U.D.A.I. - Unione Degli Avvocati d'Italia

Aderente alla "Consulta per la Giustizia Europea dei diritti dell'Uomo"

Sezione di Barletta- Andria - Trani

CONVEGNO NAZIONALE

"Crisi economica e mercato del credito: profili giuridici, economici e deontologici"

24-25 Febbraio 2012 Hotel " LA TERRAZZA " – BARLETTA

"Il risparmio come bene giuridicamente tutelabile: individuazione delle garanzie e degli organi a tutela del consumatore. Controllo del mercato finanziario. Responsabilità e profili risarcitori."

Rel.: dott. Luciano Guaglione

Consigliere Corte di Appello di Bari

SOMMARIO: 1.- Premessa: evoluzione economica, processi di oggettivazione del contratto ed esigenze di nuovi strumenti di tutela del contraente debole rispetto a quelli approntati dal codice civile del 1942 – 2.- Il quadro normativo di tutela del risparmiatore-investitore – 3. La vigilanza sui soggetti abilitati all'intermediazione finanziaria - 4.Obblighi informativi e prescrizioni formali relativi ai servizi finanziari: a) Principi generali in materia di servizi di investimento - b) Obblighi di informativa, classificazione della clientela e adeguatezza delle operazioni - c) Il contratto quadro ed i singoli contratti di investimento - 5. Le conseguenze giuridiche della violazione delle prescrizioni formali.

1.- Premessa: la tutela del contraente debole dal codice civile del 1942 al Codice del Consumo.

Il settore dell'intermediazione finanziaria costituisce emblematicamente il banco di prova dell'illusione liberal ottocentesca del contratto quale espressione di uguaglianza formale dei paciscenti, in grado di influire con poteri paritetici sulla determinazione del contenuto contrattuale sì da giustificare l'astensione dei pubblici poteri da ogni interferenza sulla dinamica contrattuale essendo i privati in grado di ricercare da soli l'equilibrio contrattuale.

Il modello legale di formazione del contratto definito dall'art. 1326 c.c., ispirato a quel modello, presuppone piena libertà di iniziativa e di determinazione del contenuto del contratto, generalmente frutto di **trattative** nel corso delle quali le parti discutono di ogni elemento del futuro regolamento contrattuale e ciascuna di esse cerca di ottenere le condizioni più vantaggiose per sé (cd. contratto isolato).

E' uno schema che valorizza, per così dire, la **parità dei poteri contrattuali delle parti**, sul presupposto che le stesse si trovino su un piede di parità economica (entrambi grandi imprese o comuni privati di analoga condizione economica) e possano, perciò, "mercanteggiare" ciascuna clausola del contratto.

E' un modello ancorato ad una **concezione soggettiva del contratto funzionale ad un sistema economico individualistico**, relativamente chiuso e poco dinamico (in cui gli scambi erano ben ponderati e conservavano un certo carattere personale), in gran parte dominato dal settore primario, quale era il sistema economico capitalistico del primo ottocento, non ancora giunto all'apice del suo sviluppo. Ma dai tempi del *laisser-faire* - dall'epoca classica del liberismo economico e del liberalismo politico - le società occidentali sono state investite da profondissime trasformazioni di ordine economico, sociale e politico, che hanno a loro volta inciso in modo significativo sull'istituto contrattuale.

Con l'avvento di una economia capitalistica altamente sviluppata, caratterizzata da produzione e consumi di massa e dunque da un elevato volume degli scambi, qual è stata

l'economia industriale del ventesimo secolo, **il contratto ed il diritto dei contratti hanno attraversato un processo di "oggettivazione"** caratterizzato dalla progressiva erosione del ruolo e della importanza della volontà dei contraenti, intesa come momento psicologico della iniziativa contrattuale.

In un sistema contrassegnato da produzione, distribuzione e consumi di massa, il primo imperativo è quello di garantire la celerità delle contrattazioni, la sicurezza e la stabilità dei rapporti: l'esercizio professionale di un'attività economica comporta, infatti, l'esistenza di una struttura a carattere imprenditoriale, standardizzata, anche di grandi dimensioni che impone all'individuo le proprie regole.

Non si può ritenere, pertanto, che i soggetti operino sempre su di un piano di parità. Di contro, allo stato attuale, si registra una **generale situazione di asimmetria fra le parti**, che emerge non solo nella loro **diversa forza economica**, ma anche nell'**accesso alle informazioni** necessarie affinché le trattative si svolgano in conformità al principio di buona fede.

Una clamorosa manifestazione della spersonalizzazione dei rapporti contrattuali e di automatismo nell'attività diretta a costituirli è offerta dalla prassi della **contrattazione standardizzata,** che opera sul piano della tecnica di formazione del contratto e che incide sulla stessa libertà contrattuale, limitandola o restringendola in relazione alla determinazione del contenuto contrattuale.

L'aver concepito il fenomeno in termini generalissimi (come dimostra l'inserimento degli artt. 1341 e 1342 c.c. nella sez. I del capo II del titolo II "Dei contratti in generale" del libro IV "Delle obbligazioni" del codice civile, anzichè nel libro V del "Lavoro") non esclude che si tratti della più **macroscopica manifestazione della c.d. "commercializzazione del diritto privato**", della tendenza cioè ad improntare il diritto privato ad esigenze manifestatesi nel settore delle imprese.

Non è facile immaginare operazioni contrattuali concluse sulla base di condizioni generali, di formulari o moduli standard nelle quali almeno uno dei contraenti non sia *imprenditore*: trattasi indubbiamente di una tecnica procedimentale di conclusione del contratto funzionale alle esigenze della grande impresa, per la quale sarebbe praticamente impossibile trattare tutti i punti del regolamento contrattuale con ciascun consumatore e utente dei propri prodotti e servizi.

La celerità del fenomeno produttivo esige, dunque, forme giuridiche adeguate, idonee cioè a garantire la rapidità degli scambi.

Schemi fortemente tipizzati regolano le transazioni di borsa come pure i contratti bancari, essendo rigidamente uniformi le condizioni alle quali le banche e gli intermediari finanziari trattano affari con i loro clienti.

Storicamente l'inadeguatezza della tutela formale dell'aderente apprestata dagli artt. 1341 e 1342 c.c. ha fatto emergere l'esigenza di un **controllo sostanziale sul contenuto del contratto**, in una logica opposta a quella liberale classica di astensione dei pubblici poteri da ogni ingerenza nell'autonomia privata, e di un ritorno al **neo-formalismo negoziale,** e cioè da una marcata tendenza legislativa ad imporre vincoli formali in deroga al principio generale di libertà delle forme negoziali.

La maggior parte degli interventi normativi che, a partire dagli anni Novanta, hanno rafforzato la tutela dei consumatori e degli utenti è stata determinata dal **recepimento di direttive comunitarie.**

Così, sono state adottate disposizioni sulla pubblicità ingannevole (d.lgs. 25 gennaio 1992 n. 74, d.lgs. 25 febbraio 2000 n. 67, d.lgs. 6 aprile 2005 n. 49), sui contratti negoziati fuori dai locali commerciali (d.lgs. 15 gennaio 1992, n. 50), sulle clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori (l. 6 febbraio 1996, n. 52), sui diritti dei consumatori e degli utenti (l. 30 luglio 1998 n. 281), sulla responsabilità per danno da prodotti difettosi (d.p.r. 24 maggio 1998, n. 224 e d.lgs. 2 febbraio 2001 n. 25), sulla protezione dei consumatori in materia di contratti a distanza (d.lgs. 22 maggio 1999, n. 185), sull'informazione dei consumatori e sull'indicazione dei prezzi (l. 10 aprile 1991 n. 126 e d.lgs. 25 febbraio 1000 n. 84), sull'azione inibitoria a tutela degli interessi dei consumatori (d.lgs. 23 aprile 2001 n. 224), sulle garanzie di consumo (d.lgs. 2 febbraio 2002, n. 24) e sulla sicurezza generale dei prodotti (d.lgs. 21 maggio 2004 n. 172).

Successivamente, con un intervento di carattere organico e generale, tali disposizioni sono state raccolte e riordinate nel decreto legislativo 6 settembre 2005 n. 206, contenente il **Codice del consumo.**

A queste norme a carattere orizzontale si affiancano numerose disposizioni settoriali: nel **testo unico bancario**, nel **testo unico della finanza**, nel **codice delle assicurazioni**, nella disciplina dei vari servizi di interesse economico generale, nella normativa in materia di prodotti alimentari, nel settore dei servizi turistici[1].

Il principio della tutela del consumatore ha così assunto una valenza primaria all'interno dell'ordinamento, tanto da assurgere a canone di ordine pubblico che –

[1] Sulla tutela del consumatore nel Codice del consumo e nelle discipline di settore, v. *amplius*, GUAGLIONE, *Studi e Approfondimenti*, vol. II, *Il contratto*, Roma, 2011, cap. VI e VII.

superando la tradizionale essenza di mero "limite" dell'autonomia negoziale – diviene, attraverso una serie di interventi di protezione del contraente economicamente debole, "**ordine pubblico di protezione**" volto a perseguire, mediante lo strumento negoziale, una politica di ricerca dell'equilibrio giuridico nei rapporti negoziali non conclusi fra imprenditori.

2- Il quadro normativo di tutela del risparmiatore-investitore.

Nello specifico settore degli investimenti finanziari è ancora di estrema attualità il dibattito in merito alle tutele previste dalla legge per il pubblico risparmio: i noti dissesti finanziari verificatisi negli ultimi anni (lo Stato argentino, Cirio, Parmalat, solo per citare i più importanti) e le conseguenti cause intentate dai risparmiatori nei confronti degli intermediari (quasi sempre istituti di credito) hanno alimentato un dibattito dottrinale e giurisprudenziale quanto mai vivo.

In questo settore il contraente debole è un soggetto (il risparmiatore) che si trova alle prese con **prodotti del tutto particolari**[2]: non cose fisicamente identificabili, che sia possibile pesare o toccare, ma beni la cui capacità di rispondere alle esigenze per le quali li si ricerca dipende da fattori non immediatamente evidenti ed il cui valore è percepibile davvero solo se si abbia conoscenza di realtà sottostanti, a condizione di sapersi muovere all'interno di un complesso sistema di segnali in grado di orientare razionalmente le scelte di mercato.

Questo fa sì che inevitabilmente per potersi rendere conto di ciò che si acquista, quando si sottoscrive un prodotto finanziario, **occorre disporre di un certo grado di competenza**, più o meno elevato a seconda delle specifiche caratteristiche del prodotto, che il cittadino comune non ha quasi mai. I **rapporti** che si instaurano intorno a questo genere di prodotti sono perciò assai sovente **asimmetrici**: uno dei soggetti del rapporto - il cosiddetto risparmiatore, o forse meglio dovremmo dire l'investitore - si trova in una condizione di minore consapevolezza rispetto alla controparte. Questa è la ragione fondamentale per cui la normativa emanata in materia tende (o almeno dichiara di tendere) a rinforzare la posizione contrattuale e ad accrescere le garanzie dell'investitore, inteso appunto come soggetto che - pur se in grado e misura differenti a seconda delle circostanze - in via di massima ha bisogno di una speciale tutela.

[2] In senso tecnico contratti finanziari sono quelli che le società stipulano (emettendo azioni, obbligazioni, ecc.) con i risparmiatori per ottenere risorse finanziarie da investite nelle loro attività di impresa.

La normativa alla quale alludo ha il proprio punto di riferimento più alto nel dettato costituzionale, ed in specie nell'espresso richiamo alla tutela del risparmio contenuto nell'**art. 47 della Costituzione** ("*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito*"), che sin dal dopoguerra ha ispirato molte leggi della Repubblica.

L'art. 47 della Costituzione disciplina la **raccolta del risparmio fra il pubblico** sotto ogni forma e **l'esercizio del credito**, quali funzioni di interesse generale[3].

Tale articolo e' l'ultimo del Titolo III dedicato ai rapporti economici e rientra tra le disposizioni che contengono specificazioni della costituzione economica per la parte relativa all'impresa e alla proprieta'. **Il risparmio oggetto di attenzione e' quello che si forma presso le famiglie, quale porzione del reddito non consumato**. Soltanto attribuendo tale significato al risparmio nel contesto dell'art. 47 si possono concepire i problemi del suo incoraggiamento e della sua tutela, indirizzi che sarebbero inconsistenti se riferiti al risparmio quale aggregato del reddito nazionale, grandezza macroeconomica speculare all'investimento.

E' soprattutto il **risparmio finanziario** che dà origine ai problemi della disciplina della raccolta del risparmio fra il pubblico.

La parola **credito** viene intesa, in senso ampio, come corrispondente ad attività finanziarie e comprende tutte quelle forme di investimento finanziario, anche partecipativo e di rischio, come le azioni e i titoli di credito partecipativi, rappresentativi della proprietà aziendale, ma trattati come crediti a lungo termine.

Il risparmio finanziario che si forma presso le famiglie rappresenta per gli operatori un credito nei confronti del settore che lo utilizza.

Tuttavia, non sembra questo il significato da dare alla parola credito nel contesto della disposizione costituzionale. **E' piuttosto da ritenere che il credito oggetto di disciplina, coordinamento e controllo sia quello esercitato professionalmente dagli intermediari finanziari**, cioe' da imprese le cui attivita' e passivita' sono rappresentate in via principale da attivita' e passivita' finanziarie.

La Costituzione si riferisce al credito come **esercizio dell'attivita' creditizia**; impiega appunto la parola esercizio del credito e punta l'attenzione su operatori professionali che intermediano il risparmio raccolto o comunque i capitali finanziari disponibili nell'ero-

[3] Cfr. VISENTINI, voce *Credito e Risparmio, Enc. Treccani*, Roma, 1991; LENTI, *Risparmi*o, in *Nss. Dig. It.*, vol. XVI, Torino, 1969.

gazione del credito: in effetti soltanto le attivita' professionali acquistano l'importanza che ne giustifica speciali regimi.

Dunque il risparmio e' tutelato in tutte le sue forme; il credito e' disciplinato, coordinato e controllato soltanto se erogato da intermediari professionali (credito indiretto) .

L'art. 47 non pone regole di comportamento vincolanti per specifici e individuati destinatari, pubblici o privati, bensì appartiene alla categoria degli articoli che enunciano principi morali e valori politici. E' dunque alla **legislazione ordinaria** che si deve aver riguardo per stabilire i principi del sistema finanziario privato e dell'intermediazione creditizia, cioe' del mercato finanziario.

È però soprattutto a partire dagli anni novanta del secolo scorso - ed in particolare dalla legge n. 1 del 1991, che per prima ha previsto e disciplinato le società d'intermediazione mobiliare (Sim), proseguendo col d.lgs. n. 415 del 1996, che ha meglio adeguato quella disciplina ai canoni europei ed ha abbozzato una nuova regolamentazione del mercato, fino al c.d. Testo unico della finanza (d.lgs. n. 58 del 1998), che ha risistemato in un triplice quadro la disciplina degli intermediari, dei mercati e degli emittenti di prodotti finanziari - che **il legislatore sembra aver colto l'importanza di una regolamentazione organica e completa dei diversi fattori operanti nei mercati finanziari**, nel duplice intento di porre quello italiano in condizione di concorrere con i mercati degli altri principali paesi industrializzati e di svincolare la nostra imprenditoria da fonti di finanziamento unicamente (o prevalentemente) bancarie.

Tra i più recenti interventi normativi varati a seguito di scandali finanziari, prima, e crisi sistemiche, poi, e volti a **ripristinare la fiducia** nel corretto funzionamento del mercato finanziario e nella capacità delle istituzioni chiamate dall'ordinamento a svolgere tale importante funzione a garantire l'effettiva tutela degli interessi dei partecipanti al mercato finanziario (siano essi operatori, investitori, risparmiatori) si segnalano la **legge n. 262/05** (recante *Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*) e, a ruota, una **serie di provvedimenti in recepimento di direttive comunitarie** in materia di servizi di investimento, prospetto informativo, abuso di informazioni privilegiate e offerte pubbliche di acquisto, revisione contabile e obblighi di trasparenza delle società quotate, che hanno modificato sia la stessa legge in materia di tutela del risparmio sia, in particolare, ma non soltanto, il Tuf.

Le disposizioni introdotte nell'ordinamento italiano con il Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e i successivi provvedimenti

attuativi emanati dalla Banca d'Italia e dalla Consob hanno subito ulteriori importanti modifiche in virtù del recepimento nell'ordinamento italiano della Direttiva 2004/-39/CE, **c.d. direttiva MIFID** (*Market in Financial Instruments Directive*).

La direttiva è nata con lo scopo di **creare un mercato unico dei servizi finanziari in Europa**. Agli investitori è stata data la possibilità di investire e alle imprese di investimento la possibilità di prestare servizi di investimento **a livello transfrontaliero**, in modo più semplice e soprattutto a condizioni identiche in tutti gli Stati della Comunità.

E stato introdotto il passaporto europeo: l'autorizzazione a prestare i servizi di investimento deve essere rilasciata in via esclusiva dal paese di origine.

La MIFID ha tra i suoi **obiettivi principali** quello di **creare un ambiente finanziario competitivo e armonizzato** per i mercati regolamentati, le imprese di investimento nonché quello di **rafforzare la protezione degli investitori** (best execution), **l'efficienza e l'integrità dei mercati finanziari** stessi, favorendo una maggiore trasparenza ed integrazione delle infrastrutture di negoziazione.

La direttiva Mifid in Italia è stata recepita con il **d.lgs. 17 settembre 2007 n. 164** (entrato in vigore il 10 novembre 2007), che ha modificato in più parti il t.u. della finanza, ampliando (secondo l'ormai acquisito principio di delegificazione alle Autorità di Vigilanza) i poteri regolamentari della Consob e della Banca d'Italia e prevedendo che determinate materie siano oggetto di regolamento congiunto.

Sono così intervenuti, nell'ambito della normativa secondaria, i seguenti provvedimenti di attuazione: la delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16190, che ha adottato il nuovo *Regolamento Intermediari* (contenete una disciplina più attenta a graduare le forme di tutela in base alle diverse tipologie di clienti); la delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16191, che ha adottato il nuovo *Regolamento Mercati*; il Regolamento congiunto Consob/Banca d'Italia, adottato con provvedimento del 29 ottobre 2007; il Regolamento della Banca d'Italia del 29 ottobre 2007, in materia di capitale minimo e operatività all'estero delle Sim e di modalità di deposito e sub-deposito delle disponibilità liquide e degli strumenti finanziari della clientela. Sono poi seguiti ulteriori provvedimenti attuativi del T.U.F. fino alla delibera Consob del 5 aprile 2011, n. 17731.

Al Testo Unico della Finanza sono state apportate, infine, recenti modifiche dalla legge n. 120 del 12 luglio 2011 (pubblicata nella G.U. n. 174 del 28 luglio 2011), in vigore dal 12 agosto 2011.

In definitiva, la legislazione comunitaria sin qui adottata si è basata sul presupposto giuridico di dar vita ad un **mercato unico europeo** anche nel settore dei servizi

finanziari e la tutela del risparmio si è trasformata inevitabilmente in un **ombrello di norme poste a protezione dei risparmiatori/investitori,** considerati alla stregua di consumatori di prodotti e servizi bancari, finanziari e assicurativi[4].

Ne è derivato nell'ordinamento interno un **assetto di regolazione dei mercati finanziari dal volto poliedrico**, in cui la regolamentazione è stata sinora dettata, sostanzialmente, dal diritto comunitario e la 'vigilanza', unitamente alla previsione di sanzioni di natura penale, lasciate, almeno formalmente, agli ordinamenti degli Stati membri.

L'assetto istituzionale di **controllo** è stato adeguato nel tempo alle trasformazioni del mercato finanziario, anche per effetto della globalizzazione, e perfezionato, sulla base dell'esperienza acquisita, con la creazione, tra l'altro, **a livello comunitario**, di comitati come il CESR (Comitato di natura tecnica, composto dai rappresentanti delle Autorità di vigilanza competenti nel settore dei mercati finanziari degli Stati membri) e l' ESC[5] (composto da rappresentanti degli Stati membri, competenti in materia economica e finanziaria) e l'introduzione di limiti all'esercizio del gold plating da parte degli Stati membri[6] ed, **a livello nazionale**, di **modifiche normative** finalizzate a creare un rapporto diretto tra il diritto comunitario e le autorità sia di natura politica, come il Ministero dell'economia e delle finanze, che regolatoria, quali la Banca d'Italia e la Consob, poste dal legislatore statale a presidio del mercato finanziario 'nazionale'.

L'evoluzione incessante degli scenari normativi[7] è conseguenziale alla ontologica instabilità dei prodotti e dei sevizi scambiati nel mercato finanziario, che è continuamente sottoposto a sollecitazioni di diversa natura indotte dal fenomeno della globalizzazione del mercato, dall'innovazione finanziaria e dall'evoluzione della tecnologia informatica verso l'introduzione di forme atipiche di contratti di investimento.

E tali variazioni riflettono gli obiettivi cambiamenti che il risparmio ha subito negli anni scorsi ed ancora sta subendo. In sintesi può dirsi che **l'evoluzione delle attese del risparmio si coglie lungo l'asse che va dalla sicurezza al rendimento**: si è passati lungo questa linea o si va passando (con una certa velocità) da un risparmio-deposito ad un risparmio-investimento (e forse speculazione).

---

[4] Cfr. Commento art. 47 in BARTOLE –BIN, *Commentario breve alla Costituzione*, p. 475.

[5] L'acronimo sta, rispettivamente, per The Committee of European Securities Regulators e The European Securities Committee. Per un approfondimento, , *authorities, governo societario,* Milano, 2007, pp. 11 e ss.

[6] Su quest'ultimo punto v., per un approfondimento, SICLARI, Gold plating e nuovi principi di vigilanza regolamentare sui mercati finanziari, in *www.amministrazioneincammino.it.*

[7] La evoluzione dei mercati e dei prodotti finanziari giustifica la continua produzione normativa a diversi livelli, non solo comunitario ma anche nazionale, dove la regolazione è affidata alla legge ma anche alla (più flessibile) normazione secondaria degli organi di vigilanza.

Il bene primario cui tendeva il "vecchio" risparmio era la ***conservazione*** (soprattutto materiale), accompagnata da una **minima remunerazione** (appena in grado, e neppure sempre, di assicurare altresì un principio di conservazione giuridica del valore del denaro). Oggi, mi sembra, il risparmio sempre più tende verso un diverso bene primario, quello appunto del ***profitto***.

Se prima l'accento si poneva sul grado di certezza della restituzione del proprio danaro, perciò affidato ad un operatore tecnico meritevole soprattutto di fiducia (la banca), oggi l'accento si pone sempre più sul grado di probabilità di guadagno procurato dal proprio danaro, perciò affidato ad un operatore meritevole di considerazione nella misura in cui promette per il futuro (e magari dimostra per il passato) significative *performances* di valorizzazione del risparmio.

Senonchè, secondo una regola indefettibile dei mercati finanziari, lo spostamento in avanti lungo quell'asse, **l'attesa** cioè di **un maggior (e comunque consistente) profitto incide sulla sicurezza della conservazione, comporta cioè inevitabilmente l'aumento del grado di rischio** (il rischio di non conseguire i profitti promessi ed attesi, ma anche il rischio di perdere in tutto o in parte lo stesso capitale investito).

Al bisogno di sicurezza l'ordinamento, a ben vedere, ha lungamente risposto attraverso le **banche**, la centralità del loro ruolo e la solidità del loro patrimonio.

All'esigenza del profitto l'ordinamento ha inteso dare una risposta più raffinata: a) per un verso, consentendo, anche grazie al sopravvenuto vento di liberalizzazione, il **potenziamento della rete territoriale delle banche ed il mutamento della loro fisionomia** (non più solo raccolta del risparmio ed esercizio del credito, ma anche imprese di investimento), così trasformandole in una sorta di *supermarket* finanziari ed alimentando un mostro (il conflitto di interesse) che cresce pericolosamente[8]; b) per altro verso, **arricchendo la gamma degli intermediari finanziari**, a fianco delle banche (Sim, Sgr, Sicav, ecc.).

La pericolosa immissione sul mercato finanziario di prodotti ad altissimo rischio (quali i derivati[9]), malgrado le nefaste conseguenze già prodottesi anni prima negli Stati

[8] Si è infatti consentito alle banche di acquistare partecipazioni al capitale dei nuovi intermediari, e quindi di essere controllante dei nuovi, in teoria concorrenti, intermediari.

[9] Trattasi di prodotti finanziari il cui valore deriva dall'andamento di un altro bene (azioni, obbligazioni, valute, ecc.) oppure dal verificarsi di un preciso evento. E' una sorte di "scommessa" su un avvenimento futuro: ad esempio, le quotazioni di quel titolo saliranno o quello Stato non sarà in grado di pagare il suo debito. L'attività o l'evento, che possono essere di qualsiasi natura, costituiscono il cosiddetto "sottostante" del prodotto derivato. La relazione che lega il valore del derivato al sottostante è il risultato finanziario del derivato, detto "pay-off". I prodotti derivati sono utilizzati essenzialmente per due scopi: 1) ridurre il rischio finanziario di un portafoglio (finalità di copertura): acquisto di un titolo nella ovvia speranza che salga, ma al tempo stesso acquisto di un derivato sullo stesso titolo che prevede il calo delle

Uniti d'America, hanno creato non pochi problemi a famiglie, imprese ed Enti locali minando il tradizionale rapporto di fiducia con le banche: queste hanno sovente tradito il cliente, con una qualche (larvata) complicità degli organi di vigilanza.

3.La vigilanza sui soggetti abilitati all'intermediazione finanziaria.

La vigilanza sui soggetti abilitati all'intermediazione finanziaria è l'attività che, come previsto dall'art. 5, d.lgs. 58/98, t.u. della finanza, ha per scopo la **trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione delle imprese di investimento,** delle società di gestione del risparmio, delle Sicav nonché degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107, d.lgs. 385/93, t.u. delle leggi in materia bancaria e creditizia, e delle banche, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario.

Sono Autorità di vigilanza sui mercati regolamentati di strumenti finanziari la **Consob**, la **Banca d'Italia**, il **Ministero dell'economia e delle finanze** e, inoltre, settorialmente l'**ISVAP** e la **COVIP**.

Riguardo alle competenze delle Autorità occorre distinguere tra vigilanza sugli intermediari e vigilanza sui mercati. La ***vigilanza sugli intermediari*** mira a garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario. La competenza della **Banca d'Italia** in questo campo riguarda il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale degli intermediari. La **Consob** invece opera nel senso di garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari. Questi obiettivi vengono perseguiti attraverso un'articolazione della funzione di vigilanza da parte della da parte della **Consob** e della **Banca d'Italia**, nelle forme: *a)* della vigilanza regolamentare (art. 6); *b)* dei poteri di intervento sui soggetti abilitati (art. 7); *c)* della vigilanza informativa (art. 8); *d)* della vigilanza ispettiva (art. 10); *e)* della vigilanza sui gruppi (art. 12).

Vigilanza regolamentare. La Banca d'Italia, sentita la Consob, ha disciplinato con regolamento:

- L'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, le partecipazioni detenibili, l'organizzazione amministrativa e contabile e i controlli interni;
- Le modalità di deposito e di sub deposito degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza della clientela;

sue quotazioni. Comunque vada, non ci perdo; 2) ottenere un profitto assumendo esposizioni di rischio ma ad alto rendimento (finalità speculativa).

- Le regole applicabili agli organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr), cioè fondi comuni di investimento e Sicav:
1) I criteri e i divieti relativi all'attività di investimento, avuto riguardo anche ai rapporti di gruppo;
2) Le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio;
3) Gli schemi-tipo e le modalità di redazione dei prospetti contabili che le società di gestione del risparmio e le Sicav devono redigere periodicamente;
4) I metodi di calcolo del valore delle quote o azioni di Oicr;
5) I criteri e le modalità da adottare per la valutazione dei beni e dei valori in cui è investito il patrimonio e la periodicità della valutazione. Per la valutazione di beni non negoziati in mercati regolamentati, la Banca d'Italia può prevedere il ricorso a esperti indipendenti e richiederne l'intervento anche in sede di acquisto e vendita dei beni da parte del gestore.
La Consob, sentita la Banca d'Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e con l'esperienza di tutela degli investitori connesse con la qualità e con l'esperienza professionale dei medesimi, ha disciplinato con regolamento;
- Le procedure, anche di controllo interno, relative ai servizi prestati e la tenuta delle evidenze degli ordini e delle operazioni effettuate;
- Il comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori, anche tenuto conto dell'esigenza di ridurre al minimo i conflitti di interessi e di assicurare che la gestione del risparmio su base individuale si svolga con modalità aderenti alle specifiche esigenze dei singoli investitori e che quella su base collettiva avvenga nel rispetto degli obiettivi di investimento dell'Oicr;
- Gli obblighi informativi nella prestazione di servizi; i flussi informativi tra di diversi settori dell'organizzazione aziendale, anche tenuto conto dell'esigenza di evitare interferenze tra la prestazione del servizio di gestione su base individuale e gli altri servizi.
La Banca d'Italia e la Consob, inoltre, nell'ambito delle rispettive competenze, possono, con riguardo ai soggetti vigilati:
- Convocare gli amministratori, i sindaci e i dirigenti;
- Ordinare la convocazione degli organi collegiali fissandone l'ordine del giorno;
- Procedere direttamente alla convocazione degli organi collegiali quando gli organi competenti non abbiano ottemperato a quanto previsto al punto precedente.
Vigilanza informativa. La Banca d'Italia e la Consob, per le materie di rispettiva competenza, possono chiedere ai soggetti abilitati la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalle stesse stabiliti. Gli stessi poteri possono essere esercitati nei confronti della società incaricata della revisione contabile. Il collegio sindacale informa senza indugio la Banca d'Italia e la Consob di tutti gli atti o i fatti, di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano costituire un'irregolarità nella gestione ovvero una violazione delle norme che disciplinano l'attività delle Sim, delle società di gestione del risparmio o delle Sicav. A tali fini lo statuto delle Sim, indipendentemente dal sistema di amministrazione e controllo adottato, assegna all'organo che svolge la funzione di controllo e i relativi compiti e poteri. Le società incaricate della revisione contabile delle Sim, delle Sgr o delle Sicav comunicano senza indugio alla Banca d'Italia e alla Consob gli atti o i fatti rilevati nello svolgimento dell'incarico, che possano costituire una grave violazione delle norme disciplinanti l'attività delle società sottoposte a revisione ovvero che possano pregiudicare la continuità dell'impresa o comportare un giudizio negativo, un giudizio con rilievi o una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci o sui prospetti periodici degli Oicr (fondi comuni di investimento e Sicav).
Tali disposizioni di applicano anche all'organo che svolge funzioni di controllo ed alle società incaricate della revisione contabile presso le società che controllano le Sim, le Sgr o le Sicav o che sono da queste controllate ai sensi dell'art. 23, d. lgs. 385/93, come sostituito dal d. lgs. 6/03, in vigore dal 29 febbraio 2004, e alle banche, per queste ultime solo limitatamente alla prestazione dei servizi di investimento.
Vigilanza ispettiva. La Banca d'Italia e la Consob, per le materie di rispettiva competenza, possono effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari presso i soggetti abilitati, in armonia con le disposizioni comunitarie. Ciascuna autorità comunica le ispezioni disposte all'altra autorità, la quale può chiedere accertamenti su profili di propria competenza.

La Banca d'Italia e la Consob possono chiedere alle autorità competenti di uno Stato comunitario di effettuare accertamenti presso succursali di Sim, di Sgr e di banche stabilite sul territorio di detto Stato ovvero concordare altre modalità per le verifiche. Le autorità competenti di uno Stato comunitario, dopo aver informato la Banca d'Italia e la Consob, possono ispezionare, anche tramite loro incaricati, le succursali di imprese di investimento e di banche comunitarie dalle stesse autorizzate, stabilite nel territorio della Repubblica. Se le autorità di uno Stato comunitario lo richiedono, la Banca d'Italia e la Consob, nell'ambito delle rispettive competenze, procedono direttamente agli accertamenti ovvero concordano altre modalità per le verifiche.
La Banca d'Italia e la Consob possono concordare con le autorità competenti degli Stati extracomunitari modalità per l'ispezione di succursali di imprese di investimento e di banche insediate nei rispettivi territori.

La ***vigilanza sui mercati*** riguarda la definizione dell'organizzazione e della gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari, intendendo l'attività che vi si esercita come attività di impresa esercitata da società per azioni (di costituzione obbligatoria nel caso della privatizzazione dei mercati già esistenti all'atto dell'entrata in vigore della riforma). La privatizzazione dei mercati regolamentati presuppone che l'iniziativa per l'istituzione, l'organizzazione e il funzionamento dei mercati sia rimessa all'iniziativa privata, sia pure soggetta ad autorizzazione della **Consob**. Sempre la **Consob** disciplina con regolamento i profili organizzativi essenziali delle società di gestione, mentre il **Ministero dell'economia e delle finanze** si occupa di delineare i requisiti di professionalità e di onorabilità dei soggetti che amministrano e controllano queste società, oltre che di coloro che partecipano in misura rilevante al loro capitale.

La Banca d'Italia, la Consob, la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, l'Isvap e l'Ufficio italiano dei cambi collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, al fine di agevolare le rispettive funzioni. Dette autorità non possono esercitare reciprocamente il segreto d'ufficio.

La Banca d'Italia e la Consob collaborano, anche mediante scambio di informazioni, con le autorità competenti dell'Unione europea e dei singoli Stati comunitari al fine di agevolare le rispettive funzioni.

Nei fatti l'operato degli organi di vigilanza ha lasciato perplessi, poiché non è servito ad arginare le drammatiche conseguenze della crescita fuori controllo della finanza speculativa "derivata", malgrado le ripetute denunce dell'Adusbef ed il grido di allarme lanciato dal Presidente dell'Antitrust[10].

[10] Si riportano di seguito stralci di articoli di stampa.

CROLLO DELLE BORSE: TROPPI I PRODOTTI DERIVATI CHE SFUGGONO AD OGNI VIGILANZA DELLE BANCHE CENTRALI
di Elio Lannutti (Presidente ADUSBEF)

COMUNICATO STAMPA

Crollo delle borse: troppi i prodotti derivati che sfuggono ad ogni vigilanza delle banche centrali. 350 trilioni di dollari usa (in Italia 5 miliardi di euro, 3 volte il pil), dovevano già' suscitare allarme, non la totale complicità' di Bankitalia e delle autorità' monetarie mondiali. La "bomba atomica" fuori controllo della finanza derivata (vere e proprie scommesse clandestine con banche allibratrici che lucrano, con la speculazione 25 miliardi di dollari annui di commissioni), rischia di seppellire, con l'esplosione delle manovre speculative, le economie più' sane degli Stati.

C'è troppa complicità da parte delle Banche Centrali, Bankitalia in primis, nel favorire la crescita fuori controllo della finanza speculativa "derivata", dalla quale le banche traggono enormi profitti, riuscendo a condizionare perfino i corsi azionari delle borse mondiali. La perdita di 272 milioni di euro dal crollo delle borse di ieri, dovrebbe far attivare attenti monitoraggi sia da parte delle autorità monetarie che da parte del G7.

Roma 28-2-2007

Il Sole 24 ORE

1 maggio 2011

«Derivati, più vigilanza dalle Authority». Grido di allarme del Presidente dell'Antitrust

di Laura Serafini

«È doveroso denunciare il problema delle dimensioni che le operazioni su derivati stanno assumendo. Soprattutto sull'opacità e sulla qualità del sottostante questi contratti, le autorità di controllo devono fare maggiori approfondimenti». Antonio Catricalà, presidente dell'Antitrust, interviene nel dibattito sui derivati all'indomani dell'indagine aperta da Bruxelles sull'ipotesi di abuso di posizione dominante nel mercato Credit default swap.

«Bene ha fatto Bruxelles a intervenire. Se ci saranno aspetti che riguardano l'Italia saremo interpellati e collaboreremo con l'antitrust europeo - annuncia Catricalà -. La natura dei Cds è stata modificata: sono nati come coperture assicurative sui rischi, vengono ora venduti come prodotti autonomi che possono diventare volano della speculazione». L'Antitrust italiano, però, ha le armi spuntate in materia finanziaria. «All'indomani del crack Lehman avviammo un'indagine sulle banche italiane coinvolte, ma abbiamo dovuto rinunciare - chiosa -. Speravamo di avere un potere residuale in tema di tutela del consumatore, ma il consiglio di Stato ha sancito che le competenze in materia di trasparenza finanziaria e di applicazione della direttiva Mifid sono prerogativa della Consob».

L'authority però non demorde e, laddove può, rientra in campo con le competenze sulle intese restrittive della concorrenza: è quanto sta accadendo sul caso Lehman".

DERIVATI TOSSICI: BENE INCHIESTA PENALE TRANI SU BANKITALIA E TARANTOLA

Roma 16.01.2012

MA ANCHE LA CONSOB DEVE ESSERE INCRIMINATA PER OMESSA VIGILANZA. ADUSBEF CON COSTITUZIONE DI PARTE CVILE CHIEDERA' INCRIMINAZIONE CONSOB.

Ottima notizia l'inchiesta penale della Procura di Trani, che ha incriminato l'inerte e contiguo ufficio di Vigilanza di Bankitalia a cominciare dalla vice direttore generale Anna Maria Tarantola ed altri 7 ispettori della Banca d'Italia, tra cui Simonetta Iannotti e il capo Stefano Mieli, coinvolti nell'indagine che ha portato al sequestro dei prodotti finanziari "tossici" messi sul mercato dal Banco di Napoli, oggi Intesa San Paolo, e dal Monte dei Paschi di Siena, per aver appioppato derivati avariati a decine di imprese, tipo "interest rate swap", tra i più moderni strumenti fraudolenti artefici della crisi sistemica e di fallimenti a catena di piccole e medie imprese e del dissesto finanziario di enti locali.

Ma è inutile, indecente e controproducente che le colluse autorità possano giocare allo scaricabarile sulla pelle degli utenti truffati, di fronte alla sacrosanta azione penale del PM Savasta e della Procura della Repubblica di Trani e del Procuratore Capo dr. Carlo Maria Capristo, ai quali va il plauso di Adusbef e di milioni di consumatori.

Se la Banca d'Italia ha svolto gli approfondimenti del caso - come avrebbe affermato l'istituto centrale - fornendo puntuale informativa all'autorità giudiziaria e alla Consob sull'operatività dei derivati di tipo 'swap' oggetto dell'indagine della Procura di Trani commercializzati dalle banche alle imprese, con l'auspicio che la Magistratura accerterà la piena insussistenza degli addebiti ipotizzati a carico di propri esponenti e dipendenti, perché l'azione della vigilanza sarebbe improntata all'esclusivo perseguimento

4.Obblighi informativi e prescrizioni formali relativi ai servizi finanziari.

a) Principi generali in materia di servizi di investimento.

Siamo giunti al punto di poter analizzare più da vicino l'impianto normativo delineato dal legislatore nazionale al fine di tutelare coloro che intendono investire le proprie risorse nell'acquisto di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni e ogni altro titolo negoziabile sul mercato). In tale impianto risaltano, per un verso, **gli obblighi informativi** a carico degli intermediari finanziari e, per altro verso, i **requisiti formali imposti dalla legge per i contratti relativi ai c.d. servizi di investimento** stipulati fra gli intermediari e i risparmiatori, espressione della tendenza legislativa a perseguire obiettivi protettivi anche attraverso il ricorso al **c.d. neoformalismo negoziale**, in spregio al principio generale di libertà delle forme (così nella disciplina dei contratti del consumatore e in varie leggi speciali, tra cui le discipline dettate in materia di contratti bancari - d.lgs. n. 385 del 1993 -, di contratti di vendita di pacchetti turistici - d.lgs. n. 111 del 1995 - ed in materia di multiproprietà - d.lgs. n. 427 del 1998).

Premesso che l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle ***banche ed ad altre imprese di investimento*** *(*Sim, Sgr, Sicav)**,*** che abbiano positivamente espletato i procedimenti autorizzativi previsti dal T.U.F., giova precisare che, ai sensi dell'art. 1, comma 5, T.u.f., nella locuzione "***servizi di investimento***" debbono intendersi ricompresi tutti i contratti relativi ad attività di:

- ***negoziazione***: l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, che può in concreto realizzarsi sia mediante la vendita ai clienti di titoli precedentemente acquistati

---

delle finali istituzionali, nel pieno rispetto della legge, oltre alla signora Tarantola la Procura di Trani per non sbagliare deve allargare il suo orizzonte alla Consob, che invece di vigilare sui derivati avariati appioppati a piene mani dalle banche, sanzionava rappresentanti di consumatori come Adusbef, che denunciava proprio alla magistratura quei comportamenti criminali, configurando un abuso di potere.
Nel filone dell'inchiesta che vede 61 funzionari indagati a vario titolo per truffa aggravata ed estorsione, con gli ispettori di Bankitalia, i quali nonostante sapessero dei rischi che derivavano dalla commercializzazione dei derivati del tipo "swaps", avrebbero favorito la loro vendita anche tramite ispezioni relative agli anni 2006 e 2008, con le quali la stessa signora Tarantola, nella sua qualità di direttore centrale per la vigilanza creditizia e finanziaria, scriveva: "Questo istituto non ha ravvisato, per i profili di competenza, aspetti di rilievo sanzionatorio amministrativo", senza impedire l'aggravarsi dei danni che tale attività ha arrecato alla clientela, occorre aggiungere l'ex presidente della Consob Cardia, il facente funzione Vittorio Conti e tutti quegli altri dirigenti Consob assunti senza alcun concorso di pubblica evidenza poi promossi a posti di responsabilità, che non hanno mai disturbato l'azione fraudolenta delle banche.
Alusbef nella richiesta di costituzione di parte civile contro la signora Anna Maria Tarantola e Bankitalia, il cui mandato è già stato affidato all'avv. Antonio Tanza del foro di Lecce, vicepresidente Adusbef e massimo esperto nel contenzioso bancario, chiederà l'incriminazione della Consob, le cui responsabilità sul commercio dei derivati sono lampanti.

sul mercato (negoziazione per conto proprio, nella quale l'intermediario opera in contropartita diretta con l'investitore) sia mediante l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari in nome e per conto del cliente (negoziazione per conto terzi, fattispecie assimilabile al contratto di commissione);

-***collocamento***: l'offerta a una platea indefinita di potenziali investitori di una quantità di strumenti finanziari, emessi da un soggetto legato all'intermediario da un preventivo accordo in tal senso (elemento, questo, caratteristico di questa fattispecie);

- ***gestione su base individuale di portafogli di investimento***: il servizio in forza del quale l'intermediario effettua, con un margine di autonomia preventivamente concordato, scelte di investimento relative a un determinato portafoglio di un proprio cliente;

- ***ricezione e trasmissione di ordini nonché di mediazione***: la prima è la mera attività di raccolta di ordini, quella diretta a trasmettere un ordine di investitore a un intermediario autorizzato a prestare attività di negoziazione o collocamento; la seconda consiste nel mettere in contatto due o più investitori per la conclusione di investimenti finanziari senza essere legato da rapporti contrattuali con nessuno di essi.

È appena il caso di segnalare che l'attività più frequentemente resa dagli intermediari è la negoziazione (per conto proprio o di terzi): è quasi sempre questa, infatti, la fattispecie che ricorre nei numerosi giudizi promossi dai risparmiatori per la vendita dei c.d. bond-spazzatura emessi da soggetti insolventi.

E si tratta di negoziazione che coinvolge normalmente un rilevante numero di soggetti che potremmo ricomprendere nella **nozione del risparmiatore "medio"** (per conoscenza del mercato e per disponibilità finanziarie).

Ora se si prova ad immaginare il singolo risparmiatore alle prese con il suo "gruzzolo" da investire (poca cosa per le dinamiche del mercato e per gli intermediari; grande e magari unica risorsa per lui, la sua famiglia, forse il suo futuro) e con quel complicato affresco che è il mercato finanziario, gli operatori professionali di esso ed i prodotti in esso negoziabili; se pure si ipotizza che il nostro risparmiatore sia riuscito ad acquisire una certa conoscenza della disciplina vigente, del panorama degli intermediari cui rivolgersi e dei prodotti da acquistare, si dovrà convenire che gli si apre ora un formidabile, micidiale compito, consistente in una **quadruplice attività decisionale** da spendere attraverso quattro distinte e connesse fasi operative.

In altre parole, **il risparmiatore dovrà di volta in volta prima comprendere, poi comparare e selezionare, quindi scegliere e dopo monitorare gli esiti della scelta e dell'investimento effettuati** attraverso quattro momenti che si possono così "gerarchicamente"

delineare: ***a)*** in quale mercato regolamentato od in quale sistema multilaterale di negoziazione operare (ciò che, pure ponendosi cronologicamente al termine dell'operazione di investimento, incide logicamente sulle precedenti scelte); *b)* a quale intermediario od impresa di investimento affidarsi (ciò che a sua volta postula prima una scelta tipologica e poi, all'interno degli operatori del tipo prescelto, un'ulteriore scelta individuale); c) quale attività richiedere all'intermediario, se cioè ed esemplificativamente, la mera consulenza, l'esecuzione di ordini, la gestione del risparmio ed allora con quale mandato (quest'ultima opzione influenza quella *sub b*, ma non si risolve integralmente in essa); *d)* quali strumenti finanziari negoziare (acquistare o vendere secondo le circostanze oggettive di mercato e le esigenze soggettive del risparmiatore).

Ora appare fin troppo evidente che **la maggior efficienza del mercato**, che inevitabilmente si traduce in un suo crescente tecnicismo, nella pluralità (anche tipologica) degli operatori che vi operano e nella sterminata quantità e qualità di strumenti finanziari che vi si trattano, **richiede, per essere adeguatamente sfruttata**, anzi perché davvero si risolva in un beneficio per il risparmiatore, **una mole non comune di conoscenze e di competenze** ed una costanza di impegno che sono proprie soltanto di una figura (statisticamente marginale) di risparmiatore maturo, pienamente consapevole delle alternative che gli si prospettano.

A queste problematiche il T.U.F. cerca di offrire soluzioni **ponendo all'art. 21 i principi basilari (di riferimento per la normativa secondaria) in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti a cui si deve informare il rapporto intermediario/investitore.** Tali obblighi (a seguito delle modifiche del testo originario apportate dall'art. 4 d.lgs. n. 164 del 17.09.2007) sono così individuati:

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;

D'altro canto, **pure nell'ambito della regolamentazione demandata alla Consob rilevanza centrale** (nel nuovo Regolamento intermediari) **assumono i profili di trasparenza e correttezza dei comportamenti nella prestazione dei servizi di investimento,** i quali, come previsto dalla direttiva Mifid, si applicano «tenuto conto delle differenti

esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi» (art. 6, 2° comma, t.u.f.).

b) Obblighi di informativa, classificazione della clientela e adeguatezza delle operazioni.

Si è accennato al neoformalismo negoziale, che si sostanzia – nel settore dell'intermediazione finanziaria - non solo nella prescrizione della forma scritta del contratto, ma anche nell'imposizione di un contenuto obbligatorio di informazioni da fornire al contraente aderente prima della conclusione del contratto o all'interno del contratto, oltrechè nell'obbligo di formulare le clausole del contratto in modo chiaro e comprensibile.

Il dovere di informare l'investitore viene unito al dovere di informarsi dall'investitore determinando un **insieme di obblighi informativi di contenuto ampio ed articolato**.

Tale flusso di informazioni deve accompagnare il momento in cui viene istaurato il rapporto fra intermediario ed investitore in maniera che il successivo svolgimento delle operazioni in titoli avvenga nella piena conoscenza e consapevolezza degli elementi necessari.

Ratio di tali obblighi informativi è ovviamente quella di **tutelare i risparmiatori c.d. "inconsapevoli",** tant'è che **il livello delle informazioni è graduato in relazione alla classificazione della clientela** (cliente al dettaglio, cliente professionale, controparte qualificata) (Sulla graduazione del sistema di tutela del cliente, cfr. GABRIELLI, *Contratto e contratti*, *cit.*, cap. V, p. 360 ss.).

Di regola (art. 23 del T.U.F.) viene posto in essere, tra intermediario ed investitore, all'inizio del rapporto un **contratto quadro** che si ritiene propedeuticamente rilevante ai fini della validità dei contratti relativi alle singole operazioni poste in essere successivamente (v. Trib. Genova, 18 aprile 2005). Il Regolamento Consob ne specifica termini, modalità e deroghe.

All'art. 39 del nuovo Regolamento Consob si prevede che gli intermediari finanziari, prima dell'inizio delle prestazioni, debbono chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché la sua propensione al rischio.

Dette notizie vengono in concreto assunte dalla banca attraverso un questionario sottoposto al cliente nel corso di un'intervista finalizzata a determinare il profilo finanziario dell'investitore, e cioè in dettaglio le esigenze reali e gli obiettivi del cliente.

L'intervista non costituisce un'invasione della sfera privata, ma rappresenta un importante momento di confronto e condivisione delle informazioni che **permette alla banca di offrire poi un servizio di consulenza ancor più aderente alle caratteristiche personali della clientela.**

Ai sensi del 5° co. del predetto art. 39 del Regolamento "*Gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete*".

Al riguardo la Consob (in una sua Comunicazione resa nella vigenza del precedente Regolamento) aveva già chiarito che le informazioni sul cliente non possono limitarsi a quelle acquisite nella fase di compilazione della scheda; 'l'intermediario deve infatti mantenerle aggiornate, tenendo anche conto dell'operatività del cliente e di ogni altra notizia di cui può venire in possesso nello svolgimento della propria attività."

Il 7° ed ul. comma dell'art. 39 prevede che "*Gli intermediari non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste ai sensi del presente articolo*"; d'altro canto, ai senso del 6° co. ***"Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni di cui al presente articolo si astengono dal prestare i menzionati servizi"***.

L'elaborazione delle risposte fornite dal cliente permette alla banca di **definirne l'appar-tenenza ad una categoria,** al fine di garantirgli la massima tutela possibile.

La normativa italiana, in conformità a quanto previsto dalle disposizioni comunitarie (Direttiva MIFID), prevede la classificazione della clientela nelle seguenti tre categorie:

- **Cliente al dettaglio** (detto anche Cliente Retail)
- **Cliente professionale**
- **Controparte qualificata.**

A ciascuna di tali categorie è accordato un diverso livello di protezione, che si riflette in particolare sugli obblighi che ogni intermediario è tenuto a rispettare.

I **clienti al dettaglio sono tutti i clienti che non sono classificati come clienti professionali o controparti qualificate**.

Ai clienti retail è riservata la massima tutela per quanto riguarda in particolare l'ampiezza delle informazioni che la Banca deve loro fornire, l'effettuazione delle verifiche di "adeguatezza" e di "appropriatezza" dei servizi richiesti/offerti e delle operazioni poste in essere, l'esecuzione degli ordini in strumenti finanziari alle condizioni più favorevoli (cd. *best execution*).

I **clienti professionali sono soggetti in possesso di particolari esperienze, competenze e conoscenze tali da far ritenere che essi siano in grado di assumere consapevolmente le proprie decisioni e di valutare correttamente i rischi che si assumono**.

Conseguentemente, per tali clienti il procedimento per la valutazione di adeguatezza è semplificato, mentre la valutazione di appropriatezza può essere omessa (in quanto si presume abbia esito positivo).

Le norme applicabili hanno identificato le categorie di soggetti che per loro natura sono da considerare clienti professionali (c.d. clienti professionali di diritto): si tratta ad esempio di banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione, società di gestione del risparmio, fondi pensione, investitori istituzionali, agenti di cambio, imprese di grandi dimensioni (quelle cioè che presentano almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: a) totale di bilancio 20.000.000 euro; b) fatturato netto 40.000.000 euro; c) fondi propri 2.000.000 euro).

Le controparti qualificate sono un sottoinsieme della categoria dei clienti professionali (ad esempio banche, imprese di assicurazione, società di gestione del risparmio, fondi pensione) e si identificano con gli investitori ritenuti meno bisognosi di protezione, in assoluto. In particolare, la categoria delle controparti qualificate rappresenta quella parte di clienti professionali che non necessita di alcuna tutela in rapporto ai servizi di ricezione e trasmissione ordini, esecuzione di ordini mediante negoziazione per conto proprio e ai servizi accessori ad essi connessi.

La banca, prima di procedere alla prestazione di servizi di investimento, comunica al cliente la classificazione assegnatagli.

La normativa prevede che **la classificazione originariamente assegnata** ai clienti possa essere **modificata**, sia su iniziativa della banca (solo con l'effetto di attribuire una maggiore protezione) che a richiesta del cliente (v. art. 35 Regolamento Consob) .

Il cliente, seguendo uno specifico *iter* procedurale che gli verrà illustrato in agenzia, può chiedere alla banca di passare ad una categoria più tutelata (da cliente professionale a cliente retail) oppure di passare ad una categoria meno tutelata (da cliente retail a cliente professionale a richiesta).

La banca procede comunque ad un'adeguata valutazione della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente ed ha la facoltà di accettare o meno la sua richiesta; dell'esito della propria valutazione, la banca dà comunicazione al cliente.

Le informazioni richieste ed ottenute dal cliente sono importanti ai fini del giudizio di adeguatezza o di appropriatezza dell'operazione di investimento.

A tale riguardo, nel regolamento Consob si distingue a seconda che si tratti di **servizi di consulenza o di gestione di portafogli** ovvero di **servizi diversi da questi ultimi**, nel primo caso dovendo essere preceduta da una valutazione di **«adeguatezza»** (art. 40) e nel secondo caso da una valutazione di **«appropriatezza»** (art. 41). Nel primo caso l'intermediario deve ottenere (e valutare) la conformità dell'investimento alle informazioni relative alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il servizio richiesto, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento del cliente; nel secondo caso, deve determinare il (e valutare la conformità dell'investimento al) livello di conoscenza ed esperienza del cliente a questi necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento richiesto o offerto comporta.

Gli intermediari si debbano astenere dall'effettuare operazioni "non adeguate" per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione.

L'obbligo della valutazione dell'adeguatezza si pone anche solo quando vi sia stata una consulenza illustrativa o strumentale con la quale l'intermediario viene a partecipare alla formazione della volontà dell'investitore: la conoscenza degli strumenti finanziari e dei mercati, che può avere l'investitore ordinario, necessariamente circoscritta per esperienza e cultura, impone all'intermediario la prestazione della diligenza professionale di cui all'art. 1176 c.c..

E' senza dubbio il rischio l'elemento cardine che, posto in relazione con le altre informazione assunte dal risparmiatore, costituisce la base di valutazione dell'adeguatezza.

Il rischio va raffrontato al grado di consapevolezza che una maggiore o minore conoscenza ed esperienza finanziaria può dare e alla rilevanza dell'investimento in rapporto al complesso del patrimonio di cui dispone il risparmiatore.

L'apprezzamento dei profili di adeguatezza può risultare più o meno complesso, a seconda del tipo di operazioni considerato e delle caratteristiche dell'investitore, ma non può essere omesso.

Infatti, nel caso un'operazione disposta dal cliente **si configuri come inadeguata**, l'intermediario è tenuto ad **informare il cliente** dell'inadeguatezza dell'operazione disposta e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Inoltre, qualora l'investitore intenda comunque dar corso all'operazione, l'intermediario può eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un **ordine impartito per iscritto** ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute.

c) Il contratto quadro ed i singoli contratti di investimento.

Uno dei capisaldi su cui si fonda l'impianto normativo delineato dal legislatore per tutelare i risparmiatori-investitori è costituito dai **requisiti formali** imposti per i contratti relativi ai c.d. servizi di investimento stipulati fra gli intermediari e i risparmiatori.

L'intento primario perseguito dal legislatore e dalla Consob attraverso il formalismo negoziale è di tutelare il contraente disinformato, il risparmiatore, cercando di ridurre il *gap* informativo che separa quest'ultimo dall'intermediario. Soprattutto nel mercato finanziario, dove gli studiosi dell'economia dell'informazione hanno da tempo sotto-

lineato che solo una piena efficienza informativa è idonea ad assicurare il buon funzionamento e l'integrità del mercato, si è imposta prepotentemente l'idea che **il formalismo negoziale debba far sì che le parti trattino in una posizione di simmetria informativa.** Idea, quest'ultima, alimentata da una giurisprudenza pratica e teorica che ha visto nei doveri informativi un efficace strumento per imporre una maggior giustizia contrattuale o un modello più razionale. In altri termini, i *regulators* sembrano funzionalizzare il formalismo che permea l'articolata disciplina informativa alla creazione di un investitore capace di tutelare da sé i propri interessi e prendere delle consapevoli decisioni di investimento.

Giova ricordare che **l'attività di investimento puo' essere scissa in una prima fase, che culmina** - per i soli clienti al dettaglio - **con il contratto quadro d'investimento** (una sorta di contratto normativo) ed in una seconda fase, nella quale intervengono **i singoli contratti d'investimento** in esecuzione del contratto quadro generale.

L'art. 23, comma 1, T.u.f. prevede che «***i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti***. La norma aggiunge altresì che «***nei casi di inosservanza della forma prescritta il contratto è nullo***». Siffatto precetto è stato ribadito e integrato dall'art. 37 del Regolamento intermediari il quale, nel confermare il divieto in capo agli intermediari di fornire i propri servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto, al comma 2 individua i **contenuti minimi** che detto contratto deve necessariamente possedere.

Esso deve sempre indicare (tranne nel caso in cui l'investitore sia un operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 del suddetto regolamento) :

- i servizi forniti al cliente e le loro caratteristiche;
- il periodo di validità e le modalità di rinnovo del contratto;
- le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni;
- la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire all'investitore a rendiconto dell'attività svolta;
- tutte le altre condizioni contrattuali eventualmente convenute con l'investitore per la prestazione del servizio.

Complessivamente risulta, dunque, che il legislatore primario e il regolatore secondario prescrivono la forma scritta ***ad substantiam*** per i contratti d'intermediazione finanziaria, forma che svolge una serie di funzioni.

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

parti che lo sottoscrivono. Tanto più esteso è il contratto, tanto maggiore è la quantità di dati e notizie che vengono comunicati. Tanto più ampio è l'obbligo risultante da legge e da regolamento d'inserire nel testo contrattuale certe informazioni (= prescrizione del contenuto minimo del contratto d'intermediazione finanziaria), tanto maggiore è la quantità di dati e notizie che giungono al cliente. Sotto questo profilo la forma scritta svolge una funzione di protezione informativa dell'investitore che, di regola, è il soggetto debole del rapporto contrattuale. Mettere nero su bianco significa per il cliente conoscere prima, e con certezza, le condizioni che regoleranno il rapporto.

Sotto questo profilo il requisito della forma scritta serve anche a **diminuire il pericolo di controversie fra i contraenti.** Se l'assetto contrattuale è predeterminato per iscritto, si riduce il rischio di divergenze fra le parti. Si può cosi, almeno talvolta, evitare di dare corso a controversie giudiziarie, con tutti gli effetti negativi che esse comportano.

Le condizioni del contratto d'intermediazione finanziaria possono, teoricamente, essere negoziate con l'intermediario, anche se - nella realtà dei fatti - spesso gli investitori non si premurano nemmeno di leggere attentamente i contratti; ancor meno di trattarne le condizioni. Generalmente il testo contrattuale viene predisposto dalla banca. Non di rado capita che gli investitori si limitino a farsi spiegare velocemente i termini essenziali del rapporto, per poi firmare un lungo testo, senza avere realmente preso conoscenza di tutte le condizioni che regolano la relazione.

La forma scritta serve, inoltre, a **far riflettere l'investitore sul significato dell'atto che sta per compiere**. Apporre una sottoscrizione richiede più tempo di quanto serva a dare il proprio consenso oralmente. I contratti relativi alla prestazione di servizi d'investimento incidono sul patrimonio finanziario degli investitori. Talvolta una parte considerevole del patrimonio del soggetto interessato può essere coinvolto nell'investimento.

Di qui la necessità di un'appropriata riflessione preventiva sugli effetti dell'atto che si sta per compiere.

Prima di firmare il testo contrattuale, sarebbe auspicabile che l'investitore lo leggesse attentamente. Al fine di garantire un consenso realmente informato del cliente sarebbe necessario consegnargli il testo contrattuale in anticipo rispetto alla firma, per lasciargli il tempo di studiarselo con attenzione[11]. È dubbio che ciò avvenga sempre nella prassi.

Anche in ipotesi di consegna anticipata del testo contrattuale, rimangono peraltro perplessità in merito alla reale capacità di tutti gli investitori di comprendere l'effettiva

[11] Cfr. PONTIROLI-DUVIA, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 159.

rilevanza di ogni informazione contenuta nel contratto. Tuttavia la preoccupazione del legislatore non può essere quella di garantire che qualsiasi destinatario comprenda nel caso concreto ogni dettaglio del testo contrattuale; si tratterebbe di un obiettivo destinato all'insuccesso. **Il fine del regolatore è diverso: è quello di far sì che un destinatario "medio" comprenda gli elementi "essenziali" del rapporto contrattuale**.

Vista da un'altra prospettiva, la forma scritta - richiesta da legge e regolamento per il contratto d'intermediazione finanziaria - può essere **utile a fini probatori**. Nel caso in cui sorgano contestazioni fra le parti, il fatto di avere un testo scritto consente di ricostruire più agevolmente quelle che sono state le pattuizioni fra i contraenti. La forma scritta può dunque giocare un ruolo importante *ex post*, nel momento in cui sorgono dissidi fra le parti. Ecco allora che, contratto alla mano, si può chiedere il rispetto di certe clausole che vi erano state inserite oppure si può contestare la validità di determinate pattuizioni[12].

Sulla base delle norme sopra richiamate, l'intermediario che intenda prestare i propri servizi di investimento nei confronti del pubblico deve, pertanto, necessariamente stipulare - prima dell'inizio della prestazione - un **contratto scritto** (**c.d. contratto quadro**, riconducibile al *genus* del contratto normativo), **nel quale siano indicati tutti gli elementi essenziali del rapporto**

L'assenza della forma scritta determina la nullità del contratto-quadro, **la quale** però, per espressa disposizione dell' art. 23, 3° comma d.lgs. 58/98, **può essere fatta valere solo dal cliente, in deroga alla regola generale fissata dall' art. 1421 c.c.**, secondo la quale tale patologia negoziale può essere fatta valere da qualsiasi soggetto interessato. Si tratta di una sorta di ***nullità relativa***, avente finalità specifica di protezione del cliente.

Ciò posto, resta però ancora aperto un aspetto essenziale del problema, quello relativo alla **latitudine degli obblighi formali sanciti dall'art. 23 T.u.f.**, e cioè se gli stessi si riferiscono solamente al contratto quadro (destinato a regolare, su un piano generale, il rapporto fra l'intermediario e l'investitore) oppure si estendono anche ai singoli negozi attuativi del detto contratto, ovvero agli ordini che il cliente conferisce all'intermediario affinché effettui una determinata operazione di investimento o disinvestimento (c.d. ordini di borsa). Nella pratica, questa distinzione ha dato origine a **non poche incertez-**

[12] v. SANGIOVANNI, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. it.*, 2009, 7, pagg. 1682-1686.

.

ze interpretative: la locuzione utilizzata dal legislatore («contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento») si presta infatti a entrambe le interpretazioni.

Trattasi - all'evidenza - di una questione di portata certamente rilevante: si pensi agli effetti che un'interpretazione estensiva della norma in commento produrrebbe sulle numerosissime cause promosse dai risparmiatori nei confronti degli intermediari per ottenere la restituzione delle somme investite nei titoli andati in default (non a caso, sovente in giudizio è stata dedotta anche la nullità dell'investimento *ex* art. 23 T.u.f. per il mancato rispetto della forma scritta per l'ordine di acquisto del titolo negoziato dall'intermediario). Non solo, ma le differenti soluzioni offerte alla fattispecie in esame producono importanti conseguenze su altri aspetti tutt'altro che secondari sul piano pratico (a cominciare dalla prova degli ordini impartiti, nel caso si ritenga sussistente il principio della libertà di forme per gli ordini di investimento).

Sulla forma prescritta per gli ordini di investimento si sono formati diversi orientamenti.

Un primo orientamento, assolutamente minoritario, ritiene che l'art. 23 T.u.f. preveda, a pena di nullità, **la forma scritta sia per il contratto quadro che per i singoli ordini di borsa**[13].

Tale filone interpretativo si fonda sulle seguenti argomentazioni:

- l'art. 23 T.u.f. prescrive *ad substantiam* la forma scritta per tutti i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e accessori, comminando *expressis verbis* la sanzione della nullità per il mancato rispetto di tale requisito formale;
- tale disposizione deve applicarsi non solo al contratto quadro, ma anche ai singoli ordini di investimento, poiché gli stessi «sostanziano il contenuto del predetto rapporto».

Assolutamente dominante è però la giurisprudenza incline a ritenere che l'obbligo formale cui fa riferimento l'art. 23 T.u.f. sia **circoscritto ai soli contratti destinati a disciplinare il servizio reso (contratti quadro)** e non già alle singole operazioni di investimento (ordini di borsa). Questo, in estrema sintesi, il sillogismo logico-giuridico seguito dai Tribunali che aderiscono a tale secondo orientamento:

[13] A parte alcune pronunce emesse dal Tribunale di Milano prima dell'entrata in vigore del T.u.f. (cfr. Trib. Milano 11 maggio 1995, in *Giur. comm*., 1996, II, 79 e 6 febbraio 1997, in *Giur. it.* , 1998, 302), tale orientamento è stato condiviso dal Tribunale di Genova (26 giugno 2006) e dal Tribunale di Torino con una ordinanza del 30 maggio 2005 (in *Giur. it.* , 2005, 1857).

- l'art. 30, comma 2, del Regolamento intermediari n. 11522/1998 prevede che il contratto quadro debba specificare, tra l'altro, «le modalità attraverso cui l'investitore può impartire ordini e istruzioni»[14];
- la detta disposizione non avrebbe alcun senso se la forma scritta prevista *ad substantiam* dalla legge riguardasse non solo il contratto quadro, ma anche i singoli ordini;
- pertanto, il requisito formale imposto dall'art. 23 T.u.f. non può che riguardare unicamente il contratto quadro e non già i singoli ordini di investimento.

Tutto ciò porta a concludere che **per i singoli ordini di investimento valga il principio della libertà di forma, libertà che le parti saranno poi libere di escludere o ridurre nell'ambito della loro autonomia contrattuale**.

Nella pratica, questo significa che le parti avranno la facoltà di scegliere - nell'ambito del contratto quadro - le forme per impartire gli ordini di investimento (fermi restando però gli obblighi di documentazione previsti dagli artt. 29 e 60 del regolamento intermediari che però concernono la prova dell'ordine, senza incidere sulla sua validità)[15].

La previsione di flessibilità, con riferimento agli ordini esecutivi del contratto-quadro, mira a conciliare diversi obiettivi. Se si imponesse la forma scritta, ogni ordine sarebbe assistito dalla massima certezza. Il supporto scritto assicura trasparenza nei rapporti fra le parti, rimanendo l'oggetto dell'ordine fissato a futura memoria. A fini probatori si garantisce efficienza, essendo facilitata la ricostruzione di ciò che è avvenuto. E, tuttavia, i mercati finanziari – con il requisito dello scritto per i singoli ordini – tendono a perdere in velocità: il compimento delle operazioni richiede più tempo. **Tutte le funzioni cui si è accennato (certezza, trasparenza e prova, da un lato, nonché celerità, dall'altro) sono meritevoli di tutela. È stato così creato un meccanismo che cerca di soddisfare tutte queste diverse esigenze**. Il sistema prevede due livelli. Il primo gradino è quello del contratto d'intermediazione finanziaria, per il quale è richiesta la forma scritta a pena di nullità. Il secondo gradino è quello delle

[14] Analogamente nel nuovo regolamento viene specificato che il contratto "indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini" (art. 37, 2° comma, lett. c, reg. n. 16190/2007).

[15] Le parti, nell'esercizio della loro autonomia contrattuale, possono pertanto prevedere – nel contratto-quadro - la forma scritta per gli ordini. Ricorre allora una forma convenzionale, che si presume voluta per la validità (art. 1352 c.c.). In questo senso ha deciso, ad esempio, il Tribunale di Milano (sent. 31 gennaio 2007, in *Contratti*, 2007, p. 778 e ss., con nota di SANGIOVANNI, affermando che la mancata osservanza della forma convenzionale pattuita per gli ordini determina la nullità del contratto).

operazioni che danno esecuzione al contratto-quadro. Per queste transazioni non è necessario lo scritto, per evitare rallentamenti all'operatività[16].

Sulla scorta del principio della libertà di forma per gli ordini di investimento (salvo diverso accordo nel contratto quadro), si deve conseguentemente concludere che gli ordini di investimento impartiti senza il rispetto di nessun requisito formale siano di per se stessi validi. Il principio, già ripetutamente affermato dalla giurisprudenza di merito[17], è stato **condiviso dalla Suprema Corte in una recentissima pronuncia**[18], sicchè può dirsi ormai consolidata l'affermazione che, in tutti i casi in cui gli ordini di investimento sono impartiti oralmente - e nel contratto non è pattuita una forma particolare - non viene in discussione la validità degli stessi.

In linea teorica, però, visto che - in caso di contestazioni - si porrebbe il **problema di provare la loro esistenza.**

Al riguardo, gli artt. 29 e 60 del Regolamento Intermediari imponevano alcuni obblighi di documentazione a carico dell'intermediario: il primo prevedeva che, in caso di operazioni non adeguate, sia necessario un ordine scritto o registrato su nastro magnetico; il secondo prevedeva l'obbligo di rilasciare un'attestazione cartacea per il caso di ordini impartiti oralmente presso la sede dell'intermediario e l'obbligo di registrare su nastro magnetico gli ordini impartiti telefonicamente. Ebbene, la giurisprudenza, tranne qualche eccezione, e la dottrina hanno ritenuto che tali adempimenti non incidessero

[16] Cfr. GUAGLIONE, *Studi e Approfondimenti*, vol. II, *Il contratto*, cit., cap. VII, p. 294 e ss.

[17] cfr. Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006, il quale ha chiarito che «nelle operazioni di negoziazione adeguate al profilo di rischio dell'investitore è valido l'ordine verbale anche non documentato su nastro magnetico o supporto equivalente»; Trib. Torino, sez, I, 1 febbraio 2008, secondo cui "Nei rapporti relativi ai servizi di investimento é ravvisabile un duplice momento contrattuale: un primo con la stipulazione di un contratto quadro (da cui non discendono effetti obbligatori direttamente e autonomamente azionabili) che regolamenta ed indica tutti i servizi di investimento che potranno essere prestati e un secondo con la stipulazione dei singoli contratti relativi agli ordini via via impartiti. La forma scritta "ad substantiam" di cui all'art. 23 comma 1 t.u.f. opera solo con riferimento al solo contratto quadro"; Trib. Roma, 14 febbraio 2011, n. 3054, secondo cui "In tema di contratti di acquisto di bond argentini, l'obbligo della forma scritta "ad substantiam" è sancito dall'art. 23 t.u.f. in relazione al solo contratto di negoziazione (cd. "contratto-quadro") e non si estende alle successive operazioni di investimento che di tale contratto ne costituiscono l'attuazione cosicché gli ordini di acquisto e di vendita dei titoli "de quibus" possono validamente essere trasmessi all'intermediario nelle forme semplificate previste dal contratto di negoziazione ai sensi dell'art. 1 comma 1 lett. a) della l. 2.1.1991 n 1, la cui "ratio" è ispirata all'esigenza pratica di assicurare la tempestiva esecuzione degli ordinativi, in considerazione della variabilità delle condizioni di mercato".

[18] V. Cass. civ., sez, I, 13 gennaio 2012, n. 384, in *www.neldiritto.it*, secondo cui "Nei contratti di intermediazione finanziaria, la forma scritta è richiesta per la validità del c.d. contratto-quadro col quale l'intermediario si obbliga a prestare il servizio di negoziazione di strumenti finanziari in favore del cliente, ma non anche per i singoli ordini che, in base a tale contratto, vengano poi impartiti dal cliente all'intermediario medesimo, la cui validità non è soggetta a requisiti di forma".

sulla validità del contratto, bensì solamente sulla possibilità di provare di aver diligentemente adempiuto agli obblighi gravanti sull'intermediario[19].

Il nuovo art. 57 (risultante dalle modifiche apportate al Regolamento Intermediari con delibera n. 17581 del 3 dicembre 2010) prevede che "Gli intermediari registrano su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dai clienti, e mantengono evidenza degli ordini inoltrati elettronicamente dai clienti".

E' evidente che tali disposizioni producono un'importante conseguenza: **poiché la legge prevede obblighi di registrazione e attestazione degli ordini di investimento, dovrebbe escludersi l'ammissibilità della prova testimoniale per dimostrare l'esistenza dei detti ordini, ai sensi dell'art. 2725 c.c., a norma del quale è vietata la prova per testimoni in tutti i casi in cui la legge (o la volontà delle parti) prevede che un negozio debba essere provato in forma documentale**. Questa conclusione è stata confermata in un'ordinanza emessa ex art. 19 d.lgs. n. 5/2003 dal Tribunale di Milano in un caso in cui il cliente aveva contestato di aver impartito l'ordine di acquisto relativo al titolo andato in default e la banca non era stata in grado di produrre la registrazione della telefonata con cui il primo - secondo la tesi della convenuta - avrebbe ordinato l'acquisto contestato: «anche se le parti hanno stipulato un contratto quadro per l'acquisto di prodotti finanziari, comunque gli ordini su strumenti finanziari, se il contratto lo prevede, devono esser dati in forma scritta od oralmente per telefono ma registrati e quindi devono esser assunti con una forma documentale, quantomeno ai fini probatori, tale per cui la prova *ex* art. 2725 c.c. non può, in ipotesi di eccezione di parte, essere data con testimoni né, *ex* art. 2729 c.c., in via presuntiva»[20].

Alla stregua di tutto quanto precede, dunque, deve concludersi che gli ordini di acquisto impartiti senza alcuna forma particolare siano in linea di principio validi, ma - in caso di contestazioni - sarà assai difficile per l'intermediario provare la loro esistenza, atteso il divieto di prova testimoniale.

Sicché, all'atto pratico, in tutti i casi in cui «la banca pure assumendo l'effettuazione dell'ordine in via telefonica non ha provato la circostanza né ha provato la trascrizione relativa», il Tribunale potrà ritenere che «in mancanza di ordine (*rectius*, di prova dell'ordine) di acquisto, non può dirsi formato il contratto di compravendita tra l'attore e

[19] Cfr. Trib. Rovereto 18 gennaio 2006, *cit*., secondo cui «l'art. 29 del regolamento non introduce, a differenza dell'art. 23 T.u.f. un caso di forma *ad substantiam* - né peraltro sarebbe stato ad avviso del giudicante possibile che una forma secondaria introducesse una causa di nullità del contratto - con la conseguenza che la violazione della forma rileva solo sul piano della prova del comportamento diligente dell'intermediario finanziario» .

[20] v. Trib. Milano, 7 ottobre 2004, in *Giur. it.*, 2005, 754 e, in senso conforme, Trib. Milano, 2 marzo 2006.

la convenuta in ordine ai bond acquistati con conseguente nullità e/o inefficacia dell'operazione»[21].

5.-Le conseguenze giuridiche della violazione delle prescrizioni formali.

Delimitato l'ambito di applicazione dell'art. 23 T.u.f. e chiarito che - secondo la giurisprudenza pressoché unanime - esso si applica al solo contratto quadro (mentre per i singoli ordini di investimento vale il principio della libertà di forma), resta da esaminare la sorte degli ordini di investimento impartiti nell'ambito di un rapporto non regolato da un contratto quadro stipulato in forma scritta.

Al riguardo, pare preferibile ritenere che, **dal mancato rispetto della forma prevista dall'art. 23 T.u.f. per il contratto quadro** (con la conseguente nullità del medesimo), **debba discendere anche la nullità del singolo ordine di investimento** e ciò senza che faccia alcuna differenza la forma con cui quest'ultimo è stato impartito.

Il perfezionamento del contratto quadro costituisce infatti una *condicio sine qua non* della prestazione del servizio di investimento da parte dell'intermediario.

Significativa, al riguardo, è una sentenza del Tribunale di Genova che, in un caso in cui il contratto quadro era stato stipulato sette giorni dopo la sottoscrizione dell'ordine di acquisto dei titoli, ha esteso la declaratoria di nullità *ex* art. 23 T.u.f. anche al detto ordine di acquisto, ritenendolo funzionalmente collegato - e, come tale, dipendente - dal contratto quadro affetto da nullità.

Afferma, infatti, il Tribunale di Genova: «il contratto di compravendita di obbligazioni Cirio, concluso in base all'ordine inoltrato dal cliente alla banca e da questa eseguito prima della formale stipulazione fra essi del contratto-quadro per la negoziazione, la ricezione e la trasmissione di ordini su strumenti finanziari, è nullo per violazione dell'art. 23 d.lgs. n. 58/1998»[22].

Si deve dunque ritenere che la nullità del contratto quadro provochi anche la nullità di tutti i successivi contratti di investimento da esso dipendenti, in quanto **negozi attuativi di un contratto nullo per difetto di forma** (senza che rilevi la forma con cui gli stessi sono stati impartiti). Questa conclusione, oltre a risultare conforme ai principi generali di materia contrattuale, risulta anche condivisa dalla dottrina.

Del resto, a conferma della stretta interdipendenza sussistente fra il contratto quadro e i singoli ordini di investimento, è opportuno ricordare anche quanto affermato nella già richiamata sentenza del Tribunale di Rovereto, ove si legge che: «il compimento dell'atto gestorio, ovvero l'acquisto o la vendita di prodotti finanziari (ovvero l'atto di negoziazione per conto proprio o per conto di terzi ai sensi del par. 3, lett. a) e b) dell'art. 1 T.u.f.) è sì una compravendita, ma

[21] Così Trib. Milano, 2 marzo 2006, *cit*.
[22] Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e resp.* , 2005, 604.

soltanto nei rapporti tra intermediario e terzo venditore o acquirente del titolo, nel caso di negoziazione per conto terzi, ovvero verso lo stesso mandante nel caso - come quello di specie - di negoziazione per conto proprio; rispetto al mandato, tuttavia, la negoziazione integra l'esecuzione del contratto, in quanto finalizzato a realizzare l'interesse del mandante. Tale atto di negoziazione, inteso come adempimento finale degli obblighi nascenti dal contratto di mandato, va annoverato nella categoria dei cosiddetti negozi di attuazione. Lo spostamento patrimoniale alla negoziazione trova, infatti, la sua giustificazione nel complessivo programma contrattuale, il cui nucleo centrale è costituito dal contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento che, come detto, è presidiato dal legislatore con requisiti formali e di contenuto»[23].

Per finire, pare opportuno fare cenno alla **sorte degli ordini di investimento nel caso in cui il difetto di forma riguardi** non già quella prescritta ad substantiam dall'art. 23 T.u.f. per il contratto quadro, bensì **quella - relativa ai singoli contratti di borsa - pattuita dalle parti nel contratto quadro medesimo**.

Si tratta di un problema di una notevole rilevanza pratica, giacché quella di inserire nei contratti quadro delle clausole che regolino le modalità di conferimento degli ordini di investimento (generalmente viene prevista la forma scritta o quella telefonica con registrazione su supporto magnetico) è una prassi assolutamente consolidata per gli intermediari.

Al riguardo, pare potersi concludere che **la violazione della forma convenzionalmente pattuita nel contratto quadro debba essere equiparata, *quoad effectum*, al mancato rispetto di quella prevista dall'art. 23 T.u.f. per il contratto quadro.**

In tali ipotesi, infatti, la forma convenzionale deve ritenersi pattuita ***ad substantiam*** ai sensi dell'art. 1352 c.c., con la conseguente nullità dell'ordine di investimento impartito senza il rispetto della detta forma (a meno che, ben inteso, dal tenore della clausola inserita nel contratto quadro le parti non abbiano inteso far altro che riprodurre il disposto dell'art. 60 regolamento intermediari e, dunque, i requisiti formali siano stati richiesti solamente a fini probatori).

Una simile conclusione pare suffragata dalla consolidata interpretazione che la giurisprudenza fornisce dell'art. 1352 c.c., secondo cui **la forma convenzionale non solo si presume pattuita *ad substantiam*** (di guisa che il suo difetto deve essere rilevato d'ufficio dal giudice), ma può espressamente riguardare anche le modalità di espressione del consenso in relazione a possibili vicende future di un rapporto negoziale

[23] Trib. Rovereto 18 gennaio 2006, *cit.*.

già instaurato, esattamente come nel caso in specie, nel quale i singoli ordini non sono altro che i negozi attuativi del contratto quadro già stipulato *inter partes*[24].

6. Violazione degli obblighi comportamentali: i rimedi.

Quale rimedio può esperire l'investitore se l'intermediario finanziario viola o omette gli obblighi comportamentali e informativi previsti dall'art. 21 del T.U.F. e dall'art. 29 ss. del Regolamento Consob, con riguardo al singolo contratto d'investimento?

Se, infatti, la violazione della prescrizione formale del contratto di intermediazione finanziaria è espressamente sanzionata dal legislatore con la nullità, *quid iuris* nel caso di inottemperanza agli obblighi informativi?

Nel contenzioso sottoposto ai giudici di merito si sono avute soluzioni non omogenee, che oscillavano dalla declaratoria di nullità dei contratti di acquisto di titoli (es. bonds argentini), con conseguente obbligo di restituzione delle somme investite dal cliente (cfr. Trib. Palermo, III sez. civile, 7 luglio 2005, n° 3293; Trib. Ferrara, 25 febbraio 05, n°217 e 1594; Trib. Taranto, 22 novembre 2004, n° 2273; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, n° 614; Trib. Bologna, sez. II civile, 31 ottobre 2005, n° 1842), **alla responsabilità della banca per inadempimento**, che conduce talvolta alla risoluzione del contratto di acquisto, pronunciata a norma dell'art. 1453 c.c. (cfr. Trib. Genova, 15 marzo 2005, n. 1230), altre volte alla condanna della banca al risarcimento del danno cagionato al cliente (cfr. Trib. Milano, sez. civ., 25 luglio 2005), secondo la regola generale dell' art. 1218 c.c.

Sul tema è intervenuta di recente la **Corte di Cassazione (29 sett. 2005, n. 19024)**, la quale ha stabilito che l'inosservanza dei vincoli di forma e dei doveri informativi prescritti per le dichiarazioni relative alle operazioni compiute dall'intermediario finanziario è fonte di **responsabilità precontrattuale (*ex* art 1337 c.c.)**, relativa alla conclusione di un contratto valido ed efficace ma sconveniente.

Le conclusioni raggiunte dalle corti di merito non convincono la Cassazione, in particolare la tesi della nullità per ***nullità virtuale***, ossia la sanzione che l'ordinamento commina ai contratti "contrari a norme imperative"; si tratta di una norma di chiusura,

[24] cfr. Cass. 9 febbraio 1980, n. 909, in *Foro it*.,1981, I, 503 e Cass. 29 gennaio 1988, n. 833, in *Giust. civ. mass.* , 1988, fasc. 1.

avente cioè carattere residuale, che può trovare applicazione solo quando la legge non preveda una sanzione espressa per il negozio *contra legem*.

La corte stabilisce che la **"contrarietà" a norme imperative**, considerata dall'art. 1418, primo comma, c.c., quale "causa di nullità" del contratto, postula, infatti, che essa **attenga ad elementi "intrinseci" della fattispecie negoziale**, che riguardino, cioè, la struttura o il contenuto del contratto (art. 1418, comma 2, c.c.)

I comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e s'intende, allora, che **la loro eventuale illegittimità**, quale che sia la natura delle norme violate, **non può dar luogo alla nullità del contratto; a meno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore**.

La Cassazione con la sentenza n. 19024/05 dà atto del ruolo centrale dell'art. 1337 c.c., il quale assume valore di clausola generale applicabile anche alle ipotesi in cui la trattativa si è conclusa, ma il contratto risulta pregiudizievole per la parte vittima di comportamenti scorretti.

Tale orientamento ha trovato conferma con la **sentenza 19 dicembre 2007, n. 26725, resa dalla Cassazione a Sezioni Unite**, le quali sono intervenute a dirimere il contrasto giurisprudenziale sorto attorno alle conseguenze derivanti dalla 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.

GIURISPRUDENZA 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 di 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 operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione.
In nessuno caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suddetti doveri comportamentali può determinare la nullità del contratto d'intermediazione o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, comma 1, c.c. (Cass. civ., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724).

Premesso che il doppio regime di responsabilità delineato nella massima è intimamente connesso con la teorica del "contratto normativo", cui è riconducibile il contratto quadro, il punto centrale su cui si fonda l'assunto delle S.S.U.U. riposa sulla tradizionale distin-

zione tra **norme di comportamento dei contraenti** e **norme di validità del contratto**: la violazione delle prime, tanto nella fase prenegoziale quanto in quella attuativa del rapporto, ove non 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, quanto meno nel senso che non è idonea a provocarne la nullità.

Tale distinzione, chiariscono le SS.UU., non può dirsi superata da quella tendenza, sempre più marcata nella più recente legislazione speciale, che tende ad elevare il principio della buona fede a regola di valutazione della validità dei contratti.

Si tratta, infatti, pur sempre di una nuova "frontiera" proposta da una legislazione di settore, per lo più frammentaria, dalla quale non può essere ricavato un principio di carattere generale capace di scardinare l'impostazione tradizionale fatta propria dal codice civile.

Né precisano ancora le SS.UU. può essere invocato, nella fattispecie in esame, l'assunto in base al quale l'interesse alla correttezza del comportamento degli intermediari finanziari acquista una rilevanza tale, al fine di garantire il buon funzionamento dell'intero mercato, da arrivare a sostenere che la violazione dei doveri comportamentali dell'intermediario, nella fase delle trattative del rapporto, possa riflettersi sulla validità genetica del contratto stipulato con il cliente.

Tale tesi potrebbe in realtà trovare un certo conforto solo se ciò fosse l'unico modo per incoraggiare il risparmio e garantirne la tutela, ma è evidente che così non è atteso che a garantire un siffatto interesse sono preordinati il sistema dei controlli facenti capo all'autorità pubblica di vigilanza ed il regime di sanzioni che ad esso accede.

In definitiva, ad avviso delle Sezioni Unite **non è possibile rinvenire, pur nell'ambito della specifica disciplina dell'attività di intermediazione finanziaria, indici univoci dell'intenzione del legislatore di trattare sempre e comunque le regole di comportamento, ivi comprese quelle concernenti i doveri di informazione dell'altro contraente, alla stregua di regole di validità degli atti.**

Quando, infatti, il legislatore – nelle norme del T.U.F. – ha espressamente previsto ipotesi di nullità relativa (o di protezione), attribuendo unicamente al cliente la relativa legittimazione attiva, lo ha fatto con riferimento alla forma e al contenuto dei contratti di intermediazione finanziaria; **nessuna delle nullità previste si riferisce, invece, alla violazione di regole di comportamento gravanti sull'intermediario** in ordine alle infor-

mazioni che deve fornire al cliente, al dovere di astenersi dal compiere operazioni in conflitto di interessi o inadeguate al profilo finanziario del cliente: **regole di condotta, queste ed altre, la cui violazione assume rilevanza** non ai fini della validità degli atti compiuti, bensì **ai fini dell'eventuale giudizio di risarcimento del danno**, nel quale il legislatore ha espressamente posto a carico dell'intermediario l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta (art. 23, comma 6, T.U.F.).

Poiché **l'inversione dell'onere probatorio gravante sull'intermediario** (in punto di assolvimento degli obblighi informativi) **non si estende alla prova del nesso di causalità tra omessa informazione e danno né alla prova del *quantum***, dovrà essere l'investitore a dimostrare, anche attraverso il ricorso a presunzioni (es. alla luce delle scelte di investimenti precedenti desumibili dal profilo cliente), che – se correttamente informato – avrebbe indirizzato diversamente i propri investimenti[25].

Che tipo di **interesse** viene leso in ipotesi di conclusione di un contratto di investimento valido ma svantaggioso?

Il discorso è complesso, perché in tale **macroarea** appare opportuno tenere distinti i casi di induzione del danneggiato a concludere un contratto che egli non avrebbe affatto stipulato in assenza del comportamento scorretto da quelli che abbiano indotto la controparte alla conclusione di un contratto a condizioni diverse rispetto a quelle che sarebbero state accettate in assenza della condotta contraria a buona fede (si pensi al dolo incidentale *ex* art. 1440 c.c. o all'indicazione di informazioni inesatte che portino a concludere un contratto diverso)[26].

Nel **primo caso** (nel quale il comportamento scorretto induce a concludere un contratto valido ma svantaggioso, che in assenza della scorrettezza non sarebbe stato affatto concluso) l'interesse leso sembra in effetti potersi connotare, quanto meno su un piano

[25] Cfr. **Cass. civ., sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773**, secondo cui: "In materia di contratti di intermediazione finanziaria, allorché risulti necessario accertare la responsabilità contrattuale per danni subiti dall' investitore, va accertato se l'intermediario abbia diligentemente adempiuto alle obbligazioni scaturenti dal contratto di negoziazione nonché, in ogni caso, a tutte quelle obbligazioni specificamente poste a suo carico dal d.lg. 24 febbraio 1998 n. 58 (T.U.F.) e prima ancora dal d.lg. 23 luglio 1996 n. 415, nonché dalla normativa secondaria, risultando, quindi, così disciplinato, il **riparto dell'onere della prova**: l' investitore deve allegare l'inadempimento delle citate obbligazioni da parte dell'intermediario, nonché fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e l'inadempimento, anche sulla base di presunzioni; l'intermediario, a sua volta, deve provare l'avvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico, allegate come inadempiute dalla controparte, e, sotto il profilo soggettivo, di avere agito "con la specifica diligenza richiesta".

[26] Parte della dottrina suol parlare, in relazione al complesso delle fattispecie in esame, di «vizi incompleti» del contratto, espressione nella quale tendono ad essere ricompresi tutti quegli atteggiamenti, tenuti in fase precontrattuale, che abbiano inciso fuorviandola sulla volontà e/o capacità dell'altro contraente, o che abbiano integrato un approfittamento dell'errore o dell'incapacità altrui, senza essere tuttavia connotati da quelle caratteristiche che il legislatore considera presupposti dell'azione di annullamento. Al riguardo, v. MANTOVANI, *«Vizi incompleti» del contratto e rimedio risarcitorio*, Torino, 1995.

«ontologico», come **interesse negativo**, dal momento che il danneggiato non avrebbe inteso stipulare l'accordo se non fuorviato dalla scorrettezza altrui, ed avrebbe pertanto verosimilmente interesse ad essere reintegrato nella medesima posizione in cui si sarebbe trovato non concludendo il contratto[27].

E tuttavia da tale constatazione fattuale non pare potersi desumere l'ammissibilità di un risarcimento consistente nel totale ripristino dello *status quo ante*, attesa l'avvenuta conclusione di un contratto valido e vincolante tra le parti. Diversamente opinando, quanto meno in relazione all'ampia categoria dei contratti a prestazioni corrispettive, si legittimerebbe - sotto un diverso nome - una nuova ipotesi di risoluzione, con conseguenti restituzioni, del tutto ignota all'ordinamento.

Sembra allora più coerente con la complessiva ed unitaria disciplina della responsabilità precontrattuale ritenere che anche in questo caso il danno risarcibile per lesione dell'interesse negativo consti della duplice componente del danno emergente (spese sostenute per la trattativa e la preparazione dell'esecuzione del contratto concluso ma svantaggioso) e del lucro cessante inteso nella nozione differenziale di cui si è detto innanzi.

La peculiarità della fattispecie, costituita in questo caso dalla conclusione di un contratto valido, sembra dunque poter incidere soltanto sui termini di detto differenziale: il risarcimento delle occasioni perdute sarà quantificabile tenendo conto della differenza tra il valore della prestazione ricevuta in esecuzione del contratto concretamente concluso ed il valore della prestazione che il danneggiato avrebbe potuto ottenere con il medesimo esborso di denaro o altre risorse, qualora fosse stato libero di coltivare una diversa occasione contrattuale offerta dal mercato, ovvero qualora non fosse stato slealmente indotto a vincolarsi a quel contratto poi rivelatosi pregiudizievole.

Nelle altre ipotesi di induzione a concludere un contratto diverso, e/o a condizioni diverse rispetto a quelle che si sarebbero accettate in assenza del comportamento scorretto (si pensi, ad esempio, al dolo incidente), l'interesse leso sembra invece qualificabile come **interesse positivo**, e cioè come interesse a concludere quello specifico contratto che la parte danneggiata si era prefigurata in virtù delle informazioni, o in ogni caso della condotta contraria a buona fede tenuta dalla controparte in fase di trattativa o formazione del contratto[28] (80) .

[27] Cfr. LUMINOSO, *La lesione dell'interesse contrattuale negativo (e dell'interesse positivo) nella responsabilità civile*, in *Contratto e impresa*, 1988, 796.
[28] In tal senso, v. LUMINOSO, *op. cit*., 798.

Come precisato dalla Suprema Corte il risarcimento, in tale ipotesi, deve essere ragguagliato al "***minor vantaggio o al maggior aggravio economico***" procurato alla parte lesa dal contegno precontrattuale scorretto della controparte[29].

Viene così in rilievo una **valutazione virtuale del vantaggio** (e cioè dei profitti) che il cliente avrebbe (eventualmente) conseguito dall'esecuzione del contratto in assenza del fattore deviante, ossia ***una sorte di interesse (positivo) legato non all'esecuzione del contratto storicamente stipulato ma all'esecuzione di un (diverso) contratto mai stipulato***, che si sarebbe concluso se non ci fosse stato il fattore deviante (omessa informazione ad opera della controparte)[30].

LUCIANO GUAGLIONE

[29] Cfr. Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, *cit.*, in *Giur. comm.*, 2006, 4, 626, con nota di CARLO-ENRICO SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità precontrattuale*; Cass. 29 marzo 1999, n. 2956, in *Giur. it.*, 2000, 1192 ss., con nota di DALLA MASSARA, *Dolo incidente*: *quantum risarcitorio e natura della responsabilità.* Tale criterio è stato ribadito dalla giurisprudenza di legittimità anche in epoca più recente: cfr. Cass. civ., sez. III, 8 ottobre 2008, n. 24795.

[30] In tal senso, v. GUAGLIONE, *Il contratto*, in *Studi di diritto civile*, II, *cit.*, cap. I, § 6, p. 31.