsabilità degli intermediari finanziari per inosservanza delle norme di comportamento loro prescritte da legge e regolamento.

Per un'appropriata comprensione del ragionamento svolto dalla sentenza in commento è utile, in via introduttiva, gettare uno sguardo ai principali precedenti di legittimità in materia di contenzioso fra investitori e intermediari finanziari (1).

Nota:

(1) Sul contenzioso fra clienti e banche conseguente alla crisi di alcuni importanti emittenti vanno segnalati alcuni recenti volumi: Bersani, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008; Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009; Inzitari-Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008; Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007. Inoltre v., a vario titolo, Alpa, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *i Contratti*, 2006, 927 ss.; Autelitano, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *i Contratti*, 2008, 1157 ss.; Bertolini, *Negoziazione degli strumenti finanziari in Grey Market e violazione della disciplina sulla sollecitazione all'investimento*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2096 ss.; Emiliozzi, *Vendita alla clientela retail di titoli prima dell'emissione ed omessa acquisizione da parte dell'intermediario dell'offering circular*, in *Giur. it.*, 2007, 1673 ss.; Ferraino, *Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario*, in *Dir. prat. soc.*, 2009, 3, 55 ss.; Greco, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 ss.; Guernelli, *L'interme-*

diazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali, in *Giur. comm.*, 2009, I, 360 ss.; Mancini, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in contrahendo e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51 ss.; Marchiandi, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 376 ss.; Marianello, *Bonds argentini e responsabilità dell'intermediario finanziario: corrispondenza diacronica o sincronica?*, in *Obbl. contr.*, 2007, 1009 ss.; Meruzzi, *La responsabilità precontrattuale tra regola di validità e regola di condotta*, in *Contr. impr.*, 2006, 944 ss.; Morandi, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. contr.*, 2009, 47 ss.; Pellegrini, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, II, 171 ss.; Perrone, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MIFID*, in *I soldi degli altri*, a cura di Perrone, Milano, 2008, 1 ss.; Picardi, *Nuovi sviluppi giurisprudenziali in tema di responsabilità degli intermediari*, in *Dir. giur.*, 2007, 192 ss.; Righini, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 150 ss.; Sangiovanni, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257 ss.; Sangiovanni, *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 ss.; Sangiovanni, *Il caso "My Way" e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giur. mer.*, 2008, 3116 ss.; Sangiovanni, *Acquisto di obbligazioni e risoluzione del contratto*, in *i Contratti*, 2008, 5 ss.; Sangiovanni, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *i Contratti*, 2006, 1133 ss.; Sangiovanni, *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569 ss. (segue)

Nelle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007 (2) la Corte di cassazione ha affermato il principio di diritto secondo cui 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 fra 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 nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può però determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418 comma 1 c.c.

Con la sentenza n. 17340 del 2008 (citata dalla stessa sentenza della Corte di appello di Milano in commento) (3), la Corte di cassazione ha affermato che, in tema di servizi d'investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all'investitore un'informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente, e, a fronte di un'operazione non adeguata, può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall'investitore in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute. All'operatività di detta regola - applicabile anche quando il servizio fornito dall'intermediario consista nell'esecuzione di ordini - non è di ostacolo il fatto che il cliente abbia in precedenza acquistato un altro titolo a rischio, perché ciò non basta a renderlo operatore qualificato ai sensi della normativa regolamentare dettata dalla Consob.

Nella recentissima sentenza n. 3773 del 2009 (4), la Corte di cassazione ha affermato che, distinguendosi fra gli obblighi che precedono e accompagnano la stipulazione del contratto d'intermediazione e quelli che si riferiscono alla successiva fase esecutiva, può rilevarsi come la violazione dei primi (ove non si traduca addirittura in situazioni tali da determinare l'annullabilità - mai comunque la nullità - del contratto per vizi del consenso) è destinata a produrre una responsabilità di tipo precontrattuale, da cui discende l'obbligo per l'intermediario di risarcire gli eventuali danni. La violazione dei doveri dell'intermediario riguardanti invece la fase successiva alla stipulazione del contratto d'intermediazione può assumere i connotati di un vero e proprio inadempimento (o non esatto adempimento) contrattuale, giacché quei doveri, pur essendo di fonte regolamentare, derivano da norme inderogabili e sono quindi destinati a integrare a tutti gli effetti il regolamento negoziale vigente fra le parti. Ne consegue che l'eventuale loro violazione, oltre a generare obblighi risarcitori in forza dei principi generali sull'inadempimento contrattuale, può, ove ricorrano gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c., condurre anche alla risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria (5).

Inosservanza di doveri informativi

Nel caso oggetto della sentenza in commento alla

banca è stata mossa la contestazione di non avere osservato i propri doveri informativi (6).

Note:

(segue nota 1)

Sangiovanni, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno resp.*, 2006, 874 ss.; Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *i Contratti*, 2006, 686 ss.; Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, in *Società*, 2006, 605 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.

(2) Cass. 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725. Queste due sentenze sono state pronunciate lo stesso giorno ed enunciano l'identico principio di diritto. Almeno una delle due sentenze (o la relativa massima) è stata pubblicata, fra l'altro, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133 ss., con nota di Bove; in *i Contratti*, 2008, 221 ss., con nota di Sangiovanni; in *Corr. giur.*, 2008, 223 ss., con nota di Mariconda; in *Danno resp.*, 2008, 525 ss., con note di Roppo e di Bonaccorsi; in *Dir. banca merc. fin.*, 2008, 691 ss., con nota di Mazzini; in *Dir. giur.*, 2008, 407 ss., con nota di Russo; in *Giur. comm.*, 2008, II, 604 ss., con nota di Bruno-Rozzi; in *Giust. civ.*, 2008, I, 2775 ss., con nota di Febbrajo; in *Società*, 2008, 449 ss., con nota di Scognamiglio. In relazione alle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007 cfr. anche Cesiano, *Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 614 ss.; Gentili, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *i Contratti*, 2008, 393 ss.; Maffei, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *i Contratti*, 2008, 555 ss.; Maffei, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *i Contratti*, 2008, 403 ss.; Prosperi, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contr. impr.*, 2008, 936 ss.

(3) Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, in *Foro it.*, 2009, I, 189 ss., con nota di Scoditti.

(4) Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno resp.*, 2009, 503 ss., con nota di Sangiovanni.

(5) Questa sentenza ha inoltre affermato che la regola in base alla quale, in presenza di un'operazione non adeguata, l'intermediario deve astenersi dal dare esecuzione all'operazione se prima non abbia avvertito l'investitore e ottenuto dal medesimo l'espressa autorizzazione ad agire ugualmente sulla base di un ordine contenente l'esplicito riferimento alle informazioni ricevute trova applicazione con riferimento a tutti i servizi d'investimento prestati nei confronti di qualsiasi investitore che non sia un operatore qualificato sia con riguardo ai servizi d'investimento nei quali sia ravvisabile una discrezionalità dell'intermediario, come ad esempio nel caso di contratti di gestione di portafogli di investimento, sia là dove l'operazione avvenga su istruzione del cliente, come, appunto, quando venga prestato il servizio di negoziazione o di ricezione e di trasmissione di ordini.

(6) Buona parte del contenzioso fra clienti e banche si fonda sull'asserita violazione di doveri informativi. Fra i diversi contributi che si occupano, a vario titolo, di questa materia cfr. 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* (segue)

La violazione di dovere informativo contestata concerne essenzialmente la rischiosità dei titoli Cirio. Questa rischiosità era ben evidenziata nella c.d. "offering circular", ossia nel documento che illustra le caratteristiche della emissione obbligazionaria. Il problema è che tale materiale informativo non venne messo a disposizione della cliente.

Una parte del testo della *offering circular* è ripresa nel testo della sentenza in commento e si rinvia ai relativi passaggi riportati sopra. Da tale documento si evince il grave livello di rischiosità insito nell'acquisto delle obbligazioni Cirio.

Il rischio di tali strumenti finanziari era connesso, principalmente, all'elevato livello d'indebitamento di Cirio e delle sue consociate. Chi emette obbligazioni promette di restituire il capitale e di pagare degli interessi. Se, però, il soggetto che emette le obbligazioni è eccessivamente indebitato, rischia di non essere in grado di rispettare gli impegni assunti. Nel nostro ordinamento si stabilisce pertanto un legame fra la facoltà di emettere le obbligazioni e le risorse proprie di cui deve disporre la società interessata: "la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato" (art. 2412 comma 1 c.c.).

Non caso di specie, in aggiunta, l'emissione obbligazionaria non era stata assoggettata a *rating*. Il *rating* è uno strumento con il quale la collettività viene informata sul merito di credito di un determinato soggetto. Nel caso di società altamente indebitate il *rating* è basso e ciò scoraggia gli investimenti. Il mercato è disponibile a finanziare il soggetto con *rating* basso solo a fronte della promessa di alti interessi. Si crea però - in questo modo - un circolo vizioso, nel senso che proprio chi è maggiormente indebitato deve affrontare un costo del danaro maggiore e, sotto questo profilo, aumenta ulteriormente il rischio d'insolvenza.

Inoltre l'*offering circular* evidenziava il rischio-liquidità. Uno dei pericoli maggiori che gli strumenti finanziari possono presentare è la difficoltà a essere ceduti in pendenza del prestito obbligazionario. Le obbligazioni vincolano il sottoscrittore per un certo lasso di tempo. Durante questo periodo possono verificarsi circostanze di varia natura che inducono chi ha sottoscritto le obbligazioni a venderle. Il problema è però quello di trovare un acquirente. Normalmente un compratore si trova, ma il prezzo che è disponibile a pagare potrebbe essere molto più basso del prezzo originario di sottoscrizione, con una rilevante perdita in capo al primo obbligazionista. Nel caso di specie tutti questi rischi erano evidenziati nella *offering circular* di cui però il cliente non ottenne copia.

Infine il cliente non era stato informato relativamente al fatto che la società che aveva emesso le obbligazioni era una società estera facente parte del gruppo Cirio e non la società Cirio italiana svolgente l'attività industriale vera e propria (7). Si badi bene che questa circostanza, che potrebbe apparire *prima facie* di scarsa importanza, riveste invece un ruolo decisivo sotto diversi profili. Il ricorso difatti a veicoli stranieri per l'emissione di obbligazioni è spesso indicativa proprio delle difficoltà finanziarie dell'emittente. Questi, non riuscendo a rispettare la stringente normativa italiana cui si è accennato sopra (art. 2412 comma 1 c.c.), deve trovare un altro ordinamento più "lassista" per emettere le obbligazioni, ossia un siste-

ma in cui non è previsto in via cogente un severo rapporto fra risorse proprie e livello di indebitamento verso terzi. Si tratta proprio di ciò che è avvenuto nel caso di specie: basti pensare che il capitale dell'emittente era di € 126.000, irrisorio a fronte del valore delle obbligazioni emesse.

In definitiva l'informativa della banca è stata carente sotto vari profili. Complessivamente la Corte di appello di Milano accerta che l'acquisto delle obbligazioni Cirio risultava essere un'operazione altamente rischiosa e, sul complesso di circostanze che rendevano l'operazione rischiosa, l'intermediario non ha fornito informazioni adeguate. Queste omissioni configurano violazione di disposizioni di legge (oltre che di regolamento). In particolare si ha una violazione dell'art. 21 comma 1 lett. b TUF, secondo cui i soggetti abilitati devono "acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati". Nel caso di specie l'intermediario non ha informato in modo adeguato sulle caratteristiche degli strumenti finanziari venduti.

Il legislatore pretende che i clienti siano "adeguatamente" informati. Ciò significa che non è sufficiente fornire informazioni generiche, ma è necessario soddisfare il bisogno informativo dei destinatari nel caso concreto. La Corte di cassazione ha chiarito che l'informativa deve essere ritagliata sulle esigenze del singolo investitore (8).

Conseguenze della inosservanza di doveri informativi

Accertata l'inosservanza di un dovere informativo facente capo all'intermediario finanziario, **il compito del civilista è quello di chiedersi quali siano le conseguenze**

Note:

(segue nota 6)

informazione, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 1092 ss.; Caggiano, *I doveri d'informazione dell'intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazione e rimedi*, in *Dir. giur.*, 2006, 453 ss.; Crescimanno, *Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra code de la consommation e code civil*, in *Eur. dir. priv.*, 2008, 483 ss.; Greco, *Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1140 ss.; Panzini, *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra culpa in contrahendo e responsabilità professionale*, in *Contr. impr.*, 2007, 982 ss.; Ticozzi, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2007, 363 ss.

(7) Sull'emissione di obbligazioni tramite veicoli esteri cfr. Sangiovanni, *Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell'art. 100 bis TUF*, in *Giur. it.*, 2008, 2889 ss.; Sangiovanni, *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100-bis TUF*, in *Danno resp.*, 2008, 965 ss.; Viglione, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2008, 43 ss.; Viglione, *Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100 bis T.U.F.: quale tutela per l'investitore non professionale?*, in *Contr. impr.*, 2008, 55 ss. Sui profili di diritto internazionale privato e comunitario in materia di emissione di obbligazioni sia consentito il rinvio a Sangiovanni, *Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario*, in *Società*, 2007, 547 ss.

(8) Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, in *Foro it.*, 2009, I, 189 ss., con nota di Scoditti.

di tale violazione. Il legislatore comunitario, che ha introdotto le norme di comportamento delle banche, non ha definito quali siano i rimedi per il caso d'inosservanza di tali regole. Dal punto di vista del diritto europeo ciò è comprensibile, in quanto le direttive comunitarie devono trovare applicazione in tutti i Paesi membri e - dal momento che le tradizioni giuridiche dei singoli Stati variano parecchio da ordinamento a ordinamento - sarebbe stato difficile pre-determinare e imporre a tutti lo stesso tipo di sanzione civilistica.

Mentre, però, il legislatore comunitario è a ragione silente sul punto, quello italiano avrebbe potuto adottare un approccio diverso e individuare espressamente la sanzione appropriata. La legge italiana invece, diversamente da quanto succede in altri ordinamenti (9), non si è premurata di stabilire espressamente quali siano le conseguenze delle inosservanze delle norme di comportamento degli intermediari finanziari. I recenti interventi legislativi sarebbero stati un'utile occasione per fare chiarezza al riguardo, ma - anche ora - il legislatore non indica quale sia il rimedio appropriato per l'inosservanza delle regole di condotta.

L'interprete si trova allora dinanzi a un "buco nero", che deve riempire usando i principi generali del diritto civile. E l'interprete è, *in primis*, il giudice civile chiamato a decidere di specifiche controversie fra investitori e intermediari finanziari. Anche la sentenza in commento si trova pertanto dinanzi alla questione di quale sia il rimedio appropriato a fronte della violazione di norme di comportamento e afferma che la sanzione corretta è la risoluzione del contratto. Chi scrive aderisce nella sostanza a questa impostazione.

Andando con ordine, si può rilevare che le ragioni per cui si può chiedere la nullità di un contratto, di un qualsiasi contratto (e dunque anche di un contratto d'intermediazione finanziaria), sono le più diverse. Il catalogo delle cause di nullità è contenuto nell'art. 1418 c.c. Nello specifico contesto dei contratti d'intermediazione finanziaria vengono in particolare considerazione due possibili ipotesi di nullità del contratto: 1) per contrarietà a norma imperativa (art. 1418 comma 1 c.c.) (10); 2) per mancanza di forma (art. 1418 comma 2 c.c. in relazione all'art. 1325 c.c.) (11).

Con riferimento alla possibile contrarietà a disposizioni cogenti, la legge stabilisce che "il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative, salvo che la legge disponga diversamente" (art. 1418 comma 1 c.c.).

Cosa si intende per disposizione "imperativa" ai sensi dell'art. 1418 comma 1 c.c.?

Al riguardo è utile partire dalla considerazione che, nella materia dell'intermediazione finanziaria, si rinven- gono sia disposizioni finalizzate alla tutela d'interessi pubblici sia norme preposte alla tutela d'interessi privati. Limitandoci, per ragioni di semplificazione, al particolare contesto delle norme di comportamento degli intermediari finanziari, va menzionato l'art. 21 comma 1 lett. a TUF, dove si stabilisce che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati". "Interesse dei clienti" e "integrità dei mercati" esprimono, rispettivamente, il profilo privatistico e quello pubblicistico. Si tratta di due obiettivi che convivono nella materia in esame. Ai fini che qui in-

teressano si deve pertanto rilevare che la legge stabilisce espressamente che le norme di comportamento degli intermediari finanziari sono finalizzate anche alla realizzazione di interessi pubblici (oltre che di interessi dei singoli investitori).

Chi scrive condivide pertanto quanto ha stabilito la Corte di cassazione nelle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007, secondo cui l'art. 21 TUF va considerato come una disposizione imperativa, alla luce degli interessi di carattere pubblicistico che intende tutelare (12).

Alcune precedenti sentenze di legittimità hanno stabilito che la nullità del contratto può realizzarsi indipendentemente da una previsione espressa in tale senso. Ad esempio nel 2001 la Corte di cassazione ha deciso che, in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418 comma 1 c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompa-

Note:

(9) Ad esempio nell'ordinamento austriaco si prevede espressamente che l'inosservanza delle norme di comportamento dell'intermediario finanziario fa sorgere l'obbligo di risarcire il danno. Al riguardo sia consentito rinviare a Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario finanziario nel diritto austriaco sullo sfondo del diritto comunitario e un suggerimento al legislatore italiano*, in *Danno resp.*, 2006, 1182 ss.

(10) In materia di nullità del contratto nel rapporto fra cliente e banca per inosservanza di disposizione imperativa cfr. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno resp.*, 2005, 604 ss.; Roppo-Afferni, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno resp.*, 2006, 25 ss.; Sangiovanni, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *i Contratti*, 2007, 243 ss.; Sangiovanni, *Sollecitazione all'investimento, nullità del contratto e frode alla legge*, in *Giur. mer.*, 2006, 1389 ss.

(11) Della nullità del contratto d'intermediazione finanziaria (e/o dei successivi ordini) per difetto di forma non ci si può occupare in questa sede. In tema cfr. Barengi, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta*, in *Giur. mer.*, 2007, 59 ss.; Morandi, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. contr.*, 2008, 919 ss.; Pontiroli-Duvia, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 151 ss.; Sangiovanni, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 1682 ss.; Sangiovanni, *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, in *i Contratti*, 2008, 653 ss.; Sangiovanni, *Contratto di negoziazione, forma convenzionale e nullità per inosservanza di forma*, in *i Contratti*, 2007, 778 ss.; Sangiovanni, *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, in *i Contratti*, 2006, 966 ss.; Sangiovanni, *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in questa Rivista, 2006, 737 ss.

(12) Fra l'altro la natura pubblicistica trova riscontro nel fatto che le inosservanze delle norme di comportamento sono punite con sanzioni amministrative. V. in particolare l'art. 190 comma 1 TUF, che prevede l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria da € 2.500 a € 250.000 in caso di violazione, fra le altre disposizioni, dell'art. 21 TUF.

gna una previsione di nullità (13). Si tratta del fenomeno della nullità c.d. "virtuale", che prescinde cioè dall'espressa statuizione che la inosservanza di una certa disposizione comporta nullità. La nullità per contrarietà all'art. 21 TUF può dunque, astrattamente, verificarsi anche in assenza di una previsione espressa che sancisca che tale norma è imperativa.

Ciò premesso, bisogna però distinguere nettamente fra il contenuto del contratto e il comportamento della banca. La confusione fra questi due elementi è stata la fonte delle incertezze che hanno caratterizzato la giurisprudenza di merito prima dell'intervento delle Sezioni Unite. Se è la sola condotta dell'intermediario a violare disposizioni imperative, ciò non determina nullità del contratto. L'art. 1321 c.c. recita: "il contratto è l'accordo di due o più parti per costituire, regolare o estinguere tra loro un rapporto giuridico patrimoniale". Nullo può essere solo il "contratto", vale a dire il risultato dell'accordo dei contraenti, non il "comportamento" di una delle parti. Un esempio aiuta a chiarire il concetto che si intende esprimere. Se le parti inserissero nel contratto d'intermediazione finanziaria una clausola in contrasto con l'art. 21 TUF, tale pattuizione sarebbe nulla per violazione di disposizione imperativa. Si immagini che la banca e il cliente introducano nel testo contrattuale una pattuizione che dispensa l'intermediario dall'acquisire le informazioni necessarie dagli investitori e dall'operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati. Questa previsione sarebbe in chiaro contrasto con il tenore letterale dell'art. 21 comma 1 lett. b TUF. Siccome questa disposizione di legge è imperativa in quanto tutela interessi pubblici, tale clausola sarebbe nulla. Ma la situazione tratteggiata è radicalmente differente da quella riconducibile a un comportamento (unilaterale) illegittimo della banca. Le condotte scorrette delle parti (e segnatamente dell'intermediario) non entrano a far parte del programma contrattuale. Non vi è accordo sul punto e, dunque, non vi è - al riguardo - contratto. Ne consegue che non vi può essere nullità.

Rimane dunque da concludere nel senso che l'omissione d'informazioni da parte dell'intermediario finanziario costituisce inadempimento degli obblighi assunti con il contratto-quadro. Da tale inadempimento discende l'obbligo di risarcire il danno e, nel caso in cui l'inadempimento sia grave, la risoluzione del contratto.

Alcune chiose alla sentenza della Corte di appello di Milano

Alcuni passaggi della sentenza della Corte di appello di Milano meritano di essere evidenziati e commentati in modo specifico.

Anzitutto, richiamandosi alla sentenza della Corte di cassazione n. 17340 del 2008, l'autorità giudiziaria milanese afferma che gli obblighi informativi degli intermediari finanziari - in considerazione dell'esistenza di una disposizione come l'art. 21 comma 1 lett. b TUF - sono più intensi di quelli che altrimenti risulterebbero dalla applicazione del canone generale di correttezza.

Questa affermazione non riesce a convincermi del tutto, in quanto **la sola applicazione dei canoni generali dovrebbe essere** - ad avviso di chi scrive - **sufficiente a fondare precisi doveri informativi degli intermediari finanziari**. Basterà qui menzionare la disposizione secondo cui "le parti, nello svolgimento delle trattative e nella for-

mazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede" (art. 1337 c.c.) e quella secondo cui "il contratto deve essere eseguito secondo buona fede" (art. 1375 c.c.). Dunque: sia nella fase formativa del contratto (quella che precede la sua conclusione) sia nella fase esecutiva del contratto (quella che segue la sua conclusione) sussiste un dovere di buona fede. La buona fede implica necessariamente un comportamento di appropriata raccolta e dazione d'informazioni da parte dell'intermediario.

Questo deve valere, a maggior ragione, se si riflette sulla natura di soggetto professionale della banca. La diligenza che deve connotare il suo comportamento è quella di cui all'art. 1176 comma 2 (e non comma 1) c.c. (14). Un comportamento diligente in un contesto professionale caratterizzato da alta tecnicità come quello della intermediazione finanziaria non può prescindere da un'adeguata informativa ai clienti. Di conseguenza non mi pare che sia vero (o quantomeno che necessiti di una precisazione) quanto afferma la Corte di appello di Milano (e prima di essa la Corte di cassazione).

Altre osservazioni contenute nella sentenza in commento che meritano particolare menzione sono quelle relative alla **natura del servizio d'investimento prestato**. L'intermediario ha difatti cercato di difendersi affermando che il tipo di servizio prestato (consistente nella mera esecuzione degli ordini dell'investitore) non esige un livello particolarmente alto di diligenza. La Corte di appello di Milano, richiamandosi alla sentenza della Corte di cassazione n. 17340 del 2008, nega che rilevi il tipo di servizio prestato.

Un'eccezione si ha nel caso di operatori qualificati (15). La definizione di operatore qualificato era conte-

Note:

(13) Cass. 7 marzo 2001, n. 3272. Ma già molti anni prima Cass. 13 maggio 1977, n. 1901, aveva stabilito che l'ipotesi di nullità del contratto per contrarietà a norme imperative si verifica indipendentemente da una espressa cominatoria della sanzione di nullità nei singoli casi. La norma dell'art. 1418 c.c. esprime un principio generale, essendo rivolta a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione di precetti imperativi non si accompagna una specifica previsione di nullità. In tali casi unico compito del giudice è quello di stabilire se la norma o le norme contraddette dall'autonomia privata abbiano carattere imperativo, siano - cioè - dettate a tutela dell'interesse pubblico.

(14) Secondo l'art. 1176, comma 2, c.c. "nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata".

(15) La nozione di operatore qualificato è al centro dell'ampio contenzioso in materia di contratti derivati degli ultimi anni. Per un approfondimento di questa materia cfr. Aa.Vv., *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, a cura di Sirotti Gaudenzi, Santarcangelo di Romagna, 2009; Bruno, *Derivati OTC e incompatibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in questa Rivista, 2008, 1261 ss.; Fiorio, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss.; Motti, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008, 1167 ss.; Piras, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219 ss.; Salatino, *Contratti di swap. Dall'"operatore qualificato" al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni "autore" (segue)*

nuta nell'art. 31 reg. n. 11522 del 1998 e il cliente persona fisica non rientra in tale definizione. La Corte di appello di Milano, nel caso di specie, esclude che l'investitore possa essere considerato operatore qualificato. Richiamandosi alla sentenza n. 17340 del 2008 della Corte di cassazione, l'autorità giudiziaria milanese afferma che non rientra nella categoria di operatore qualificato chi abbia in precedenza occasionalmente investito in titoli a rischio. In effetti l'art. 31 comma 2 reg. n. 11522 del 1998 richiede il "possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari". Tale competenza deve essere "specificata" e non può pertanto risultare dal compimento di singole operazioni (anche a rischio elevato). Ad avviso di chi scrive, per negare la natura di operatore qualificato in capo all'investitore nel caso specifico affrontato dalla Corte di appello sarebbe bastato rilevare come il risparmiatore fosse una persona fisica. Operatori qualificati ai sensi dell'art. 31 comma 2 reg. n. 11522 del 1998 possono invece essere solo società o persone giuridiche.

La Corte di appello di Milano si sofferma poi sulla **nozione di gravità dell'inadempimento**. Come è noto, "il contratto non si può risolvere se l'inadempimento di una delle parti ha scarsa importanza, avuto riguardo all'interesse dell'altra" (art. 1455 c.c.). Al fine di evitare la risoluzione, la difesa della banca ha argomentato nel senso che l'inosservanza di doveri informativi non configura un inadempimento grave. Questa argomentazione della banca non viene accettata dall'autorità giudiziaria milanese, la quale invece rileva come l'assenza d'informazioni sia stata determinante del consenso prestato dall'investitore.

L'argomentazione della Corte di appello di Milano è condivisibile. Vi è tuttavia da chiedersi se il fatto di avere determinato il consenso dell'investitore non debba fare ritenere più appropriato il rimedio dell'annullamento del contratto rispetto a quello della risoluzione. La banca non informa adeguatamente sulla natura degli strumenti finanziari acquistati. Così facendo determina un errore in capo all'investitore, il quale crede di acquistare un titolo sicuro mentre acquista un titolo a rischio. Si tratta di un errore essenziale ai sensi dell'art. 1429 c.c., in quanto cade su una qualità dell'oggetto (la rischiosità dello strumento finanziario comprato) che deve ritenersi determinante del consenso.

Ma allora qual è il rimedio corretto per il caso di omissione o carenza d'informazioni da parte dell'intermediario finanziario: l'annullamento o la risoluzione? La risposta a questa domanda dipende essenzialmente dal momento in cui viene posto in essere il comportamento scorretto della banca: se l'omissione si colloca prima della conclusione del contratto d'intermediazione finanziaria, il rimedio appropriato è l'annullamento; se l'omissione si colloca dopo la conclusione del contratto, il rimedio è la risoluzione. Questa è la linea argomentativa sostenuta, a ragione, dalla Corte di cassazione nelle sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007.

Bisogna tuttavia distinguere fra il contratto di intermediazione finanziaria (o contratto-quadro) e le successive operazioni di investimento o disinvestimento. Anche le successive operazioni rappresentano dei contratti, di natura diversa - però - dal contratto d'intermediazione finanziaria. Si può trattare di un contratto di vendita (se l'intermediario finanziario è già proprietario degli strumenti finanziari) oppure di un contratto di commissione

(se l'intermediario non è originariamente proprietario dei titoli, ma deve prima recuperarli sul mercato). Anche in relazione alle singole operazioni d'investimento successive alla conclusione del contratto-quadro è possibile esperire i rimedi generali che l'ordinamento giuridico riconosce: annullamento oppure risoluzione. A ragione la sentenza della Corte di appello di Milano in commento conferma la sentenza di primo grado, la quale aveva dichiarato risolto un singolo "contratto-ordine" (e non l'intero rapporto d'intermediazione finanziaria intercorso fra le parti).

Degne di nota sono infine le statuizioni della Corte di appello di Milano in materia di lucro cessante. La sentenza in commento difatti, oltre a pronunciare la risoluzione di un'operazione d'investimento, condanna la banca a risarcire il danno. La disposizione di riferimento è l'art. 1453 comma 1 c.c., secondo cui "nei contratti con prestazioni corrispettive, quando uno dei contraenti non adempie le sue obbligazioni, l'altro può a sua scelta chiedere l'adempimento o la risoluzione del contratto, salvo, in ogni caso, il risarcimento del danno".

Ma quale danno può essere risarcito? La soluzione della Corte di appello di Milano è nel senso di affermare che all'investitore spetta il riconoscimento anche del lucro cessante. Il lucro cessante consiste nel guadagno che il risparmiatore sarebbe riuscito a ottenere se, invece di investire in obbligazioni Cirio, avesse investito in altri titoli. L'autorità giudiziaria milanese esamina il paniere degli investimenti effettuati dall'investitore e rileva che il risparmiatore aveva investito in obbligazioni che davano un rendimento medio di circa il 6% all'anno. Ne deduce che, se non avesse investito in obbligazioni Cirio, avrebbe scelto altre obbligazioni con simile rendimento.

Nota:

(segue nota 15)

ferenziali", in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 201 ss.; Sangiovanni, *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giur. mer.*, 2009, 1516 ss.; Sangiovanni, *Contratti derivati e dichiarazione del rappresentante legale*, in questa *Rivista*, 2008, 41 ss.; Sangiovanni, *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *i Contratti*, 2007, 1093 ss.; Sesta, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoreponsabilità del dichiarante*, in *Corr. giur.*, 2008, 1751 ss.