



ADA VITALE

Intermediazione finanziaria, obblighi di informazione e valutazione di adeguatezza dell'investimento.

Cass. sez. I, sent. 18.6.2018, n. 15936, Pres. Giancola M.C., Est. Di Marzio P.

In materia di servizi di investimento mobiliare, l'intermediario finanziario è tenuto a fornire al cliente una dettagliata informazione preventiva circa i titoli mobiliari e, segnatamente, con particolare riferimento alla natura di essi ed ai caratteri propri dell'emittente, ricorrendo un inadempimento sanzionabile ogni qualvolta detti obblighi informativi non siano integrati e restando irrilevante, a tal fine, ogni valutazione di adeguatezza dell'investimento (massima ufficiale Ced Cass. Rv. 649530 - 01).

Sommario: 1. Intermediazione finanziaria ed obblighi di informazione: il caso esaminato nella sentenza in commento. - 2. Il quadro normativo di riferimento. - 3. Configurabilità della responsabilità dell'intermediario in presenza della violazione dell'obbligo di informazione: analisi del rapporto tra obblighi informativi ed obblighi di astensione posti dal vigente sistema normativo a carico dell'intermediario e nesso di causalità. - 4. Obblighi di informazione successiva alla stipulazione del contratto quadro di natura pattizia. - 5. Sussistenza in capo all'intermediario dell'obbligo di informazione (anche) successivamente alla negoziazione dei titoli. - 6. Considerazioni conclusive.

1. Intermediazione finanziaria ed obblighi di informazione: il caso esaminato nella sentenza in commento.

La sentenza n. 15936 del 2018, pronunciata dalla prima sezione civile della Suprema Corte, offre spunti di riflessione su diverse questioni centrali in materia di intermediazione finanziaria.

L'attore aveva stipulato con primario Istituto di Credito un contratto di deposito titoli amministrato nel maggio del 2001 e, nel febbraio del 2008, in occasione della scadenza di un'operazione di pronti contro termine, aveva reinvestito la somma, ormai prossima alla liquidazione, nell'acquisto di obbligazioni Lehman Brothers. Nell'ordine di acquisto, la banca aveva dichiarato che tali obbligazioni risultavano poco rischiose, obbligandosi pattiziamente anche ad avvisare tempestivamente il cliente ove si fosse verificata una variazione significativa del livello di rischio. Tuttavia, a seguito del *default* del gruppo Lehman, il cliente perdeva gran parte del capitale investito. Pertanto, conveniva in giudizio la banca per conseguire la declaratoria di nullità dell'ordine di acquisto dei valori mobiliari per violazione delle norme imperative in materia ovvero, in alternativa, la risoluzione dell'ordine di acquisto per impossibilità sopravvenuta della prestazione, con conseguente condanna della convenuta alla restituzione di una somma pari all'importo investito; in via subordinata o alternativa, chiedeva accertarsi l'inadempimento dell'intermediario agli obblighi informativi *ex lege*, con condanna dell'istituto di credito al risarcimento dei danni, quantificati in misura pari all'importo del capitale investito. Il giudice di primo grado accoglieva la domanda condannando la banca al risarcimento del danno in favore dell'attore, avendo ritenuto violati da parte dell'istituto di credito molteplici obblighi, in primo luogo quello di adeguatezza, posto che il dovere di astensione dell'intermediario in caso di operazioni non adeguate deve ritenersi operante con riferimento a qualsivoglia operazione di investimento (compresa la mera ricezione di ordini); in secondo luogo quello di informazione sia in epoca anteriore che successiva all'acquisto. La decisione, impugnata dalla banca, veniva confermata dalla Corte di Appello di Torino la quale riteneva integrato l'inadempimento dell'intermediario rilevando, tra l'altro, che il cliente aveva manifestato una bassa propensione al rischio (come desumibile dal questionario somministratogli in data 13.12.06), tanto che la stessa banca aveva definito il profilo finanziario del cliente in termini di "propensione al rischio: bassa". Avverso la sentenza d'appello l'istituto di credito proponeva ricorso per cassazione, cui resisteva con controricorso l'originario attore.

La sentenza della Cassazione ha ritenuto sussistente la responsabilità della banca intermediaria e respinto i cinque motivi di ricorso dalla stessa articolati.



La prima questione attiene alla configurabilità di un inadempimento sanzionabile in capo all'intermediario in caso di violazione da parte dello stesso degli obblighi informativi *ex lege*. Con il primo motivo di ricorso, la ricorrente lamentava che la Corte territoriale avesse ritenuto l'inadempimento dell'intermediario per omessa informativa (prima dell'acquisto dei titoli) in ordine alla natura dei titoli stessi e alla loro diversità rispetto alle operazioni di pronti contro termine sino ad allora effettuate dal cliente, sebbene tale preteso inadempimento non abbia formato oggetto di accertamento da parte del giudice di primo grado. Il Giudice di legittimità ha ritenuto l'infondatezza della contestazione sotto tale profilo rilevando che l'attore ha dedotto sin dalla citazione introduttiva di primo grado che "le operazioni di pronti contro termine sono connotate da un rischio assai contenuto... e che la banca ha omesso di illustrare gli effettivi rischi connessi con l'acquisto dei titoli Lehman, omettendo di riferire, tra l'altro, che si tratta di obbligazioni *corporate* emesse da una banca d'affari americana... ed, anzi, prospettando la sostanziale equivalenza di tale investimento ad un'operazione di pronti contro termine" e che, d'altra parte, la Corte territoriale ha ben evidenziato come la banca non abbia in alcun modo contestato il fatto che il suo funzionario non ha fornito le specifiche informazioni dovute. Ha quindi ritenuto infondata anche nel merito la contestazione sollevata con il primo motivo di ricorso poiché la Corte di Appello ha ben evidenziato dati indiscutibili, come la diversa natura del titolo rispetto a quelli in precedenza acquistati dall'investitore e la sua particolare natura di obbligazione emessa da una banca privata straniera, che imponevano all'intermediario di assolvere al proprio obbligo informativo prima della stipula dell'ordine di acquisto attraverso informazioni dettagliate, tanto più doverose nei riguardi di un investitore che la stessa banca aveva profilato come disponibile a sopportare un rischio basso, cioè a prescindere da ogni valutazione di adeguatezza o appropriatezza dell'investimento.

La sentenza in commento afferma, quindi, che, in presenza della violazione dell'obbligo di informazione, l'inadempimento dell'intermediario è già integrato, indipendentemente dalla valutazione di adeguatezza dell'investimento. La questione sottesa a tale statuizione attiene all'esatta individuazione, ai fini della sussistenza di un danno risarcibile, del rapporto intercorrente tra la fattispecie dell'inosservanza degli obblighi di informazione e quella della violazione delle specifiche prescrizioni dettate per l'ipotesi di operazioni non adeguate, tema sul quale si registrano nella giurisprudenza di merito soluzioni interpretative non sempre univoche.

2. Il quadro normativo di riferimento.

Le basi normative degli obblighi di condotta dell'intermediario si rinvergono nella legge n. 1/91 "Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari". Le successive norme che hanno sostituito la legge n. 1/91 hanno rafforzato gli oneri di informazione "attiva" e "passiva" in capo all'intermediario. Già l'art. 17 del decreto legislativo n. 415/96 (c.d. Decreto Eurosim) prevedeva che "nella prestazione dei servizi previsti dal presente decreto le imprese di investimento e le banche devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse ed, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento; d) disporre di risorse e di procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi; e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sugli strumenti finanziari e sul denaro affidati", laddove va sottolineato che, oltre al principio di trasparenza, veniva esplicitato che gli obblighi di comportamento sono imposti all'intermediario non solo nell'interesse del singolo, ma anche a fini di tutela dell'integrità dei mercati, previsione questa (invero già ricavabile dal sistema¹) che contribuiva a rafforzarne ulteriormente il rilievo giuridico e la portata. Infine, l'art. 21 del decreto legislativo n. 58/98 (T.U.F.)² ha ribadito che "1. Nella prestazione dei servizi di investimento ed accessori, i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti

¹ L'art. 47, comma 1, Cost. recita che "La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito".

² Il testo della norma risulta così modificato dal successivo decreto legislativo n. 164/07 che ha recepito la Direttiva Mifid 1.



trasparenza ed equo trattamento; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi; e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati. 2. Nello svolgimento dei servizi, le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente”.

A fianco della normativa legislativa primaria si pone quella regolamentare, la quale precisa ed amplia i suddetti obblighi. Così l'art. 28 del Regolamento Consob n. 11522/98 (*Informazioni tra gli intermediari e gli investitori*), precisa che “1. Prima della stipulazione del contratto di gestione e di consulenza in materia di investimenti e dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono: a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio. L'eventuale rifiuto di fornire le notizie richieste deve risultare dal contratto di cui al successivo art. 30 ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore; b) consegnare agli investitori il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari di cui all'Allegato n. 3. 2. Gli intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo avere fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento.. “ Il successivo art. 29 (*Operazioni non adeguate*), prevede che “Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. 2. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'art. 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati. 3. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad un'operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”. In termini ancor più espliciti, il nuovo Regolamento Consob n. 16190/07, ridisegnando ulteriormente gli obblighi di informazione dell'intermediario, si premura di chiarire all'art. 27 (*Requisiti generali delle informazioni*) che “1. Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni pubblicitarie e promozionali sono chiaramente identificabili come tali. 2. Gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono: a) all'impresa di investimento ed ai relativi servizi; b) agli strumenti finanziari ed alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti ed avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento; c) alle sedi di esecuzione; d) ai costi ed oneri connessi”.

3. Configurabilità della responsabilità dell'intermediario in presenza della violazione dell'obbligo di informazione: analisi del rapporto tra obblighi informativi ed obblighi di astensione posti dal vigente sistema normativo a carico dell'intermediario e nesso di causalità.

Nelle azioni di responsabilità per danni subiti dall'investitore, in cui deve accertarsi se l'intermediario abbia diligentemente adempiuto alle obbligazioni scaturenti dal contratto di negoziazione e dalla legge, la distribuzione dell'onere della prova si articola - alla stregua del sistema normativo delineato dagli artt. 21 e 23 del d.lgs. n. 58/98 e dal Regolamento Consob n. 11522/98 - nel senso che incombe sull'investitore l'onere di allegare l'inadempimento delle citate obbligazioni da parte dell'intermediario, e fornire la prova del danno e del nesso di causalità tra questo e l'inadempimento, anche sulla base di presunzioni, mentre compete all'intermediario provare l'avvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico e, sotto il profilo soggettivo, di avere agito “con la specifica diligenza richiesta”³. Per quanto attiene, in particolare, al nesso di causalità, deve considerarsi che, vertendosi in tema di causalità omissiva, il relativo accertamento dev'essere condotto dal giudice attraverso

³ In tal senso è univocamente orientata la giurisprudenza di legittimità: Cass. sez. I, sent. 17.02.09, n. 3773, Ced Cass. Rv. 606918-01, Cass. sez. I, sent. 29.10.10, n. 22147, Ced Cass. Rv. 615469- 01, Cass. sez. I, sent. 19.01.16, n. 810, Ced. Cass. Rv.638346- 01.



l'enunciato controfattuale, ossia ponendo al posto dell'omissione la condotta alternativa dovuta, onde stabilire se la condotta doverosa avrebbe evitato il danno lamentato dal danneggiato.⁴

Ciò premesso, il tema dei rapporti tra obblighi informativi ed obblighi di astensione posti a carico dell'intermediario dal vigente sistema normativo è stato compiutamente affrontato dalla Corte regolatrice nell'ordinanza sez. I, 25.10.17, n. 25335⁵, della quale sembra opportuno richiamare i passaggi salienti per la parte d'interesse. Il Giudice di legittimità ha precisato che i casi nei quali il giudizio controfattuale non trova fondamento applicativo sono quelli in cui si dibatte della violazione, da parte dell'intermediario, di un obbligo di astensione. Si sostiene, infatti, che in tali ipotesi la causalità possa considerarsi *in re ipsa* dal momento che il danno non si produce se il prestatore dei servizi di investimento si astiene dal comportamento che gli è vietato e se l'operazione non ha quindi luogo. Così nella vigenza dell'art. 6, lett. g), della legge n. 1/91, che faceva espresso ed assoluto divieto all'intermediario di dare corso all'operazione in presenza di una situazione di conflitto di interessi non rivelata al cliente o, comunque, in difetto di autorizzazione espressa del cliente medesimo, le Sezioni Unite ebbero ad affermare che ove fossero state poste in essere operazioni in cui l'intermediario versasse in situazione di asserito conflitto di interessi, dovesse attribuirsi rilievo, per individuare l'esistenza di un danno risarcibile e la correlazione causale tra detto danno e l'illegittimo comportamento addebitabile all'intermediario, “*alle sole conseguenze della mancata astensione dell'intermediario medesimo dal compiere un'operazione non consentita nelle condizioni di cui alla citata disposizione e non già alle conseguenze derivanti dalle modalità con cui l'operazione era stata in concreto realizzata o avrebbe potuto esserlo ipoteticamente da altro intermediario*”⁶. Veri e propri obblighi di astensione sono contemplati anche dal Reg. Consob n. 11522/98. Così, proprio in tema di conflitto di interessi, è stabilito (art. 27), infatti, che gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia poi acconsentito espressamente, e con le medesime modalità, all'effettuazione dell'operazione. Lo stesso Regolamento prevede, altresì, che gli intermediari autorizzati debbano astenersi dal dare corso ad operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione e che, allorquando ricevano disposizioni relative ad un'operazione non adeguata, informino il cliente di tale circostanza, oltre che delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione e possano, poi, dare corso a siffatta operazione solo sulla base di un ordine impartito per iscritto o, in caso di disposizione data telefonicamente, sulla base di un ordine registrato (art. 29 richiamato *supra*). Che l'intermediario, sulla base di puntuali prescrizioni normative, abbia l'obbligo di astenersi si spiega agevolmente: il divieto di dare corso ad un'operazione inadeguata dipende dalla presunzione di pericolo che accompagna tale operazione e che, una volta prodottosi il danno, giustifica l'individuazione di una correlazione causale particolarmente attendibile tra quest'ultimo e la condotta vietata, ossia tra il danno stesso e l'inosservanza dell'obbligo di astensione, potendosi in tali casi il nesso causale, pertanto, considerare *in re ipsa*⁷.

⁴ Per l'applicazione del principio in tema di intermediazione finanziaria si veda Cass. n. 17138/16 e Cass. n. 17194/16, entrambe pubblicate per esteso su *De Jure*, in cui si è affermato che, in detta materia, è necessario verificare, secondo un giudizio necessariamente probabilistico condotto secondo il modello della prognosi postuma, se l'investitore, una volta adeguatamente informato, avrebbe desistito dall'investimento rivelatosi poi pregiudizievole.

⁵ Consultabile nel testo integrale nell'archivio della Suprema Corte, Ced Cass. Rv. 645936 - 02.

⁶ Cass. S.U., sent. 19.12.07, n. 26724, Ced Cass. Rv. 600329, edita, tra l'altro, in *Giust. civ.*, 2008, I, 1175, con nota di NAPPI, *Le Sezioni Unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*.

⁷ Cfr. per una siffatta impostazione Trib. Udine, 1.07.11, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*, secondo cui, allorchè l'intermediario abbia violato l'obbligo di astensione (come nel caso di conflitto di interesse o di operazioni inadeguate), il nesso di causalità deve ritenersi “*in re ipsa*”. In senso analogo Corte di Appello Milano, 28.03.12, anch'essa edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*, ha chiarito che l'accertata violazione del divieto legale di dar corso ad operazioni inadeguate preclude ogni ulteriore indagine sul nesso causale tra inadempimento e danno. Resta infatti irrilevante la volontà ipotetica dell'investitore in ordine all'incidenza dell'omessa informazione sulla volontà del cliente, al pari del giudizio ipotetico sull'ordine degli eventi che si sarebbero altrimenti verificati, atteso che, una volta riconosciuto che si è in presenza di un divieto legale di agire, l'illecito consiste e si consuma nel semplice fatto di agire in violazione del divieto. Rileva, infatti, soltanto che l'intermediario ha posto l'investitore in una situazione di pericolo che il legislatore intendeva prevenire per scongiurare il rischio di un pregiudizio ritenuto insito in quella condotta.



Non è, viceversa, predicabile una causalità *in re ipsa* nella differente ipotesi di violazione da parte dell'intermediario degli obblighi informativi di natura attiva di cui all'art. 28, comma 2, del Reg. Consob n. 11522/98. E' proprio il raffronto, prosegue la Suprema Corte, tra la fattispecie dell'esecuzione dell'ordine di investimento inadeguato, disciplinata dall'art. 29 del Reg. Consob cit., e quella dell'inadempimento dell'obbligo di informare circa la natura, i rischi e le implicazioni della specifica operazione o del servizio a prescindere dal fatto che le due ipotesi non siano, ai fini che qui interessano, sovrapponibili. Invero, ci si può chiedere se la disposizione di cui all'art. 28, comma 2, cit. voglia configurare un obbligo di astensione, quale quello posto dal successivo art. 29, o se non intenda, piuttosto, semplicemente rimarcare che l'investimento debba essere preceduto dall'adempimento dell'obbligo informativo di cui trattasi, per modo che la norma esaurisca il proprio contenuto precettivo sul piano della previsione di una regola di condotta da osservarsi inderogabilmente prima del compimento, da parte dell'intermediario, dell'operazione finanziaria o del servizio di gestione. Quest'ultima opzione interpretativa è quella che, secondo Cass. n. 25335/17, deve preferirsi.

Al riguardo, occorre considerare che *sul piano causale un'informazione insufficiente non è equiparabile ad un'operazione inadeguata*. Difatti la violazione di un obbligo informativo, per quanto possa assumere rilievo eziologico nel giudizio di danno, non autorizza a ritenere che la perdita economica subita dall'investitore dipenda proprio dall'inadempimento di detto obbligo; basti pensare al caso in cui l'investitore abbia una propensione ad operazioni speculative: in tale evenienza sarà ragionevole supporre che l'interessato, benché informato della rischiosità del prodotto finanziario che si accinge ad acquistare, avrebbe deciso comunque di procedere all'investimento.

Diversamente è a dirsi per il caso in cui l'intermediario dia corso ad un'operazione non adeguata: in quest'ultima ipotesi, infatti, è la stessa connotazione che assume in concreto l'investimento a dar ragione di come il pregiudizio patrimoniale subito dall'investitore discenda direttamente dalla condotta dell'intermediario che vi ha dato esecuzione. Se si considerano in questa particolare prospettiva le due fattispecie dell'inosservanza degli obblighi di informazione attiva (art. 28, comma 2) e della violazione delle specifiche prescrizioni dettate per l'eventualità di operazioni inadeguate (art. 29), può credersi che il Regolamento Consob non abbia inteso accomunare le stesse nell'obbligo di astensione. Può ritenersi cioè che il divieto per l'intermediario di contrattare trovi ragione nella presenza, nella seconda ipotesi e non anche nella prima, di una situazione di pericolo particolarmente qualificata, tipizzata dall'inadeguatezza obiettiva dell'operazione. In altri termini, quel che rileva, ai fini dell'individuazione dell'obbligo di astensione, sembra essere la valorizzazione, nella disciplina positiva, di situazioni astratte di pericolo, qualificate da una particolare gravità, in presenza delle quali il rischio del danno è talmente pregnante da avere indotto il legislatore a vietare l'operazione da cui esso scaturirebbe. Un tale rischio si configura quando è l'operazione in sé (non il fatto che l'investitore possa non esserne adeguatamente informato) ad essere potenzialmente produttiva del danno. Se tale è la *ratio* che sottende l'obbligo assoluto di astensione, ben si comprende che esso ricorra ove venga in questione la fattispecie dell'inadeguatezza dell'investimento e quella del conflitto di interessi (in cui l'intermediario è addirittura portatore di interessi non compatibili con quelli dell'investitore per conto del quale dovrebbe agire), non anche nel caso in cui le informazioni sull'operazione o sul servizio fornite dall'intermediario risultino essere insufficienti o incomplete, poiché una tale circostanza, ancorché espressione di inadempimento, non autorizza, in termini generali, eguale prognosi circa la riconducibilità del pregiudizio economico sofferto dall'investitore alla carenza informativa imputabile all'intermediario. Ne deriva che, mentre nell'ipotesi dell'intermediario che dia esecuzione ad un'operazione inadeguata o in situazione di conflitto di interessi, deve semplicemente prendersi atto che il pregiudizio patrimoniale non si sarebbe verificato ove l'intermediario si fosse conformato al divieto di agire impostogli, con la conseguenza che in tale ipotesi la violazione dell'obbligo di astensione da parte dell'intermediario medesimo esclude la necessità di un'indagine sul nesso causale, da ritenersi "in re ipsa", nella differente ipotesi di inosservanza dell'obbligo informativo, in cui non è operante un divieto di agire, l'esistenza del nesso causale dovrà essere accertata in concreto attraverso l'enunciato controfattuale essendo qui configurabile la possibilità, per l'investitore, di compiere l'operazione e non potendosi escludere che quest'ultimo, una volta che fosse stato adeguatamente informato del preciso contenuto dell'investimento e dei rischi ad esso connaturati, avrebbe deciso ugualmente di darvi corso.



Nella fattispecie esaminata⁸ la Suprema Corte ha, pertanto, confermato la sentenza della Corte territoriale che, ritenuto l'inadempimento dell'intermediario ai propri obblighi informativi, ne aveva escluso la rilevanza causale nella produzione del danno lamentato dagli investitori avendo accertato che gli stessi, qualora avvertiti dell'alto rischio connesso ai titoli acquistati, avrebbero comunque proceduto all'acquisto.

In linea di coerenza con la ricostruzione che precede si pone la sentenza della Suprema Corte n. 15936 del 2018, che si annota, la quale ha statuito che, in caso di violazione da parte dell'intermediario degli obblighi informativi di cui all'art. 28, comma 2, del Reg. Consob n. 11522/98 e di accertata incidenza causale del detto inadempimento nella produzione del danno sofferto dall'investitore (che, se previamente e adeguatamente informato, avrebbe desistito dalla sottoscrizione dell'ordine), la responsabilità dell'intermediario va affermata, e quindi riconosciuta la tutela risarcitoria invocata dall'investitore, a prescindere dalla valutazione relativa all'adeguatezza obbiettiva dell'investimento. E' questa l'importante e condivisibile precisazione contenuta nella sentenza in commento. Ciò equivale a dire che *l'obbiettivo adeguatezza dell'investimento, in ipotesi ravvisata dall'intermediario alla stregua delle informazioni acquisite ai sensi dell'art. 28, comma 1, del Reg. Consob cit., non elide l'obbligo legale di fornire al cliente una puntuale e completa informazione sull'investimento da compiersi*, obbligo che si pone in una fase diversa ed antecedente rispetto alla valutazione di adeguatezza dell'investimento e che, se regolarmente adempiuto dall'intermediario, pone l'investitore nella condizione di operare una scelta consapevole anche nel senso di non compiere l'investimento propostogli.

Pertanto, qualora si accerti che l'investitore, reso edotto della natura e del contenuto dello specifico investimento nonché dei rischi e delle implicazioni che lo connotano, non ne avrebbe ordinato l'esecuzione, dovrà ritenersi sussistente il collegamento causale tra la perdita economica subita dal medesimo e l'inadempimento da omessa informativa ascrivibile all'intermediario, e quindi provata la rilevanza causale dell'inadempimento nella produzione del danno, senza che l'intermediario possa addurre, per andare esente da responsabilità, l'obbiettivo adeguatezza dell'investimento al profilo di rischio del cliente. All'intermediario è data, come ovvio, la possibilità di fornire prova contraria al fine di dimostrare il proprio diligente adempimento o l'assenza di nesso causale⁹ ma *la prova liberatoria non potrà fondarsi sul mero dato che lo strumento finanziario acquistato fosse comunque oggettivamente adeguato all'investitore*. La lettura sistematica delle disposizioni di cui agli artt. 28 e 29 del Reg. Consob n. 11522/98 non consente, dunque, che l'intermediario "sovrapponga" la propria valutazione di adeguatezza, seppur fondata su elementi obiettivi, alla scelta del cliente che deve scaturire da una conoscenza esaustiva e completa in ordine alla natura del titolo acquistato, al *rating* riconosciuto dalle agenzie internazionali ed al rischio connesso in relazione ai caratteri dell'emittente.

Invero, la tesi sostenuta da una parte della giurisprudenza di merito -secondo cui, pur in presenza di un'informazione insufficiente, deve negarsi la sussistenza di un danno risarcibile laddove l'operazione finanziaria posta in essere si riveli oggettivamente adeguata al profilo di rischio dell'investitore¹⁰ - non pare condivisibile in ragione di quanto sopra argomentato circa la particolare pregnanza degli obblighi informativi, posti dalla legge a carico degli intermediari con la precipua funzione di orientare il cliente onde porlo nella condizione di esprimere un consenso "informato" rispetto alle scelte di investimento o disinvestimento. In proposito, alla stregua dei più recenti arresti giurisprudenziali, è stato con chiarezza affermato che l'assolvimento degli obblighi informativi da parte dell'intermediario non può intendersi in un senso meramente formale poiché *"nella prestazione dei servizi di investimento, la norma dell'art. 21 del TUF impone all'intermediario di fornire all'investitore un'informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, avuto riguardo alle caratteristiche personali ed alla situazione finanziaria del cliente. Al fine di assolvere tale obbligo in relazione alla singola operazione di investimento, l'intermediario deve fornire informazioni*

⁸ In questo caso il contratto di investimento in valori mobiliari, si legge nella decisione, aveva ad oggetto "obbligazioni argentine".

⁹ In Cass. Sez. I, ord. 16.02.18, n.3914, Ced. Cass. Rv. 647234 - 01, viene sottolineato che, in caso di accertata inosservanza dei doveri informativi da parte dell'intermediario, tale condotta omissiva è normalmente idonea a cagionare il pregiudizio lamentato dall'investitore; il che, tuttavia, non esclude la possibilità di una prova contraria da parte dell'intermediario circa la sussistenza di sopravvenienze che risultino in sé atte a deviare il corso della catena causale derivante dall'asimmetria informativa.

¹⁰ Così Corte Appello Bologna, n. 816/09 del 30.06.09, inedita, annullata con rinvio da Cass. sez. I, sent. 21.04.16, n. 8089, Ced Cass. Rv. 639317 - 01, in cui i giudici di merito avevano statuito che la valutazione di idoneità degli investimenti alle caratteristiche soggettive dell'investitore esclude la correlazione causale tra la perdita economica da quest'ultimo patita e l'inadempimento dell'intermediario agli obblighi informativi.



idonee a descriverne la natura (la quantità e la qualità dei prodotti in questione) e a rappresentarne la specifica rischiosità”¹¹. Nello stesso senso si è precisato che “il profilo dell’investitore riveste un indubbio rilievo al fine di valutare l’adeguatezza delle informazioni acquisite e fornite dall’intermediario ma non può determinare l’eliminazione dell’obbligo legale d’informazione a carico dell’intermediario o la sua riconduzione entro clausole di stile, dovendosene valutare l’assolvimento, in primo luogo, in considerazione della natura ed entità degli investimenti, nonché della tipologia e della rischiosità dei medesimi. L’obbligo informativo risulta composto di un contenuto oggettivo ed uno soggettivo. Il contenuto oggettivo delle informazioni relative all’investimento non può essere determinato esclusivamente alla stregua del profilo soggettivo dell’investitore, quando quest’ultimo non sia operatore professionale, ma dev’essere anche caratterizzato da un nucleo di dati oggettivamente riferibili agli investimenti che si intendono proporre contrattualmente ed eseguire”¹². Ed ancora è stato puntualizzato che “le specifiche ragioni che rendono nel concreto inadeguata una data operazione devono perciò venire trasmesse all’investitore con contenuti e termini tali da risultare destinate a porsi come reali co-fattori della decisione di questi: di non investimento, come anche, nel caso, di investimento” e che “è obbligo dell’intermediario indicare all’investitore tutte le specifiche ragioni che risultano idonee a rendere un’operazione di investimento inadeguata per lo stesso, ivi comprese quelle attinenti al rischio di mancato rimborso del capitale investito”¹³.

Analogo orientamento è riscontrabile nell’ambito della giurisprudenza di merito. Il Tribunale di Bari¹⁴ ha statuito che “gli obblighi informativi posti a carico dell’intermediario, discendenti dalle norme ex art. 21 TUF e 26-31 del Reg. Consob n. 11522 del 1998, possono ritenersi concretamente adempiuti solo quando l’investitore abbia pienamente compreso le caratteristiche essenziali dell’operazione non solo con riguardo ai suoi rischi patrimoniali ma anche con riferimento alla sua adeguatezza”. In senso analogo si è espressa la Corte di Appello di Palermo¹⁵ secondo cui “l’acquisto di altri titoli a rischio in epoca antecedente all’operazione contestata non fa venir meno l’obbligo della banca di fornire informazioni adeguate, relative alle caratteristiche dei titoli, alla mancanza di rating, alla solidità patrimoniale dell’ente emittente e, quindi, all’effettiva possibilità per lo stesso di rimborsare il proprio debito alla scadenza”.

Non costituisce, dunque, idonea prova liberatoria per l’intermediario la dimostrazione che l’operazione finanziaria posta in essere fosse oggettivamente adeguata al profilo dell’investitore (come delineato sulla base delle informazioni assunte secondo le prescrizioni dettate dall’art. 28 comma 1, del d.lgs. n. 58/98) qualora l’indagine controfattuale conduca ad accertare, sulla base di elementi presuntivi, che l’investitore, ove debitamente informato dei rischi connaturati all’investimento poi rivelatosi pregiudizievole, non vi avrebbe dato corso. In tal caso, la responsabilità dell’intermediario andrà affermata restando, come detto, irrilevante ogni valutazione di obiettiva adeguatezza dell’investimento.

La soluzione interpretativa accolta dalla sentenza in commento trova rispondenza nell’orientamento espresso dalla più recente giurisprudenza di legittimità la quale ha affermato che il mancato rispetto degli obblighi di informazione ingenera una presunzione di riconducibilità dell’operazione finanziaria posta in essere alla mancata prestazione dell’informazione che risulta dovuta dall’intermediario¹⁶, ciò che determina un alleggerimento dell’onere probatorio gravante sull’investitore ai fini dell’esercizio dell’azione risarcitoria: non nel senso che il danno derivante dall’inadempimento degli obblighi informativi possa rivelarsi *in re ipsa* ma in quello più limitato di consentire l’accertamento, in via presuntiva, del nesso di causalità.¹⁷

4. Obblighi di informazione successiva alla stipulazione del contratto quadro di natura pattizia.

E’ il caso di notare che l’impostazione sottesa alla sentenza in commento è quella che configura come inadempimento contrattuale la violazione degli obblighi di condotta da parte dell’intermediario successivamente alla stipula del contratto di intermediazione finanziaria (c.d. contratto quadro). Ciò risponde all’ormai consolidato

¹¹ Cass. sez. I, sent. 28.02.18, n. 19254, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*.

¹² Cass. sez. I, sent. 21.04.16, n. 14873, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*.

¹³ Cass. sez. I, sent. 18.05.17, n. 12544, Ced Cass. Rv. 644206 - 01.

¹⁴ Trib. Bari, 8.01.16, n. 58, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*.

¹⁵ Corte di Appello di Palermo, 15.03.13, n. 572, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*.

¹⁶ Cass. sez. I, ord. 16.02.18, n. 391 ... *cit.*, nel testo.

¹⁷ Cass. sez. I, sent. 17.11.16, n. 23417, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*, in motivazione.



orientamento della giurisprudenza di legittimità¹⁸ secondo cui, in tema di intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri di 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 conseguenze risarcitorie, ove dette violazioni avvengano nella fase antecedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione finanziaria destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti (c.d. contratto quadro il quale, per taluni aspetti, può essere accostato alla figura del mandato), mentre può dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto suddetto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria, in ogni caso, dovendosi escludere che, in mancanza di un'esplicita previsione normativa, la violazione dei menzionati doveri di comportamento possa determinare, a norma dell'art. 1418, comma 1, c.c., la nullità del contratto d'intermediazione o dei singoli atti negoziali posti in essere in base ad esso. Secondo l'impostazione suddetta, che riprendeva quella proposta dalla sentenza n. 19024 del 2005¹⁹, la violazione di norme imperative che regolano i comportamenti delle parti nella fase precontrattuale e di formazione del contratto comporta la responsabilità precontrattuale della parte nel caso in cui venga lesa la libertà negoziale dell'altra. La responsabilità precontrattuale non è esclusa dall'avvenuta stipulazione di un contratto valido: in tal caso la responsabilità permane limitatamente ai pregiudizi che non sono assorbiti dalla tutela dell'interesse all'adempimento del contratto. E quindi, fondamentalmente, in relazione al pregiudizio consistente nelle peggiori condizioni contrattuali ("minor vantaggio o maggior aggravio economico") alle quali il contraente ha stipulato in conseguenza dell'illecita lesione della sua libertà negoziale. La violazione di norme imperative che regolano i comportamenti esecutivi delle parti configura invece responsabilità contrattuale, quale responsabilità da inadempimento di obblighi specifici. Più in particolare, le norme imperative integrano il rapporto contrattuale con doveri nei confronti della controparte che si aggiungono agli obblighi derivanti dal contratto. L'inadempimento degli obblighi specifici *ex lege* configura, pertanto, in tal caso, inadempimento del contratto: ne segue che la violazione della norma imperativa non comporta la nullità del contratto, ma i rimedi della risoluzione per inadempimento (se l'inadempimento sia da considerare grave ex art. 1455 c.c.) e del risarcimento del danno (nei termini dell'interesse positivo all'adempimento del contratto).

Nel caso esaminato dalla sentenza in commento, l'omessa informativa da parte dell'intermediario si colloca nella fase successiva alla stipula del contratto quadro e precedente la sottoscrizione dell'ordine di acquisto dei titoli Lehman Brothers, dato questo che consente di configurare la responsabilità dell'intermediario come contrattuale, ossia da inadempimento dell'obbligo scaturente dal contratto quadro (come integrato dalle regole imperative di condotta dettate dalla normativa primaria e regolamentare) di fornire al cliente specifiche e dettagliate informazioni sulla natura e sui rischi delle singole operazioni prima del loro compimento.

5. Sussistenza in capo all'intermediario dell'obbligo di informazione (anche) successivamente alla negoziazione dei titoli.

Ulteriore questione di estremo interesse che la sentenza n. 15936 del 18.06.18 affronta è quella afferente alla possibilità di configurare in capo all'intermediario un obbligo di informazione che permane durante l'intera fase esecutiva del rapporto.

Secondo la censura formulata dall'Istituto di Credito ricorrente con il quarto motivo di ricorso, la Corte di merito avrebbe errato per avere ritenuto che il comportamento tenuto dall'investitore (che, nell'estate del 2008, aveva deciso di non disinvestire i titoli pur essendo venuto a conoscenza della natura di banca d'affari della società emittente e della situazione di instabilità della medesima implicante un aumento della rischiosità del titolo) non possa essere considerato indicativo dell'assunzione da parte sua di un più elevato profilo di rischio, tale da rendere insussistente il nesso di causalità tra la violazione degli obblighi informativi al momento dell'acquisto e il danno. Il Giudice di legittimità ha respinto la doglianza rilevando, in primo luogo, che l'intermediario aveva assunto anche

¹⁸ Inaugurato da Cass. S.U., sent. 19.12.07, n. 26724 ... *cit.*

¹⁹ Cass. sez. I, sent. 29.09.05, n. 19024, Ced Cass. Rv. 583654, edita, tra l'altro, in *Giur.it.*, 2006,1559, con nota di SICCHIERO, *Un buon ripensamento del S.C. sulla asserita nullità del contratto per inadempimento*; ed in *Foro It.*, 2006, I, 1105, con nota di SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale.*



pattiziamente l'obbligo di provvedere all'informazione sull'andamento dei titoli successivamente alla stipula del contratto d'investimento. Quindi ha osservato che il giudice d'appello ha correttamente accertato la sussistenza del nesso di causalità, in relazione al profilo in esame, essendosi il cliente determinato a non disinvestire (nell'estate del 2008) non autonomamente ma sulla base di un suggerimento dato dall'intermediario ed essendosi la banca limitata in tale occasione a riconfermare le informazioni fornite al momento dell'acquisto (sulla base dei due soli elementi di valutazione già all'epoca evidenziati, ossia l'inserimento del titolo nell'elenco "Patti Chiari" e l'elevato rating del titolo stesso). Ciò in assenza di qualsivoglia diligente approfondimento, in palese violazione dell'art. 21, comma primo, lett. b), del T.U.F. (il quale stabilisce che i soggetti abilitati devono "acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati"), approfondimento tanto più doveroso in relazione al fatto che l'obbligo di fornire informazioni sull'andamento del titolo, successivamente al suo acquisto, era stato espressamente pattuito dalle parti nell'ordine di acquisto. Ha pure respinto il quinto motivo di ricorso a tenore del quale il giudice di secondo grado avrebbe errato per avere escluso la rilevanza dei motivi di gravame inerenti all'insussistenza in capo alla banca di un obbligo informativo successivo all'acquisto, sul rilievo che la Corte territoriale ha correttamente evidenziato la sussistenza nel caso di specie di uno specifico vincolo pattizio in tal senso e che la banca è risultata inadempiente anche sotto questo profilo, essendosi limitata a rendere al cliente generiche rassicurazioni che non soddisfano l'obbligo incombente per legge sull'intermediario di fornire al cliente informazioni dettagliate e specifiche.

La questione che viene in rilievo richiede che si approfondisca, innanzitutto, il tema del rapporto tra contratto quadro e singolo ordine d'acquisto e, dunque, la struttura stessa del rapporto d'intermediazione finanziaria. Come cennato *supra*, l'attività di prestazione dei servizi di investimento da parte dell'intermediario nei confronti del cliente si realizza mediante un assetto negoziale articolato in più fasi: alla prima - che culmina nella stipula del c.d. contratto quadro che deve precedere lo svolgimento di qualsiasi attività da parte degli intermediari finanziari e per il quale l'art. 23, comma 1, del d.lgs. n. 58/98, impone la forma scritta - fa seguito la seconda, avente ad oggetto i singoli ordini d'investimento in esecuzione del contratto quadro, per i quali non sono previsti specifici requisiti formali, talchè, una volta sottoscritto il contratto quadro, subentra la fase esecutiva del rapporto che si estrinseca con la sottoscrizione delle singole operazioni di investimento rese sulla base del contratto quadro generale. Riguardo a queste ultime, le Sezioni Unite della Suprema Corte, nella sentenza n. 26724 del 2007²⁰, hanno specificato che le stesse, pur costituendo il momento attuativo degli obblighi reciprocamente assunti dalle parti all'atto della stipulazione del contratto d'intermediazione finanziaria, consistono a loro volta in atti di natura negoziale (*"dal contratto quadro cui può darsi il nome di contratto d'intermediazione finanziaria e che per alcuni aspetti può essere accostato alla figura del mandato derivano dunque obblighi e diritti reciproci dell'intermediario e del cliente. Le successive operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente, benchè possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto d'intermediazione"*). Sebbene le Sezioni Unite non si siano soffermate a chiarire in quali ipotesi la detta natura negoziale debba essere loro riconosciuta (ovvero negata) e con quali conseguenze, uno sguardo alla giurisprudenza di merito consente di individuare quale punto fermo dell'attuale elaborazione giurisprudenziale quello secondo cui le singole operazioni di investimento vanno riguardate come contratti a prestazioni corrispettive, seppure volti a dare concreta attuazione al contratto quadro. La natura di vero e proprio contratto dell'ordine di investimento è generalmente riconosciuta anche in dottrina nel cui ambito si segnala l'opinione secondo cui gli ordini rappresentano non già istruzioni per l'esecuzione di un diverso contratto ma sono essi stessi negozi giuridici che si perfezionano secondo lo schema di cui all'art. 1327 c.c.: la proposta del cliente è seguita dall'accettazione mediante comportamento concludente del prestatore dei servizi di investimento²¹. Attenta dottrina non ha mancato poi di sottolineare che "il fatto che i singoli acquisti siano programmati genericamente nel contratto quadro non toglie affatto l'importanza determinante che ha la scelta negoziale fatta al momento dei singoli

²⁰ Cass. S.U., sent. 19.12.07, n. 26724 ... *cit.*

²¹ IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, 8 ss.



acquisti ai fini degli scopi dell'investitore", con la conseguenza che gli stessi "non sono perciò affatto uno scontato momento esecutivo ma un essenziale momento decisionale"²².

Ciò posto, dovendosi verificare se sia configurabile in capo all'intermediario un obbligo di informazione continuativa, che cioè non si esaurisce con la sottoscrizione da parte del cliente dell'ordine di acquisto ma permane anche successivamente all'acquisto e per tutta la durata dell'investimento, occorre chiedersi se l'inadempimento successivo alla stipula del contratto di acquisto di titoli mobiliari possa atteggiarsi (oltre che, ad es., come acquisto da parte dell'intermediario per conto del cliente di un titolo difforme da quello richiesto da quest'ultimo) anche come difetto di informazione intervenuto in fase successiva alla stipula del contratto stesso, ciò postulerebbe che l'intermediario, successivamente alla compravendita dei titoli, sia tenuto al rispetto di obblighi informativi ulteriori nei confronti dell'investitore, ossia che il suo obbligo informativo non possa dirsi cessato con l'avvenuta esecuzione dell'ordine di negoziazione impartito dal cliente.

Il tema è controverso in giurisprudenza e il dibattito giurisprudenziale ha dato luogo a due indirizzi interpretativi contrapposti. L'orientamento espresso da numerose pronunce di merito²³ che esclude la configurabilità di obblighi informativi di fonte legale in capo all'intermediario in epoca successiva all'investimento fa leva su tre principali argomenti: a) la normativa di settore non prevede un esplicito obbligo di informazione continuativa con riguardo ai servizi di negoziazione; b) la normativa di settore ha invece codificato specifici obblighi di informativa *in executivis* a carico dell'intermediario indicando alcune ipotesi particolari in cui l'intermediario è tenuto, in corso di rapporto, a fornire all'investitore informazioni concernenti lo svolgimento del rapporto stesso²⁴, ciò che, alla stregua di una lettura *a contrario*, costituirebbe conferma dell'insussistenza di analoghi obblighi informativi nelle ipotesi diverse da quelle espressamente contemplate, ossia nel caso di servizio di negoziazione e deposito titoli; c) non è possibile introdurre un obbligo siffatto invocando il principio di buona fede di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., atteso che gli obblighi accessori connaturati all'esecuzione del contratto secondo buona fede non possono assumere rilievo tale da comportare il mutamento del tipo di contratto in essere tra le parti, che diverrebbe di consulenza ovvero di gestione patrimoniale²⁵.

Si colloca nell'alveo dell'opposto filone interpretativo la sentenza in commento che ritiene, invece, predicabile la sussistenza in capo all'intermediario di un obbligo di informazione continuativa di fonte legale, che risulterebbe fondato "non solo sulle norme primarie e regolamentari di settore, ma anche sugli artt. 1175 e 1375 c.c. che impongono il rispetto delle regole generali di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto". L'interpretazione accolta da Cass. n. 15936 del 18.06.18 trova, dunque, un primo aggancio testuale nella normativa primaria dettata dal T.U.F., il cui art. 21, comma 1, lett.b) (rimasto immutato anche a seguito del recepimento della direttiva 2004/39/CEE) stabilisce che i soggetti abilitati devono "acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati", al fine di consentire agli stessi di effettuare "consapevoli scelte di investimento o disinvestimento" (come specificato dall'art. 28, comma 2, del Reg. Consob n. 11522/98). Difatti, non pare dubbio che la disposizione di cui all'art. 21 del T.U.F. sia riferibile ai servizi di investimento indicati dall'art. 1, comma 5, del medesimo testo normativo, senza alcuna distinzione tra le varie tipologie di servizi, e che all'avverbio "sempre" debba essere attribuito un significato

²² In questi termini GENTILI, *Disinformazione ed invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, ne *I contratti*, 2008, 398, il quale ritiene "molto opinabile che il momento negoziale essenziale di questo genere di negoziazioni stia nel contratto quadro. Questo è solo preparatorio e gli interessi dell'investitore sono in gioco piuttosto nei successivi acquisti. Come sopra rilevato, qui si scambia l'accidente per la sostanza".

²³ Trib. Parma, 23.05.07, n. 696; Trib. Venezia, 4.05.06; Trib. Catanzaro, 2.03.12, n. 685, tutte edite *on line* sul sito *Ilcaso.it*.

²⁴ Viene in rilievo l'art. 28, comma 3, del Reg. Consob n. 11522/98 a tenore del quale "Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati ed in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni", con la specificazione, di cui al comma 4 dell'art. 28 cit., che, in caso di patrimonio affidato sulla base di un contratto di gestione patrimoniale, l'obbligo informativo a carico dell'intermediario è previsto qualora le perdite raggiungano il 30% del controvalore totale del patrimonio.

²⁵ Cfr. Trib. Lucera, 21.12.06, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*, il quale ha precisato che "l'obbligo per l'intermediario di monitorare l'andamento del prezzo dei titoli per informare l'investitore dell'eventuale aumento di rischio postula l'esistenza di un rapporto di gestione patrimoniale o di consulenza e non rientra, invece, tra quelli che conducono alla stipulazione del contratto di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini in strumenti finanziari".



diacronico riguardante cioè qualsiasi momento del rapporto tra intermediario ed investitore²⁶ che, quindi, consente di configurare in capo all'intermediario un obbligo informativo destinato a permanere per tutta la durata dell'investimento²⁷.

Pertanto, non convince l'interpretazione pure sostenuta in alcune pronunce di merito secondo cui l'avverbio "sempre" debba leggersi nel senso di "in tutti i casi di investimento", anziché nel senso di "in ogni momento del rapporto tra intermediario ed investitore", atteso che i "servizi ed attività di investimento" cui l'art. 21, comma 1, cit., fa riferimento sono - come testè rilevato - tutti quelli elencati nell'art. 1, comma 5, del medesimo testo normativo, talchè l'utilizzo dell'avverbio "sempre" non può avere altra finalità se non quella di estendere temporalmente l'obbligo informativo a carico dell'intermediario all'intera durata del rapporto. Ritenuta la sussistenza di un obbligo *ex lege* dell'intermediario di tenere informato l'investitore anche in epoca successiva alla negoziazione del titolo, sembra allora doversi ritenere che, con la previsione dettata dall'art. 28, commi 3 e 4, del Reg. Consob n. 11522/98, il legislatore abbia inteso fissare, con riferimento a determinate categorie di investimenti, il livello di perdita di valore del titolo oltre il quale, in assenza di tempestiva informazione al cliente, l'intermediario deve considerarsi inadempiente, fermo restando il dovere dell'intermediario di fornire *sempre* all'investitore informazioni adeguate. Con riferimento a qualsiasi altro contratto di negoziazione, spetterà al giudice il compito di stabilire quale sia il livello di perdita di valore del titolo oltre il quale il difetto di informazione debba ritenersi rilevante, non trascurandosi di considerare che, a fronte dell'allegazione di inadempimento da parte dell'investitore, è onere della banca intermediaria dare prova di avere adempiuto con diligenza all'obbligo informativo attraverso uno specifico ed adeguato approfondimento della situazione relativa all'andamento del mercato e del titolo²⁸.

Nella sentenza in commento, il Giudice di legittimità non ha mancato, peraltro, di precisare che il dovere di informazione, anche nella fase esecutiva del contratto di investimento, discende, altresì, dal principio generale di buona fede ex art. 1375 c.c. Tale norma, nel sancire che "il contratto dev'essere eseguito secondo buona fede", fa riferimento - come è noto - alla fase di attuazione del rapporto contrattuale ed eleva la buona fede a principio fondamentale cui uniformare la concreta realizzazione di quanto divisato dalle parti con l'accordo negoziale. La buona fede oggettiva costituisce dunque la regola ed, insieme, il criterio di valutazione del comportamento dovuto dalle parti anche nella fase esecutiva del rapporto contrattuale e, secondo la dottrina e la giurisprudenza più evolute che respingono le critiche di astrattezza ed eccessiva genericità mosse alla stessa buona fede dall'orientamento tradizionale, si specifica in una serie di puntuali obblighi comportamentali in relazione alle circostanze concrete di attuazione del rapporto. La buona fede, pertanto, si atteggia come un impegno od obbligo di solidarietà che impone a ciascuna parte di tenere quei comportamenti che, a prescindere da specifici obblighi contrattuali, siano idonei a preservare gli interessi dell'altra parte.

Nel caso esaminato dalla Suprema Corte, prescindendosi dall'obbligo pattiziamente assunto dalla banca di informare il cliente dell'andamento del titolo, proprio la buona fede oggettiva imponeva all'intermediario di avvisare l'investitore delle circostanze rilevanti e a quest'ultimo ignote verificatesi nella fase di esecuzione del rapporto, essendo evidente che il fatto di entrare tempestivamente in possesso di informazioni in ordine all'aumento della rischiosità del titolo avrebbe posto l'investitore nella condizione di poter adottare prima del *default* dell'emittente

²⁶ In tal senso Trib. Roma, 25.05.05, pubblicata in *Corr. giur.*, 2005, 1282; Trib. Cosenza, 1.03.06, pubblicata in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 111; Trib. Pisa, sezione distaccata di Pontedera, 13.10.08, edita *on line* sul sito *Il caso.it*.

²⁷ In dottrina, propendono per tale soluzione INZITARI-PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 63, i quali scrivono che "le necessaria adeguatezza dell'informazione affiancata dall'avverbio "sempre" lasciano pensare che gli obblighi informativi non possano ritenersi conclusi con l'esaurirsi del momento della negoziazione".

²⁸ In senso contrario Cass. sez. I, sent. 18.05.16, n. 10161, edita *on line* sul sito *Il caso.it.*, in cui si è esclusa la sussistenza di un obbligo di carattere generale di informazione successivo alla concreta erogazione del servizio sulla base di un'interpretazione della normativa di riferimento che tende a circoscrivere l'apparente latitudine della norma di cui all'art. 21, comma 1, lett. b), del T.U.F., alle sole particolari fattispecie (di cui all'art. 28, commi 3 e 4, del Reg. Consob n. 11522/98) in cui l'obbligo di informazione a carico dell'intermediario nella fase esecutiva del rapporto è previsto espressamente. In senso analogo Cass. sez. I, sent. 3.07.17, n. 16318, Cass. Ced. Rv. 644978-01, la cui massima ufficiale recita che "In tema di contratti relativi a strumenti finanziari, deve escludersi che l'intermediario nella compravendita di valori mobiliari, quando abbia stipulato con il cliente solo un contratto di deposito titoli in custodia ed amministrazione, abbia un obbligo di informazione, proprio del contratto di gestione del portafoglio, relativo all'aggravamento del rischio dell'investimento già effettuato".



tempestive scelte di disinvestimento atte ad evitare gravose perdite patrimoniali. Ciò risponde al fine di realizzare la c.d. utilità creditoria (ossia l'utilità del contratto per la controparte) a condizione e nei limiti in cui la realizzazione di tale utilità non comporti per il debitore un apprezzabile sacrificio, vale a dire uno sforzo di adempimento eccedente i normali parametri di diligenza e correttezza che egli è tenuto ad osservare nell'esecuzione della prestazione dovuta.²⁹ In proposito, contrariamente a quanto sostenuto da quella parte della giurisprudenza di merito che esclude la configurabilità di un dovere di informazione discendente dal generale principio di buona fede ex artt.1175 e 1375 c.c. in ragione della particolare ampiezza e gravosità dell'onere che ne deriverebbe a carico dell'intermediario, sembra corretto affermare che l'assolvimento da parte di quest'ultimo dell'obbligo informativo in caso di variazione del livello di rischio del titolo non può essere considerato - alla stregua del paradigma della buona fede (e senza considerare l'esistenza di un dovere informativo imposto *ex lege* che, ovviamente, non incontra il limite dell'apprezzabile sacrificio) - quale aggravio eccedente un criterio di "normalità" nell'esecuzione della prestazione dovuta, laddove si tenga conto della qualità di operatore professionale dell'intermediario finanziario normalmente in grado di accedere con facilità a dati conoscitivi e valutativi rilevanti nell'interesse dell'investitore³⁰. Difatti, merita di essere sottolineato che gli intermediari hanno l'obbligo di acquisire tali informazioni in base all'art. 26, comma 1, lett. e), del Reg. Consob n. 11522/98 ove è previsto che "*Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare ... acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire*"(c.d. *know your merchandise rule*)³¹.

Si configura, pertanto, come inadempimento dell'intermediario alle obbligazioni scaturenti dal contratto di investimento l'omessa informativa in corso di rapporto in ordine all'intervenuto aggravarsi del rischio dell'investimento medesimo, pur in assenza di un obbligo in tal senso di natura convenzionale. Il che, laddove si accerti la gravità dell'inadempimento ai sensi dell'art. 1455 c.c., potrebbe anche (in caso di proposizione da parte dell'investitore della relativa domanda) comportare la risoluzione dell'ordine di negoziazione rispetto al quale la violazione degli obblighi di condotta si è verificata³². In caso di violazione comportamentale che si verifichi nella fase successiva alla stipulazione del contratto quadro ma prima della sottoscrizione dell'operazione di investimento, sembra invece corretto ritenere che detta violazione non potrebbe comportare la risoluzione dell'ordine di investimento ma solo quella del (già stipulato) contratto quadro.

Tra le pronunce di merito che perfettamente si inseriscono nel solco del percorso argomentativo sopra illustrato merita di essere segnalata Trib. Forlì³³, in cui si è affermato che l'intermediario è tenuto ad aggiornare le informazioni fornite all'investitore sull'andamento dei titoli acquistati onde permettergli di valutare la possibilità di disinvestire dovendo, quindi, la banca informare il cliente dell'abbassamento del *rating* tale da far ritenere imminente il *default* dell'emittente; infatti, l'obbligo di informazione gravante sull'intermediario si radica sull'impianto normativo del T.U.F., il quale delinea un obbligo informativo di contenuto dinamico, che cioè non ha ad oggetto soltanto uno

²⁹ Cfr., *ex multis*, Cass. sez. III, sent. 15.02.07, n. 3462, Ced Cass. Rv. 598434 - 01; Cass. sez. III, sent. 7.06.06, n. 13354, Ced Cass. Rv. 591115 - 01.

³⁰ Si veda sul punto GRECO, *Obbligazioni Civie e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della roulette della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2010, 428 e ss. secondo cui "*l'intermediario è il solo in grado di investire tempo e risorse nell'aggiornamento, anche tecnico, necessario a cogliere le pur minime fluttuazioni nel mercato e ad interpretarne gli effetti*".

³¹ Il tema della conoscenza del prodotto finanziario da parte dell'intermediario e della conformazione degli obblighi di condotta del medesimo, ai sensi degli artt. da 26 a 29 del Reg. Consob n. 11522/98, è stato approfonditamente trattato da Cass. sez. I, sent. 3.04.17, n. 8619, Ced Cass. Rv. 643513 - 01, secondo cui il criterio dell'adeguatezza, di cui all'art. 26, comma 1, lett. e), del Reg. Consob cit., introduce necessariamente alla conoscenza concreta del prodotto, da intendersi con riferimento non soltanto alla sua denominazione generale (obbligazione, azione etc.) e alla generica proiezione dei rischi conseguenti all'acquisto dell'una o dell'altra tipologia di prodotto finanziario, ma anche con riferimento al mercato (regolamentato o non regolamentato) in cui i prodotti sono collocati.

³² Merita di essere rilevato che le Sezioni Unite con la decisione n. 26724 del 2007 non hanno affrontato la questione relativa alla possibilità di pronunciare la risoluzione dei singoli ordini di acquisto di titoli mobiliari, in quanto non hanno qualificato con precisione la natura del contratto di intermediazione finanziaria e degli ordini di acquisto e/o vendita di strumenti finanziari, essendosi limitate ad individuare il tipo di responsabilità in cui può incorrere l'intermediario nello svolgimento dell'attività richiestagli. Si veda sul punto BENCINI, *Commento a Corte d'Appello di Firenze*, sent. 23.05.12, edito in *Corr. Merito*, 11/2012, 1013.

³³ Trib. Forlì, 18.11.08, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*.



standard comportamentale da attuare al momento della conclusione del contratto ma che, trattandosi di un rapporto di durata, permane per tutta la vigenza del rapporto stesso, essendo finalizzato non solo alle operazioni che il cliente sceglie di intraprendere ma anche, ed espressamente, a quelle che egli possa estinguere o modificare. La Corte di Appello di Milano³⁴, prestando adesione all'orientamento che fa discendere l'obbligo di informazione continuativa in capo all'intermediario dai doveri di correttezza e buona fede di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., ha affermato a sua volta che gli obblighi informativi dell'intermediario non possono ritenersi esauriti con il compimento di attività preventive o contestuali alla stipulazione del contratto quadro ed alle singole prestazioni dei servizi di investimento, tali obblighi dovendosi ritenere estesi all'intero periodo di vigenza del contratto, posto che l'esigenza di un'informazione il più possibile corretta ed adeguata nei confronti dell'investitore - che è la ragione fondamentale che permea l'intera normativa in materia - raccordandosi anche al principio di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto, sussiste in presenza di ogni atto o circostanza sopravvenuta idonea ad incidere negativamente sul livello informativo raggiunto in occasione ed in relazione ai singoli contratti di acquisto.

Analogo iter logico-argomentativo è riscontrabile in pronunce più recenti tra le quali si segnala Trib. Prato³⁵ che, in fattispecie in cui l'investitore aveva acquistato tramite l'istituto di credito intermediario obbligazioni dello Stato Greco che alla data di scadenza dell'investimento avevano perduto quasi per intero il loro valore iniziale, ha ritenuto palese l'inadempimento della banca anche con riguardo al periodo successivo all'acquisto, per non avere quest'ultima fornito al cliente alcuna informazione specifica in ordine al deteriorarsi della situazione economica in cui versava la Repubblica Greca ed al conseguente progressivo declassamento del titolo oggetto di causa; ad avviso del tribunale, non è dubbio che la banca operante come intermediario finanziario sia tenuta ad informare il cliente dell'andamento del titolo anche successivamente alla sua sottoscrizione, laddove il fondamento dei suddetti obblighi di condotta a carico dell'intermediario, alla luce dei principi enunciati in Cass. S.U. n. 26725 del 2007, viene principalmente ricondotto al "*canone generale di buona fede nell'esecuzione del contratto ex artt. 1175 e 1375 c.c. rafforzato, quanto agli specifici rapporti di intermediazione finanziaria, dalla sopra richiamata normativa speciale*". Nello stesso senso Trib. Torino³⁶ il quale ha statuito che l'intermediario ha il dovere di avvertire il cliente dell'aumento del livello di rischio degli strumenti finanziari oggetto dell'investimento.

6. Considerazioni conclusive.

La soluzione interpretativa prescelta dalla Corte regolatrice nella sentenza in commento ha l'evidente pregio di rafforzare la tutela dell'investitore quale soggetto debole del rapporto contrattuale attraverso l'individuazione dell'esatta portata degli obblighi facenti capo all'intermediario, ferma restando la riconduzione della specifica materia dell'intermediazione finanziaria nell'ambito delle categorie e dei principi generali desumibili dal codice civile secondo i quali la disciplina contrattuale è caratterizzata da una posizione di parità tra le parti. L'equilibrio contrattuale ed il bilanciamento delle contrapposte posizioni verrebbe, infatti, garantito, da un canto, dalla libertà dell'investitore, attraverso la forte connotazione assunta dagli obblighi informativi, di autodeterminarsi in modo libero e consapevole in ordine alle scelte di investimento o disinvestimento - sì da eliminare o, quanto meno, ridurre la sua posizione di svantaggio *ab origine* derivante dall'asimmetria informativa esistente tra risparmiatore ed intermediario - e, dall'altro, dall'applicazione del principio di buona fede operante in funzione integrativa del rapporto contrattuale, a prescindere da specifici obblighi scaturenti dalla legge o dal contratto.

³⁴ Corte di Appello Milano, 16.02.09, n. 452 edita in *Giur. Commerciale*, 2012, fasc. 3, 408-430, pt. 1, con nota di DI MARI, "Informativa postcontrattuale" e servizi di investimento".

³⁵ Trib. Prato, 13.06.15, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*.

³⁶ Trib. Torino, 17.03.16, edita *on line* sul sito *Ilcaso.it*.