



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI CATANIA

DOTTORATO DI RICERCA IN  
DIRITTO PRIVATO GENERALE

XXIII CICLO

---

FABIO SALVATORE MANGANO

IL CONTRATTO DI GESTIONE PATRIMONIALE

TESI DI DOTTORATO

Tutor e Coordinatore:  
Chiar.mo Prof. GIOVANNI DI ROSA

---

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

# INDICE

## Capitolo I

### L'EVOLUZIONE NORMATIVA IN MATERIA DI GESTIONE PATRIMONIALE

1.	Il fenomeno delle gestioni patrimoniali prima dell'intervento della legge n. 1/1991	4
2.	La legge n. 1/1991	13
3.	Il decreto "Eurosime" n. 415/1996	17
4.	Il Testo unico in materia di intermediazione finanziaria del 1998 e le successive modifiche	21
5.	(segue): i servizi di investimento	

## Capitolo II

### IL CONTRATTO DI GESTIONE DI PORTAFOGLI DI INVESTIMENTO: ANALISI DEL MODELLO CONTRATTUALE

1.	La disciplina dei contratti di investimento tra normativa primaria e normativa secondaria	24
2.	Il contratto di gestione di portafogli di investimento	33
3.	(segue): le regole applicabili al servizio di gestione	38
4.	Le obbligazioni del gestore e il giudizio di responsabilità	42
5.	(segue): il conflitto di interessi	53
6.	La responsabilità del gestore in regime di delega	60

### **Capitolo III**

#### **NATURA DEL RAPPORTO DI INVESTIMENTO E TECNICHE DI TUTELA DEI CONTRAENTI**

1.	La natura del rapporto di investimento e la rilevanza della questione qualificatoria	67
2.	La tesi del contratto normativo	69
3.	La tesi della riconducibilità al mandato	77
4.	La tesi della c.d. tipicità del contratto di gestione di portafogli di investimento. Critica	84
5.	Contratto di investimento e rapporto gestorio	91
6.	Le ricadute in punto di tecniche di tutela del contraente: a) l'esclusione del rimedio della nullità virtuale	98
7.	(segue): risoluzione del contratto, responsabilità e risarcimento del danno. Profili problematici	102
	<b>Bibliografia</b>	110

## Capitolo I

### L'EVOLUZIONE NORMATIVA IN MATERIA DI GESTIONE PATRIMONIALE

#### ***1. Il fenomeno delle gestioni patrimoniali prima dell'intervento della legge n. 1/1991***

La gestione patrimoniale individuale è il contratto attraverso cui un soggetto (c.d. gestore) si obbliga al compimento di operazioni discrezionali di investimento o di disinvestimento aventi ad oggetto strumenti finanziari nei confronti di un cliente che si affida alla sua competenza.

L'attuale quadro normativo sulla gestione patrimoniale si presenta il frutto di una lunga evoluzione che ha interessato, a partire dagli anni novanta, la disciplina dell'intermediazione finanziaria all'interno di un processo di riforma dei mercati finanziari<sup>1</sup>.

La materia delle gestioni patrimoniali è stata regolata, per la prima volta, in maniera incisiva con la legge 2 gennaio 1991, n. 91, "*Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*", (c.d. legge s.i.m.).

Prima dell'entrata in vigore della legge Sim, tuttavia, all'ordinamento non era ignoto il fenomeno delle gestioni patrimoniali. In merito, il primo intervento normativo si registra alla fine degli anni Trenta, allorché il legislatore ha introdotto la disciplina delle società fiduciarie e di revisione, con la legge 23 novembre 1939, n. 1966, circoscrivendone l'attività

---

<sup>1</sup> Per un quadro dell'evoluzione della disciplina dell'intermediazione finanziaria, si vedano, tra gli altri, COSTI, *Il mercato mobiliare*, 7<sup>a</sup> ed., Torino, 2010; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 4<sup>a</sup> ed., Torino, 2008.

all'amministrazione di beni per conto terzi, oltre che all'organizzazione e revisione contabile di aziende ed alla rappresentanza dei portatori di azioni e di obbligazioni<sup>2</sup>. Le problematiche giuridiche sottese all'attività di amministrazione di beni per conto terzi riguardavano non soltanto la qualificazione del contratto di gestione patrimoniale e il regime di responsabilità del fiduciario, ma (soprattutto) il meccanismo operativo dell'intestazione fiduciaria, volto ad attribuire al gestore la legittimazione all'esercizio dei diritti inerenti al titolo, senza implicazioni sulla proprietà formale. Il meccanismo dell'intestazione fiduciaria di beni altrui, pur non trovando riscontro in alcun dato normativo, divenne nella prassi elemento costitutivo della riserva a favore delle società fiduciarie. Sul piano fattuale, quindi, molte società fiduciarie furono investite della disponibilità dei valori conferiti, procedendo discrezionalmente all'acquisto e alla vendita degli stessi, sia pure dietro indicazioni di massima del soggetto fiduciante. Ne conseguì una specializzazione funzionale delle società fiduciarie nella "gestione di portafogli" della clientela, sia in forma collettiva che individuale.

Si era, dunque, profilata una progressiva assimilazione dell'attività delle società fiduciarie a quella degli enti creditizi, con le peculiarità dettate dal

---

<sup>2</sup> L'art. 1 della legge n. 1966/1939 prevede che «sono società fiduciarie e di revisione (...) quelle che, comunque denominate, si propongono, sotto forma di impresa, di assumere l'amministrazione dei beni per conto di terzi, l'organizzazione e la revisione contabile di aziende e la rappresentanza dei portatori di azioni e di obbligazioni». La stessa norma statuisce, inoltre, che tali società «sono soggette alla vigilanza del ministero delle corporazioni e [che esse] non potranno iniziare le operazioni senza essere autorizzate (...)». Per un inquadramento generale del fenomeno e della disciplina delle società fiduciarie cfr., tra gli altri: DI MAIO F., *Società fiduciarie e contratto fiduciario*, Milano, 1977; BRAMBILLA, *Società fiduciaria. Gestioni fiduciarie*, in N. Irti (a cura di), *Dizionario di diritto privato*, III, *Diritto commerciale*, Milano, 1981, 853; VISENTINI, *Appunti sulle prospettive di riforma delle società fiduciarie*, in *Banche e Banchieri*, 1986, 469; NUZZO, *Società fiduciaria*, in *Enc. Dir.*, vol. XLII, Milano, 1990, 1094; CHIARON CASONI, *Le società fiduciarie*, Roma, 1990; BORGIOI, *Società fiduciaria - I) Diritto Commerciale*, in *Enc. giur.*, vol. XXIX, Roma, 1993; COMPORI, *Le società fiduciarie*, in V. Santoro (a cura di), *Le società finanziarie*, Milano, 2000, 425; ROTONDO, *Le società fiduciarie dopo il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: tra (precaria) continuità e progetti di riforma*, in F. Belli, C.G. Corvese, F. Mazzini (a cura di), *Argomenti di diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Torino, 2000, 179.

meccanismo dell'intestazione fiduciaria dei titoli azionari nominativi appartenenti alla clientela. Prerogativa, di contro, non praticabile dalle banche, stante il disposto dell'art. 1 comma 4 del r.d. 29 marzo 1942, n. 239, secondo cui «È fatto divieto a tutti coloro che prestano opera di intermediazione nel commercio dei titoli azionari di rendersi fittiziamente intestatari di titoli dei loro clienti»<sup>3</sup>. Ne impedivano altresì l'assimilazione il diverso sistema di vigilanza pubblica sulle società fiduciarie rispetto alle forme di controllo previste dalla legge per gli intermediari creditizi.

Accanto all'attività svolta dalle società fiduciarie, l'attività di gestione patrimoniale venne operata anche dagli enti di gestione fiduciaria disciplinati dall'art. 45 del d.p.r. n. 449 del 1959. La relativa fattispecie contrattuale si articolava nel conferimento di beni da parte del cliente ai predetti enti, che ne assumevano la gestione corrispondendo ai fiducianti utili o interessi<sup>4</sup>. L'elemento caratterizzante l'operazione negoziale era rappresentato dall'acquisizione da parte dell'ente del bene conferito, con la conseguente spettanza ai fiducianti della mera titolarità di un diritto di credito ai proventi della gestione. Ciò che impediva di procedere all'assimilazione allo schema codicistico del mandato, attesa l'esclusione del conferente dalla gestione<sup>5</sup>.

La rigidità del meccanismo dell'intestazione fiduciaria (da una parte) e la complessità della disciplina dell'attività degli enti di gestione fiduciaria (dall'altra parte) segnarono la limitata diffusione del fenomeno delle gestioni patrimoniali, che ebbe modo di svilupparsi, in chiave dinamica, solo a partire

---

<sup>3</sup> Norma originariamente abrogata dall'art. 24 del d.l. n. 112/2008 e successivamente ripristinata dall'art. 3 del d.l. n. 200/2008.

<sup>4</sup> Sull'argomento si vedano, tra gli altri, LI CAUSI, *Gli enti di gestione fiduciaria. Origini, caratteri ed evoluzione*, Firenze, 1981, 150; LENER, *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982, V, 141 e ss.

<sup>5</sup> LENER, *op. ult. cit.*, 148

dagli anni Ottanta, con il largo ricorso alle gestioni bancarie di patrimoni mobiliari<sup>6</sup>.

La banca offriva alla clientela il servizio di accesso al mercato dei valori mobiliari<sup>7</sup>, con operazioni nella quali metteva a disposizione la sua competenza professionale: tale servizio si realizzava attraverso il conferimento di un incarico, da parte del cliente alla banca, ad “amministrare” i valori mobiliari ricompresi nel suo portafoglio ovvero ad investire in valori mobiliari le disponibilità finanziarie che le venivano all’uopo affidate. Se per un verso gli utili della gestione provenivano prevalentemente dalle negoziazioni su titoli poste in essere dall’ente creditizio, i rischi, essendo collegabili alla natura dell’investimento, erano strettamente legati alla tipologia dei valori mobiliari nei quali veniva effettuato l’impiego dei fondi. Da qui la possibilità per il cliente di indicare le caratteristiche di massima del portafoglio che si intendeva costituire, laddove veniva lasciata alla banca la possibilità di determinarne la composizione apportandovi le variazioni ritenute utili nel tempo.

Lo svolgimento della predetta attività gestoria differiva, pertanto, dalle altre prestazioni che la banca poneva in essere nei rapporti di deposito titoli in amministrazione ex art. 1838 c.c. ovvero nell’espletamento di incarichi per l’acquisto o la vendita di valori mobiliari nei quali veniva in considerazione l’esecuzione di specifiche operazioni (diverse dall’*agere* avente ad oggetto la scelta e la realizzazione di una molteplicità di negozi).

---

<sup>6</sup> Sul punto si veda CAPRILGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1987, 265 e ss.

<sup>7</sup> Il concetto di “valore mobiliare” è stato introdotto nel nostro ordinamento nel 1983 all’interno della disciplina della sollecitazione del pubblico prevista nella legge n. 216 del 1974. Esso nasceva con finalità essenzialmente definitorie dell’attività che il legislatore aveva inteso regolare e di cui il valore mobiliare ne costituiva, appunto, l’oggetto. Sulla nozione di valore mobiliare e sulla sua relazione con la nozione di strumento finanziario si veda GABRIELLI E.-LENER R., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E.Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P.Rescigno e E.Gabrielli, Utet, 2004, 16 e ss.

La prassi operativa bancaria conosceva una pluralità di rapporti contrattualmente distinti per realizzare la gestione di patrimoni; essi tuttavia, apparivano tutti convergere univocamente all'unitario scopo di consentire alle parti l'utilizzazione di tale operazione negoziale. La mancanza di una puntuale regolamentazione normativa portò la dottrina, in questa fase, ad individuare nella disciplina del contratto l'unico strumento idoneo a fornire una tutela degli investitori. Infatti, a fronte della pluralità di rapporti conosciuti dalla prassi operativa bancaria, essi trovavano tutti il proprio momento centrale nel contratto con cui il cliente conferiva alla banca l'incarico di provvedere alla gestione di valori mobiliari, affiancato dalla speciale costituzione di un deposito di titoli in amministrazione, regolato in conto corrente.

In questo contesto si collocava il tentativo della dottrina di orientare la qualificazione del rapporto gestorio all'interno della figura del mandato<sup>8</sup> in ragione dei contenuti che presentava l'incarico gestorio conferito dal cliente alla banca<sup>9</sup>. In particolare, lo schema del mandato si rinveniva nella previsione pattizia dell'assunzione da parte dell'ente creditizio dell'obbligo di agire per conto del cliente<sup>10</sup>: il rapporto di gestione cui si dava vita rendeva possibile un programma di cooperazione nel quale la banca si sostituiva al cliente-risparmiatore nel compimento di atti giuridici allo scopo di curare gli interessi di quest'ultimo. Il disegno operativo posto in essere trovava attuazione attraverso il trasferimento al cliente dei valori mobiliari acquistati dal mandatario in dipendenza dell'atto gestorio; da qui la possibilità giuridica di destinare al gerito i risultati dell'attività svolta consistenti negli utili derivanti

---

<sup>8</sup> Per una disamina più approfondita dei termini del richiamo alla figura del mandato si rinvia al cap. III § 3.

<sup>9</sup> In questi termini, tra gli altri, NUZZO, *Gestioni personali di portafoglio*, Roma, 1989.

<sup>10</sup> In relazione all'oggetto della prestazione del mandatario consistente nel compimento di "atti giuridici" per conto del mandante, si veda, per tutti, SANTAGATA, *Mandato. Disposizioni generali*, in *Comm. al codice civile*, (a cura di) Scialoja e Branca, Roma-Bologna, 1985, 54 e ss.



dalla compravendita di valori mobiliari. Assumeva rilievo determinante nella fattispecie in esame, quindi, la competenza e la professionalità della banca nella determinazione della volontà del mandante.

Una particolarità del mandato in esame era costituita dalla mancanza di potere rappresentativo che caratterizzava l'agire della banca per conto del cliente. Si era in presenza di un'interposizione gestoria contraddistinta, in via di principio (fatta salva la previsione pattizia di una clausola autorizzativa ad agire "in nome e per conto" del cliente), da una separazione rispetto ai terzi tra la sfera giuridica del mandante e quella del mandatario.

Le peculiarità del meccanismo attraverso cui si realizzava il fenomeno gestorio portò la dottrina in questa fase ad interrogarsi sui rapporti tra la *causa mandati* e il meccanismo di intestazione fiduciaria<sup>11</sup>: invero, la riconducibilità della predetta operazione gestoria alla *causa fiduciae* appariva ostacolata dalla inesistenza dei tratti tipici dell'intento fiduciario, rappresentati dalla perdita della titolarità del patrimonio e dal meccanismo dell'intestazione fiduciaria<sup>12</sup>.

## 2. *La legge n. 1/1991*

Soltanto a partire dagli anni novanta si assiste ad una compiuta regolamentazione della materia dell'intermediazione finanziaria e del connesso fenomeno delle gestioni patrimoniali.

La legge n. 1/1991 risponde all'esigenza di garantire per un verso una riorganizzazione dell'assetto del mercato dei valori mobiliari e degli

---

<sup>11</sup> Sul punto si veda CAMPAGNA, *Il problema dell'interposizione di persona*, Milano, 1962, 190, ove si pone l'accento sulla cooperazione come elemento comune tra mandato e interposizione fittizia. Sottolinea la caratteristica della cooperazione come tratto tipico del rapporto gestorio BAVETTA, *Mandato (negozio giuridico)*, in *Enc. Dir.*, vol. XXV, Milano, 1975, 358.

<sup>12</sup> Sulla contrapposizione tra contratto fiduciario e mandato si veda LUMINOSO, *Il mandato*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, vol. 12, 2<sup>a</sup> ed., Torino, 2007, 16.

investimenti finanziari nella prospettiva di rafforzamento della stabilità, del buon funzionamento e della competitività del mercato<sup>13</sup>; per altro verso, appresta un sistema di maggiori tutele rispetto al passato degli investitori-risparmiatori che avessero inteso avvalersi della tecnica in parola.

La legge prevede un regime generale in cui si introduce la disciplina delle attività di intermediazione mobiliare<sup>14</sup>. In particolare si definiscono i contratti stipulati tra clienti e gli investitori istituzionali e le modalità di esecuzione del rapporto (art. 6); si dispone che le s.i.m. (società di intermediazione mobiliare) devono comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente (art. 6, lett. a)); si prevede un regime speciale per le gestioni di patrimoni mobiliari (art. 8); si fissano le modalità di conclusione del contratto (artt. 6 e 8) e le tecniche di promozione (art. 5 e 25 con riguardo alla telematica e all'informatica). È, inoltre, previsto che uno stesso intermediario possa esercitare congiuntamente tutte le attività di intermediazione mobiliare, nel rispetto delle regole volte ad eliminare o contenere i conflitti di interesse che potessero sorgere dallo svolgimento contestuale di più attività; sugli intermediari, infine, insiste una vigilanza diretta ad assicurare la correttezza dei comportamenti e la stabilità.

---

<sup>13</sup> Per un primo commento alla legge si veda ALPA, *La legge sulle S.I.M. e i contratti con i clienti*, in ID., (a cura di), *I valori mobiliari*, Padova, 1991. Con particolare riferimento al contratto di gestione si veda DI ROSA, *Rappresentanza e gestione. Forma giuridica e realtà economica*, Milano, 1997, 267 e ss. ove si segnala l'adozione, da parte del legislatore, di scelte normative non sempre impeccabili soprattutto in relazione agli schemi del codice civile.

<sup>14</sup> Tra le attività di intermediazione mobiliare l'art. 1 contempla: la negoziazione per conto proprio o per conto terzi, ovvero sia per conto proprio che per conto terzi, di valori mobiliari; collocamento e distribuzione di valori mobiliari con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari; raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari; consulenza in materia di valori mobiliari; sollecitazione del pubblico risparmio effettuata mediante attività anche di carattere promozionale svolta in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrativa principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento, di cui all'art. 18-ter, terzo comma, del decreto-legge 8 aprile 1974, n.95, convertito, con modificazioni, dalla legge 7 giugno 1974, n. 216 e successive modificazioni e integrazioni.

Con riguardo al profilo soggettivo una significativa svolta è determinata dall'assoggettamento a riserva dell'attività di intermediazione mobiliare realizzata demandando l'esercizio professionale di tale attività alle s.i.m., alle banche e alle società fiduciarie.

Con riferimento alla conclusione dei contratti la legge n. 1/1991 opera una differenziazione tra tipi di attività prestate e oggetto del contratto, apprestando regole diversificate a seconda dei diversi modelli di operazioni<sup>15</sup>.

Tra le diverse attività di intermediazione mobiliare particolare rilievo assume quella di "gestione di patrimoni mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari"<sup>16</sup> (art. 1, comma 1 lett. c), la cui disciplina si rinviene nell' art. 8. Tale norma precisa che le s.i.m. possono agire «esclusivamente in nome e per conto terzi»<sup>17</sup>, che l'affidamento deve avvenire in forza di un contratto scritto (lett. a), che «il cliente può impartire istruzioni vincolanti sulle operazioni da effettuare salvo il diritto di recesso della società ai sensi dell'art. 1727 del codice civile» (lett. e), che i valori mobiliari e le somme oggetto della gestione devono essere depositati presso la società, che li custodisce e amministra (lett. f), che «il patrimonio conferito in gestione dai singoli clienti costituisce patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello della società e da quello degli altri clienti» (comma 2).

La gestione di patrimoni affidata alle s.i.m. si distingue, pertanto, sia dall'amministrazione di beni per conto terzi spettante alle società fiduciarie di

---

<sup>15</sup> In particolare, l'art. 6, comma 1, richiede la necessità di un contratto scritto che regoli i rapporti tra cliente e s.i.m. (lett. c)) e dispone che le s.i.m. devono acquisire preventivamente le informazioni sulla situazione finanziaria del cliente rilevanti al fine dello svolgimento dell'attività di intermediazione finanziaria (lett d)).

<sup>16</sup> Per una sintetica indicazione dell'evoluzione del contratto di gestione patrimoniale a partire dalla legge SIM, si veda CAPRIGLIONE, *Gestioni patrimoniali, asset management, tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2002, I, 448 e ss.

<sup>17</sup> Sulle problematiche connesse alla previsione in esame contenuta nell'art. 8, in relazione alla possibile riconducibilità dell'agire delle Sim allo schema del mandato, si veda DI ROSA, *Rappresentanza e gestione*, cit., 281 e ss.

cui alla legge n. 1966/1939, che dalla gestione c.d. “a monte” dei fondi comuni di investimento di cui alla legge 23 marzo 1983, n. 77.

Sotto il primo profilo assume rilievo l'intento del legislatore di mantenere distinta la gestione (art. 1, comma 1, lett. c) dall'amministrazione (art. 2, comma 2): la prima rivolta al compimento di operazioni di investimento e disinvestimento destinate a modificare il patrimonio del cliente (c.d. “amministrazione dinamica”); la seconda, invece, limitata al mero esercizio dei diritti inerenti i valori mobiliari (c.d. “amministrazione statica”)<sup>18</sup>.

Sotto il secondo profilo, il legislatore del 1991 ha proposto un modello di gestione individuale, che si differenzia nettamente dalle gestioni collettive di cui alla legge n. 77/1983. In queste ultime la proprietà del patrimonio unico, costituito dai singoli beni conferiti al gestore, appartiene al fondo e rappresenta un autonomo centro di imputazione; nella gestione di patrimoni mobiliari, invece, si crea un rapporto personalizzato tra gestore e cliente, il quale conserva la titolarità dei beni affidati in gestione. Ciò comporta la conseguenza di riconoscere ai creditori dei singoli clienti (gestiti) la possibilità di agire nei confronti di questi (sia pure entro il limite della consistenza patrimoniale).

Questo si riverbera sulle diverse regole operazionali: a fronte dell'assenza di alcun potere di ingerenza nella gestione collettiva da parte dei clienti, nella gestione individualizzata si è in presenza della costruzione di un rapporto gestorio in chiave personalizzata: all'investitore è sempre garantito il potere di impartire istruzioni al gestore, nonché la facoltà di ottenere in ogni momento la restituzione dei titoli che compongono il portafoglio di

---

<sup>18</sup> Sul punto si rinvia a DI ROSA, *Rappresentanza e gestione*, cit., 274, secondo cui i due termini, che prima potevano apparire sinonimi, hanno adesso un ambito di applicazione differenziato. Sulla gestione intesa in senso tecnico quale nozione dinamica che ha ad oggetto un'attività complessivamente intesa e non anche singoli atti, si veda ZACCHEO, *Gestione fiduciaria e disposizione del diritto*, Milano, 1991, 48 e ss..

investimento. A ciò si aggiunga la previsione della separazione tra il patrimonio dei singoli clienti dal patrimonio della società di gestione e da quello degli altri clienti dello stesso intermediario (art. 8, comma 2), allo scopo di tutelare l'investitore dalle vicende negative che possono riguardare la posizione dell'intermediario.

### 3. *Il decreto "Eurosime" n. 415/1996*

La direttiva comunitaria 93/22/CEE sui servizi di investimento ha imposto di ridisegnare la disciplina delle imprese di investimento apprestata dalla legge n. 1/1991. Con il d.lgs. 23 luglio 1996 n. 415 (c.d. "decreto eurosime") il legislatore nazionale ha dato attuazione alla direttiva 93/22 sui servizi di investimento e alla direttiva 93/6/CEE relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

Il recepimento delle direttive comunitarie da parte del legislatore nazionale porta con sé importanti cambiamenti sia alla disciplina dei mercati finanziari che in merito all'attività di intermediazione. Il "decreto Eurosime" segna il passaggio da un modello di mercato pubblico, istituito e gestito dalla pubblica autorità, ad un modello privatistico, incentrato sull'iniziativa dell'autonomia privata e sottoposto all'autorizzazione e vigilanza pubblica<sup>19</sup>. Il superamento della visione pubblicistica del mercato si pone come tappa obbligata nel processo di integrazione dei mercati segnato dalle direttive

---

<sup>19</sup> COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 272. L'art. 46 è confluito quasi per intero nell'art. 61, comma 1, del t.u.f., secondo il quale «l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro». L'adozione del modello privatistico ha definitivamente comportato il superamento della struttura monopolistica dei mercati finanziari. L'assetto normativo previgente era, invece, ispirato al modello francese, secondo cui il mercato regolamentato costituisce un pubblico servizio e trova la sua origine in un atto della pubblica autorità. Un opposto modello si presenta quello anglosassone nel quale i mercati organizzati sono tradizionalmente disciplinati come imprese e organismi autoregolati (*self-regulatory organization*), integrati da elementi di regolazione pubblica.

comunitarie, che hanno sancito il principio di liberalizzazione dei servizi di investimento in ambito comunitario e il principio del mutuo riconoscimento dei mercati<sup>20</sup>.

Per quanto riguarda, poi, l'attività delle imprese di investimento, il d.lgs. n. 415/1996 ha ridisegnato interamente l'impianto della legislazione esistente, abrogando in buona parte la legge n. 1/1991 (art. 66) e introducendo due novità di significativo rilievo rispetto alla previgente disciplina: viene sostituita la nozione "attività di intermediazione mobiliare" con quella di "servizi di investimento" e viene marginalizzato il ruolo dei "valori mobiliari", che da oggetto esclusivo dell'attività di intermediazione mobiliare, diventano una delle tre componenti della più ampia categoria degli *strumenti finanziari*, assieme agli "strumenti del mercato monetario" e agli "strumenti derivati".

A ben guardare non si tratta solo di un mutamento terminologico. Dalla nozione comunitaria di valore mobiliare la direttiva esclude «le quote di organismi di investimento collettivo» e tutti gli «strumenti del mercato monetario». In altri termini, nel catalogo comunitario dei valori mobiliari rientrano i titoli abitualmente considerati tali (azioni e obbligazioni) nonché altri titoli, purché negoziabili sul mercato dei capitali. Ne rimangono esclusi i certificati rappresentativi di fondi e i titoli negoziati sul mercato monetario. La nozione di strumento finanziario, pertanto, si adatta maggiormente con la necessità, imposta dal processo di dematerializzazione, di prescindere dalla emissione ed esistenza di un documento cartaceo.

---

<sup>20</sup> DRAGHI, *Commento sub art. 46*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento alla direttiva EUROSIM*, a cura di Capriglione, Padova, 1997, 387.

La sostituzione della nozione di “attività di intermediazione mobiliare” con quella di “servizi di investimento”<sup>21</sup> ha comportato, poi, una riduzione delle attività comprese nella categoria e un miglioramento qualitativo delle singole definizioni<sup>22</sup>.

Con particolare riferimento al servizio di gestione, la nuova disciplina sostituisce alla “gestione di patrimoni mobiliari” di cui alla legge s.i.m. il servizio di “gestione di portafogli di investimento per conto terzi”, in omaggio alle indicazioni contenute nella direttiva.

Il legislatore italiano, col decreto “Eurosime”, ha preferito adeguarsi alla nuova terminologia comunitaria in ordine all’oggetto della gestione, non parlando più di “patrimonio” (legge s.i.m.), bensì di “portafoglio di investimento”. Alla diversità terminologica non corrisponde, tuttavia, una diversità di fattispecie, essendo la stessa dettata dalla doppia necessità di adeguarsi al lessico della direttiva 93/22/CEE e di individuare meglio la composizione strutturale del patrimonio investito che appartiene al singolo investitore e che è altro rispetto al patrimonio del gestore. Si può notare, altresì, come il decreto abbia ommesso il riferimento “su base discrezionale” contenuto nell’allegato A della direttiva; tuttavia, come è stato osservato<sup>23</sup>, la specificazione non sarebbe stata necessaria, atteso che si ha riguardo a gestioni personalizzate di portafogli su base individuale dove la discrezionalità connota tale attività.

---

<sup>21</sup> La direttiva 93/22/CEE definisce “servizi di investimento” qualsiasi servizio rientrante nell’allegato A della direttiva e sostanzialmente recepiti nell’art. 1, comma 3, del d.lgs.n.416/1996, secondo cui per servizi di investimento si intendono le attività di: a) negoziazione per conto proprio; b) negoziazione per conto terzi; c) collocamento, con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi; e) ricezione e trasmissione di ordini nonché' mediazione.

<sup>22</sup> Si pensi, ad esempio, all’attività di negoziazione opportunamente scissa dalla norma di attuazione della direttiva in due attività, “negoziazione per conto proprio” e “negoziazione per conto terzi”.

<sup>23</sup> Sul punto si veda GABRIELLI E.-LENER R., *I contratti del mercato finanziario*, cit., 30.

La definizione del servizio di gestione presente nel decreto “Eurosım” appare più ampia rispetto a quella contenuta nell’allegato alla direttiva, che si riferisce alla «gestione nell’ambito di un mandato conferito dagli investitori, qualora tali portafogli includano uno o più strumenti contemplati nella sezione B» con la conseguenza che possono costituire oggetto di gestione non solo gli strumenti finanziari, ma anche depositi bancari o di valute.

Sul piano dei soggetti, il decreto Eurosım attua una parificazione tra s.i.m., altre imprese di investimento comunitarie e banche e consente agli intermediari iscritti nell’elenco speciale di cui all’art. 107 del T.u.b lo svolgimento dei servizi di collocamento di strumenti finanziari e negoziazione in conto proprio di strumenti derivati.

Con specifico riferimento al contratto di gestione di portafogli di investimento (e, in generale, a tutti i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento) assume rilievo la previsione contenuta nell’ultimo comma dell’art. 17 del d. lgs. n. 415 1996, in forza della quale «Nello svolgimento dei servizi, le imprese di investimento e le banche possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente». Da ciò si ricava uno spazio per le imprese di investimento di agire in nome proprio e per conto altrui, a differenza di quanto previsto dall’art. 8 della legge Sim; tuttavia, si è ritenuto che, anche dopo la predetta modifica normativa, l’agire in nome proprio continui a restare lo schema operativo *normale* delle imprese di investimento.

#### ***4. Il Testo unico in materia di intermediazione finanziaria del 1998 e le successive modifiche***

La disciplina contenuta nel decreto “Eurosım” è confluita interamente nel d. lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (Testo Unico delle disposizioni in materia di



intermediazione finanziaria) che fornisce una disciplina rigorosa della materia dell'intermediazione finanziaria, apportando, al tempo stesso, significative novità. L'esigenza di riorganizzare le disposizioni in materia di intermediazione finanziaria in un testo unico era stata avvertita già dal legislatore italiano che, con la legge comunitaria del 1994 (legge 6 febbraio 1996, n. 52), aveva conferito delega al Governo di emanare un testo unico, con lo scopo di risolvere i problemi di coordinamento e armonizzazione delle molteplici discipline che componevano l'ordinamento del mercato mobiliare, oltretutto di potenziare gli strumenti di tutela degli investitori nelle società con azioni quotate nei mercati regolamentati.

Le novità di maggiore rilievo introdotte dal testo unico riguardano: la disciplina delle società emittenti titoli sui mercati regolamentati; la delegificazione e l'instaurazione di un nuovo rapporto tra normativa primaria e normativa di dettaglio; la distinzione, in materia di appello al pubblico risparmio, tra la «sollecitazione all'investimento» (artt. 94-101) e le «offerte pubbliche di acquisto e di scambio» (artt. 102-122), prevedendo per la prima una maggiore protezione dei risparmiatori; le modificazioni intervenute nella gestione del risparmio; la previsione di una disciplina dettagliata in materia di servizi di investimento, con particolare riguardo alle norme di comportamento degli intermediari finanziari.

Rinviando al prosieguo la trattazione analitica della materia dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e, in seno ad essi, del contratto relativo alla prestazione del servizio di gestione di portafogli di investimento, giova brevemente soffermarsi sul profilo della delegificazione. A differenza delle discipline previgenti e, in particolare, della legge n. 1/1991, la

quale definiva con una normativa di dettaglio le regole per le imprese di investimento e per gli intermediari, il d. lgs. n. 58/1998 si limita a fissare regole generali, rimettendo le norme di dettaglio all'autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia) garantendone, in tal modo, la necessaria elasticità. La materia dell'intermediazione finanziaria delineata dal Tuf opera, quindi, su due livelli: un livello legislativo, di carattere generale, e un livello regolamentare, con funzione integrativa e dal contenuto specifico.

Il testo unico del 1998 ha subito delle importanti modifiche in conseguenza di tre importanti innovazioni normative: la riforma del diritto societario; gli interventi di contrasto al fenomeno degli scandali finanziari (casi "Cirio" e "Parmalat") che hanno pregiudicato gravemente il pubblico dei risparmiatori e gli interventi di attuazione delle direttive comunitarie.

Il d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 ha introdotto una serie di modifiche al Testo Unico, sebbene non particolarmente incisive, per adeguarlo alla nuova riforma del diritto societario, con particolare riferimento alla materia del governo degli emittenti.

Il secondo ambito di innovazioni riguarda la riforma della disciplina dell'intermediazione finanziaria operata con la legge 28 dicembre 2005, n. 262. Il provvedimento in oggetto, come detto, nasce dall'esigenza di assicurare un adeguato sistema di tutela degli investitori, profondamente segnato dai noti scandali finanziari del 2002-2003, i quali avevano messo in luce le falle del sistema. In particolare, le carenze degli organi di controllo societari nello svolgimento delle proprie funzioni; i conflitti di interesse derivanti dalla polifunzionalità degli intermediari, che collocavano titoli "spazzatura" per ridurre la propria esposizione nei confronti degli emittenti di quei titoli; le

inadeguatezze del sistema di vigilanza sul mercato operato dalla Banca d'Italia, Consob e Società di gestione dei mercati. Il travagliato *iter* parlamentare di approvazione della riforma del 2005 ha portato l'approvazione di un testo eterogeneo, contenente "disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari" riguardanti sia l'ordinamento bancario che mobiliare e che ha imposto una riscrittura di alcune norme da parte del d. lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 ("decreto correttivo"). La riforma, nel complesso, ha apprestato significativi strumenti di tutela per le minoranze, senza peraltro incidere adeguatamente sotto il profilo della garanzia della trasparenza degli emittenti e sui meccanismi di controllo delle Autorità di Vigilanza, con pregiudizio per l'efficienza dei mercati e quindi per la tutela di quel risparmio che la disciplina si prefiggeva di assicurare.

Il terzo ambito di intervento del legislatore si colloca nel quadro della armonizzazione delle discipline degli stati membri in materia di intermediazione finanziaria. L'importanza del fenomeno è dimostrata dalla recente attuazione, da parte del legislatore nazionale, di ben quattro direttive comunitarie nel tentativo di creare un mercato finanziario europeo stabile ed efficiente. Il d. lgs. 28 marzo 2007, n. 51 ha dato attuazione alla direttiva 4 novembre 2003, 2003/71, già in parte attuata dal regolamento CE n. 809/2004 in materia di prospetti informativi per le offerte pubbliche e per l'ammissione ai mercati regolamentati; il d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 ha dato attuazione alla direttiva 21 aprile 2004, 2004//39 in materia di servizi di investimento (*Market in Financial Instruments Directive*, MIFID), che modifica profondamente la disciplina dei servizi di investimento; il d. lgs. 6 novembre 2007, n. 195 ha dato attuazione alla direttiva 15 dicembre 2004, 2004/109 riguardante le

informazioni che gli emittenti quotati in un mercato devono rendere pubbliche (*transparency*); il d. lgs. 19 novembre 2007, n. 229 ha dato attuazione alla direttiva 21 aprile 2004, 2004/25, concernente le offerte pubbliche di acquisto.

Il tentativo di creare un mercato unico dei capitali efficiente che riduca il rischio di fallimento dello stesso ha incontrato diversi ostacoli derivanti dalle forti differenze degli ordinamenti interni degli stati membri, ma soprattutto dalla mancanza di un'autorità di controllo europea. La mancanza di un sistema di *enforcement* comunitario impone un elevato grado di analiticità delle direttive, spostando il baricentro del potere di regolamentazione in capo al legislatore comunitario. Nel darvi attuazione, infatti, il legislatore nazionale non ha fatto altro che riprodurre il testo della direttiva; di contro è cresciuta progressivamente l'importanza normativa della Consob e della Banca d'Italia. Nel 2007 hanno subito forti modificazioni il Regolamento Consob in materia di Emittenti (delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni); il Regolamento Mercati (delibera n. 11768 del 23 dicembre 1998 e successive modificazioni e delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007); il Regolamento Intermediari (delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007); nella stessa data Consob e Banca d'Italia hanno approvato un «regolamento congiunto» di rilievo per l'organizzazione degli intermediari.

Da ciò emerge che il nucleo forte della disciplina del mercato mobiliare è oggi contenuto nelle direttive comunitarie e nei regolamenti delle Autorità di vigilanza.

##### **5. (segue): i servizi di investimento**

Si è già avuto modo di segnalare che la terminologia «servizi di investimento» entra a far parte del lessico del legislatore, sulla scia delle

direttive comunitarie, con il decreto Eurosim e viene confermata con il testo unico del 1998, che sostituisce la vecchia denominazione contenuta nella legge Sim di «intermediazione mobiliare».

Anche per i servizi di investimento, come per gli strumenti finanziari, il legislatore ha rinunciato a darne una definizione generale, limitandosi a fornire un'elencazione di carattere tassativo, con la possibilità, peraltro, di prevedere un ampliamento da parte del Ministero dell'Economia. Essi si trovano enumerati nell'art. 1, comma 5, lett. a)-f) del Tuf.<sup>24</sup>, rubricato «servizi e attività di investimento».<sup>25</sup> La mancanza di una definizione di carattere generale non impedisce di individuare un minimo comune denominatore tra i detti servizi, rappresentato dalla rilevanza che gli stessi hanno, se esercitati professionalmente, per il buon funzionamento del mercato.

Nel tentativo di cogliere i tratti essenziali della disciplina dei servizi di investimento, possiamo raggrupparli in quattro aree problematiche: una prima area è quella relativa al c.d. *diritto pubblico e dei regolatori*, ossia quella concernente la riserva dell'attività a particolari categorie di imprese (art. 18, comma 1, t.u.f.), la disciplina dell'accesso al mercato degli intermediari e, soprattutto, la vigilanza su questi ultimi, con i cinque obiettivi indicati nell'art. 5 del Tuf: salvaguardia della fiducia del sistema finanziario, tutela degli investitori, stabilità e buon funzionamento del sistema finanziario, competitività del sistema finanziario, osservanza delle disposizioni in materia finanziaria. Una seconda area è quella del *governo societario degli intermediari*, attinente ai requisiti di

---

<sup>24</sup> I servizi di investimento indicati dal legislatore sono: «negoziante per conto proprio», «esecuzione di ordini per conto dei clienti» o «negoziante per conto terzi», «sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione a garanzia nei confronti dell'emittente e di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione a garanzia nei confronti dell'emittente», «gestione di portafogli», «ricezione e trasmissione di ordini», «consulenza in materia di investimenti», «gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione».

<sup>25</sup> Il riferimento all'«attività di investimento» è stato aggiunto dal d.lgs. 164/2007, senza che ciò comporti l'individuazione di una realtà fenomenica diversa da quella di servizio di investimento.

organizzazione dei soggetti abilitati (dispositivi di governo societario, separazione patrimoniale, gestione del rischio di impresa, etc.). Una terza definibile *diritto dei contratti aventi ad oggetto i servizi di investimento*<sup>26</sup>, relativa ai criteri generali di comportamento di cui agli artt. 21-25 t.u.f., alle regole in materia di contratti di investimento e le conseguenti ricadute in tema di responsabilità. Una quarta area dedicata alla patologia del rapporto intermediari-investitori, ossia al *conflitto di interessi*<sup>27</sup>.

Queste linee portanti la materia dei servizi finanziari non sono state abbandonate per effetto dell'attuazione della direttiva MIFID (d. lgs. 164/2007), benché la stessa abbia apportato significative modifiche alla materia dei servizi di investimento. Basti pensare all'introduzione di due nuovi servizi di investimento, la "consulenza in materia di investimenti" e la "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione"; la previsione della nuova figura dell' "internalizzatore sistematico", che non rappresenta un servizio autonomo, ma deriva dalla fusione dei servizi di negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini per conto terzi; il nuovo servizio accessorio della "ricerca in materia di investimenti"; l'ampliamento dei servizi a quelli aventi ad oggetto derivati su beni non finanziari.

Il testo unico, nell'art. 1, comma 6, prende in considerazione la diversa categoria dei servizi accessori: essi sono quei servizi ulteriori rispetto ai servizi di investimento che le banche e le s.i.m. esercitano senza specifica autorizzazione e il cui esercizio sarebbe loro precluso, in omaggio al principio di esclusività dell'oggetto sociale, senza una specifica previsione legislativa<sup>28</sup>.

<sup>26</sup> Si rinvia alla trattazione del Cap. II.

<sup>27</sup> Si veda Cap. II, § 5.

<sup>28</sup> Tra i servizi accessori ricordiamo: la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari, la locazione di cassette di sicurezza, la concessione di finanziamenti, la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse (*corporate finance*), i servizi connessi all'emissione e collocamenti di strumenti finanziari, la ricerca in materia di investimenti,

Agli artt. 21-25 è previsto un complesso di regole a cui intermediari e banche devono attenersi nella prestazione dei servizi di investimento e vengono fissati alcuni principi che trovano applicazione per tutti i servizi e regole particolari che riguardano soltanto alcuni di essi. In particolare, il Tuf stabilisce: a) criteri generali di comportamento per le imprese di investimento e per le banche (art. 21); b) regole relative alla disciplina dei contratti di investimento (art. 23); norme dirette a garantire la separazione patrimoniale (art. 22); norme in materia di sottoscrizione e collocamento di prodotti bancari e assicurativi. Prevede poi regole speciali per alcuni tipi di servizi: per la gestione di portafogli di investimenti (art. 24) e per la negoziazione nei mercati regolamentati (art. 25); per la gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione (art. 77-*bis*) e per l'internalizzazione sistematica (art. 78); infine, norme di dettaglio quando il servizio di venga effettuato con offerta fuori sede (art. 30 e 31) o mediante promozione e collocamento a distanza (art. 32).

---

l'intermediazione di cambi, le attività e i servizi individuati con regolamento ministeriale.

## Capitolo II

### IL CONTRATTO DI GESTIONE DI PORTAFOGLI DI INVESTIMENTO: ANALISI DEL MODELLO CONTRATTUALE

#### ***1. La disciplina dei contratti di investimento tra normativa primaria e normativa secondaria***

Nell'ambito della disciplina dei servizi di investimento, particolare rilevanza assumono le regole dedicate al diritto dei contratti contenute negli artt. 21-25 del Tuf, nonché negli artt. 37 e 38 del Regolamento Consob n.16190 del 29 ottobre 2007 (c.d. Regolamento intermediari), secondo quel modello di integrazione fra normativa primaria e secondaria che caratterizza l'attuale disciplina dell'intermediazione finanziaria.

Con particolare riferimento al contratto stipulato tra l'intermediario finanziario e l'investitore, l'art. 23 del Tuf, rubricato "contratti", contiene talune prescrizioni di particolare rilevanza in ordine alla regolamentazione del c.d. «contratto di investimento»<sup>29</sup>. La norma in esame, in linea con la tendenza ormai nota da tempo e fatta propria dal testo unico, attribuisce importanza fondamentale alla forma negoziale<sup>30</sup>, «quale strumento di tutela del contraente "debole" e quale strumento, per così dire, di efficienza del mercato»<sup>31</sup>.

In questo quadro si collocano l'obbligo di redigere per iscritto il contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento<sup>32</sup> e l'obbligo di consegnarne un esemplare<sup>33</sup> al cliente.

<sup>29</sup> I termini del dibattito intorno alla questione "dogmatica" relativa all'esistenza di una categoria contrattuale nominata contratto di investimento saranno riportati nel cap. 3, § 4.

<sup>30</sup> In generale sulle finalità delle prescrizioni formali, si veda BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 3° ed., 1960, 126.

<sup>31</sup> LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 169.

<sup>32</sup> Non soggiace alla prescrizione formale non soltanto il contratto relativo alla prestazione di servizi accessori (ove previsto) ma, a seguito del recepimento della direttiva Mifid, anche la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, di cui all'art. 1 comma 5, lett. f).

<sup>33</sup> A differenza della legge Sim., dove si faceva riferimento alla copia del contratto, la norma del Tuf utilizza il termine "esemplare". Non sembra da condividere, ormai, l'idea per cui il documento da



La prescrizione della forma scritta risponde all'esigenza di porre rimedio alle asimmetrie informative che caratterizzano il rapporto contrattuale in cui una delle parti sia un contraente occasionale. Ciò appare giustificato, tra l'altro, dall'eccezioni che la stessa previsione dell'art. 23 introduce rispetto all'obbligo di redigere il contratto per iscritto. Il legislatore, infatti, afferma che «la Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che (...) in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma»: la circostanza che una delle parti, infatti, sia un investitore professionale e, quindi, operi alla pari con gli intermediari elimina il bisogno di protezione che informa l'intera disciplina normativa<sup>34</sup>. Ulteriore deroga alla forma scritta del contratto può provenire, altresì, da « motivate ragioni », fissate con regolamento dalla Consob, sentita la Banca d'Italia<sup>35</sup>.

Con riferimento all'obbligo di redigere il contratto per iscritto qualche perplessità si è avuta, stante la generica indicazione normativa, con riferimento all'estensione del requisito formale non già al contratto-quadro (ossia il contratto disciplinante il servizio), quanto piuttosto ai singoli atti esecutivi del contratto quadro<sup>36</sup>; ciò, nonostante le diverse comunicazioni con cui la

---

consegnare al cliente debba essere un vero e proprio contratto e non una mera riproduzione dello stesso (cfr. GAGGERO, *Commento alla disciplina dei servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari*, in *Contratti*, 1996, 514; ZITIELLO, *La disciplina dei contratti nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, in *Contratti*, 1998, 175), atteso che l'art. 37 del regolamento n. 16190/2007 (ribadendo quanto già previsto nell'art. 30 del regolamento n.11522/1998) stabilisce: «Gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; una "copia" di tale contratto è consegnata al cliente».

<sup>34</sup> La qualificazione dell'investitore quale "operatore qualificato" giustifica la disapplicazione di numerose regole di comportamento altrimenti concepite per la tutela del cliente "comune", cui è destinata la disciplina di protezione. La natura "professionale" del cliente comporta (soltanto) la non applicazione delle regole di comportamento (o di alcune di esse) e non anche l'integrale sottrazione del servizio o della relativa attività all'intera disciplina di settore (art. 58 Reg. n. 11690/2007). Per la nozione di controparti qualificate si veda l'art. 6 comma 2-*quater* lett. *d*) del Tuf.

<sup>35</sup> È quanto accade in relazione ai contratti conclusi per via telematica o, in ogni caso, ai contratti conclusi a distanza.

<sup>36</sup> Sulla natura contrattuale o unilaterale degli ordini di borsa e, in generale, dei negozi attuativi del contratto di investimento si rinvia al cap. III.

Consob aveva affermato che l'obbligo di forma scritta a pena di nullità riguardava solo il contratto quadro e non anche le singole operazioni di investimento poste in essere nell'ambito del servizio di investimento<sup>37</sup>.

Sul punto, l'orientamento maggioritario della giurisprudenza ha mostrato di aderire ad una lettura restrittiva dell'art. 23, secondo cui l'osservanza dei requisiti formali è prevista solo con riferimento al contratto "relativo alla prestazione dei servizi di investimento" e non anche ai singoli ordini di acquisto. Così, in diverse occasioni, i giudici hanno rigettato le domande proposte dai risparmiatori volte ad a far dichiarare la nullità degli ordini acquistati telefonicamente e non registrati su nastro magnetico per difetto di forma scritta, sul presupposto che la forma *ad substantiam* prevista dall'art. 23 Tuf è espressamente riferita al contratto quadro e non anche ai singoli "negozi" conclusi nell'ambito ed in esecuzione del rapporto che trova la sua fonte nel contratto quadro<sup>38</sup>. Tale orientamento, del resto, si pone in linea con la posizione di quanti in dottrina sottolineano come l'esasperata formalizzazione dei rapporti fra intermediario finanziario e cliente, lungi dal rappresentare un effettivo strumento di tutela per gli utenti dei servizi finanziari, rischierebbe di compromettere, a discapito in primo luogo degli

---

<sup>37</sup> Ad esempio, comunicazione n. DI/30369 del 21.4.2000 relativa al *Trading on line* e comunicazione n. DIN/5055217 del 3.8.2005 relativa agli ordini di negoziazione impartiti telefonicamente.

<sup>38</sup> Si può ritenere ormai del tutto consolidato l'orientamento giurisprudenziale che non richiede la prescrizione formale per gli atti esecutivi attuativi del contratto quadro; tra le pronunce di merito si veda, tra le altre: Trib. Como, 3.12.2007, in *Banca dati Dejure*; Trib. Rovereto, 18.1.2006 n. 31 in *Contr. impr.* 2006, 578; Trib. Venezia, 8.6.2005 e 11.7.2005, entrambe in *Danno e resp.*, 2005, 1231 e 1237, con nota di DELLA CASA; Trib. Milano, 25.7.2005, in *Giur. merito*, 2005, 11, 2281; Trib. Venezia, 22.11.2004 in *Giur. it.*, 2005, 754, con nota di FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediario al vaglio della giurisprudenza di merito*; *Contra*, sia pure in un *obiter dictum*, Cass. 29.09.2005 n. 19024, in *Danno e Resp.*, 2006, 25 con nota di ROPPO e AFFERNI; Trib. Torino (ord.) 30.5.2005, in *Giur. it.*, 2005, 1857. In talune ipotesi la giurisprudenza ha poi ritenuto – in maniera non del tutto condivisibile – che, in caso di previsione del requisito formale per i singoli ordini di negoziazione, tali requisiti sono previsti dalle parti come forma non *ad substantiam* ma *ad probationem* (Trib. Milano, 28.5.2005, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, 4, 499 con nota critica di SPADARO, *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*).

stessi risparmiatori, le peculiari esigenze di speditezza e tempestività nell'esecuzione delle contrattazioni che caratterizzano il settore finanziario<sup>39</sup>.

Di contrario avviso la posizione di chi evidenzia che l'osservanza dei descritti requisiti formali acquisterebbe particolare importanza proprio in occasione delle singole operazioni di investimento, le quali, ben più del semplice atto del conferimento dell'incarico all'intermediario, sarebbero destinate ad avere rilevanti ricadute sulla situazione patrimoniale del risparmiatore<sup>40</sup>.

L'argomento in realtà non appare di particolare rilievo atteso che la disciplina regolamentare ha previsto, in relazione alle fattispecie di ordini "a distanza", che l'obbligo degli intermediari di provvedere alla registrazione su supporto magnetico o altro equivalente degli ordini impartiti telefonicamente dagli investitori (art. 57 Reg. n. 16190/2007) e la necessità di documentare con analoga registrazione le operazioni *non adeguate* (art. 29 Reg. n. 16190/2007). Là dove, invece, la stipulazione del contratto sia strumentale all'effettuazione di singole operazioni, l'ordine e la relativa accettazione devono rivestire la forma scritta, stante l'occasionalità del rapporto tra le parti<sup>41</sup>.

Oltre alle prescrizioni *stricto sensu* formali, la disciplina del contratto di investimento appare particolarmente dettagliata anche con riguardo alle prescrizioni attinenti al contenuto delle dichiarazioni negoziali, come emerge dalla lettura dell'art. 23 e, soprattutto, del Regolamento Intermediari. Si fa strada l'idea che la tutela dell'investitore passi attraverso l'imposizione di

---

<sup>39</sup> SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, 184 ss.; ROVITO (e PICARDI), in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, t. I, *sub art.* 23, 200; COSTI e ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.* diretto da G. Cottino, VII, Padova, 2004, 384 ss.

<sup>40</sup> In questo senso v. ad esempio FIORIO (cit. nt. 23), 764 ss. e, precedentemente, SANZO, *Evoluzione normativa in materia di forma degli ordini di borsa: le diverse fasi di un progressivo rigore a tutela dei "consumatori" e della trasparenza del mercato mobiliare*, in *Giur. it.*, 1998, 304.

<sup>41</sup> In questi termini, *ex multis*, SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Discipline e forme di tutela*, Milano, 2004, 218.

stringenti vincoli contenutistici che, eliminando lo spazio per la manifestazione dell'autonomia privata, traducono le regole attinenti alla disciplina dell'accordo in prescrizioni *lato sensu* formali.

Con riferimento alla normativa primaria, il comma 2 dell'art. 23 stabilisce che «è nulla ogni previsione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico». La *ratio* di tale disposizione sembra risiedere sempre nell'esigenza di non vedere vanificata la tutela dell'investitore attraverso il rinvio a non definiti parametri di riferimento in materia di determinazione delle condizioni economiche e di altri oneri a suo carico. Il legislatore, in questa ipotesi, non si limita solo a predisporre un meccanismo sostitutivo automatico – come accade nell'analogo istituto previsto dall'art 117, comma 6 del T.u.b.<sup>42</sup> – ma prevede, rispondendo ad una logica sanzionatoria, che nulla sia dovuto all'intermediario.

L'inosservanza di quest'ultimo divieto e della forma prevista dal primo comma si riverberano sulla validità del contratto: nel primo caso deriva la nullità della singola clausola contrattuale; nel secondo caso, invece, la nullità dell'intero contratto. Il terzo comma dell'art. 23 precisa che entrambe le nullità sono “relative”<sup>43</sup>, in quanto «possono essere fatte valere solo dal cliente»<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> L'art. 117 del d. lgs. n.385/1993 (t.u.b.) prevede un meccanismo di sostituzione automatica della clausola di rinvio agli usi per la determinazione dei tassi di interesse e di ogni altro prezzo o condizioni praticati con le condizioni e i prezzi pubblicizzati dalla banca.

<sup>43</sup> Si tratta della nota categoria delle nullità di protezione; si veda, *ex multis*, MANTOVANI, *Le nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto* diretto da Roppo, IV (*Rimedi* -1 a cura di Gentili), Milano, 2006.

<sup>44</sup> L'attuale previsione normativa – come del resto già l'art. 18, comma 1 e 3 del d. lgs. 415/1996 – ha posto fine al vivace dibattito sorto sotto il vigore della legge Sim, che non prevedeva espressamente alcuna sanzione da applicare al difetto di forma. Vi era chi sosteneva che la sanzione fosse l'inefficacia del contratto, facendo leva sull'art. 1341, comma 2 c.c. (CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 323); altri sostenevano che la violazione al difetto di forma comportasse conseguenze solo di carattere disciplinare (COLTRO CAMPI, *Che cosa rimane degli ordini di borsa?*, in *Riv. soc.*, 1992, 640 e ss.); la tesi prevalente (*ex plurimis*, MAZZAMUTO, *Il problema della forma nei contratti di intermediazione mobiliare*, in *Contr. e Impr.*, 1994, 37) affermava, invece, la nullità del contratto. Tra i sostenitori della nullità, poi, vi erano coloro che si schieravano a favore della nullità relativa (DI MAIO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 296) e coloro che ritenevano si trattasse di nullità assoluta (LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, cit., 174).

L'art. 37 del Regolamento Intermediari, in termini ancora più stringenti, indica dettagliatamente il contenuto informativo del contratto con il cliente, non lasciando ampio spazio all'autonomia privata<sup>45</sup>.

A differenza di quanto previsto dall' art. 23, la Consob non individua alcuna sanzione in caso di inosservanza delle prescrizioni formali indicate nel regolamento. La mancanza di una testuale previsione di nullità pone il problema dell'individuazione della sanzione in concreto applicabile nel caso in cui il contratto di investimento non preveda le prescrizioni contenutistiche indicate dalla norma regolamentare. Si tratta, in altri termini, di verificare se e in che misura la violazione della norma secondaria possa incidere sulla validità del regolamento contrattuale ovvero se, diversamente, possa condizionarne solo la liceità dell'attività di investimento in ragione della natura amministrativa delle stesse.

Secondo una prima ricostruzione<sup>46</sup> la violazione dell'art. 37 del Regolamento Consob integrerebbe un'ipotesi di nullità del contratto per contrarietà a norma imperative (c.d. nullità virtuale). Si afferma, in particolare,

---

Anche la giurisprudenza che si era occupata della questione preferiva la tesi della nullità del contratto (cfr. ord. Trib. Milano 21.2.1995 e 11.5. 1995, in *Giur. comm.*, 1996, II, 79, con nota di SQUILLACE; Trib. Milano 6 febbraio 1997, in *Le società*, 1997 392 e ss., con nota di GIRINO).

<sup>45</sup> «Il contratto: a) specifica i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate; b) stabilisce il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso; c) indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni; d) prevede la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta; e) indica e disciplina, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente; f) indica le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti in conformità dell'articolo 52; g) indica se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti; h) indica le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio; i) indica le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'articolo 32-ter del Testo Unico».

<sup>46</sup> Si veda, per tutti, SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 221. In giurisprudenza si veda Trib. Venezia 11 luglio 2005, cit.

che la nullità virtuale sarebbe configurabile in caso di violazione di una norma imperativa, a prescindere dalla natura primaria o secondaria (regolamentare) della disposizione violata<sup>47</sup>. Secondo tali autori, al fine di verificare se la fattispecie contenuta nell'art. 30 del regolamento Consob n. 1152/98 (ora art. 37 del Regolamento n. 11690/2007) sia o meno una norma imperativa occorrerebbe verificare se essa sia posta a tutela di un interesse pubblico o privato rilevante. La dottrina richiamata conclude nel senso del carattere imperativo delle disposizioni emanate dalla Consob, in ragione dell'intento primario perseguito dalla Commissione di tutelare il risparmiatore attraverso la predeterminazione del contenuto minimo del contratto. Si sostiene, infatti, che non accogliere l'istituto della nullità (relativa) porterebbe a privare sostanzialmente di precettività civilistica il comando dettato dalla Consob»<sup>48</sup>. Riconosciuta la nullità del contratto, si discute se la stessa debba essere intesa come nullità relativa<sup>49</sup>, in linea con la disciplina di protezione del risparmiatore o se, al contrario, debba essere intesa come nullità assoluta<sup>50</sup>.

Secondo un'altra ricostruzione<sup>51</sup>, l'inosservanza delle prescrizioni contenute nel Regolamento Intermediari conduce esclusivamente all'emanazioni di sanzioni da parte della Consob e ciò in quanto le disposizioni in oggetto, sebbene norme imperative, avrebbero natura "amministrativa",

---

<sup>47</sup> DEL PRATO, *Autorità indipendenti, norme imperative e diritto dei contratti: spunti*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 516 e ss..

<sup>48</sup> NAPOLETANO, *Lo svolgimento dei servizi di investimento*, in *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, 1999, 88.

<sup>49</sup> In questi termini SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 221.

<sup>50</sup> MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002, p. 490 e ss.. secondo cui la nullità è del genere dell'illiceità e, quindi, il vizio è assoluto e non relativo, perché non è posto a presidio di una delle parti del contratto.

<sup>51</sup> SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., p. 186; DELLA CASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, cit., secondo cui «la circostanza che le regole di comportamento degli intermediari finanziari siano previste da norme di livello subordinato dovrebbe indurre l'interprete a fare un uso particolarmente attento e sorvegliato di un rimedio radicale come la nullità».

sicché si potrebbe pervenire all'invalidità del contratto solo in nell'ipotesi in cui la violazione delle disposizioni regolamentari incida su un requisito essenziale del contratto.

A nostro avviso, benché condivisibile, sotto il profilo metodologico la tesi della nullità per contrasto con norme imperative non è stata adeguatamente argomentata. Essa parte dal presupposto per cui, al fine di verificare se ricorra o meno la fattispecie prevista dall'art. 1418, comma 1 c.c., occorrerebbe valutare se la norma violata sia o meno una norma imperativa (in disparte la questione della natura primaria o secondaria della stessa). E tuttavia tale ricostruzione non coincide, in primo luogo, col dettato del codice civile che dispone la nullità del contratto per contrasto con norme imperative “salvo che la legge non disponga diversamente”: invero, non ogni violazione di una norma imperativa si può ritenere dia luogo a nullità, sicché è necessario distinguere norme imperative, la cui violazione procuri tale sanzione e norme imperative la cui violazione lasci salva la validità del contratto. Peraltro, anche volendo ritenere che le norme indicate nel Regolamento Consob abbiano carattere imperativo (salvo individuare il criterio in virtù del quale riconoscere il *discrimen* tra norme imperative e norme dispositive), l'orientamento in esame trascura la seconda parte del testo della norma, secondo cui in tanto è possibile considerare nullo in contratto in quanto non risulti maggiormente coerente col sistema dei valori dell'ordinamento applicare una sanzione diversa dalla nullità<sup>52</sup>. La tesi, infine, nel predicare il carattere relativo della nullità, omette di indicare in virtù di quale meccanismo le nullità di protezione, che sono necessariamente nullità testuali, possano estendersi anche ad un'ipotesi di

---

<sup>52</sup> Sull'ambito di applicazione della nullità virtuale si rinvia a quanto verrà detto, sotto il diverso profilo delle conseguenze della violazione delle regole di condotta, nel cap. III § 6.

nullità virtuale che, in linea con l'impostazione del legislatore del codice civile, è sempre una nullità assoluta.

L'art. 23, comma 4 del t.u.f. specifica che la trasparenza delle condizioni contrattuali prevista dal Testo Unico Bancario non si applica ai servizi e attività di investimento, al collocamento di prodotti finanziari nonché alle operazioni e ai servizi che siano componenti di prodotti finanziari. L'intervento da parte del legislatore è finalizzato ad eliminare ogni dubbio in ordine all'applicabilità alle banche e agli intermediari della normativa prevista dal T.u.b., specificando un punto oggetto di critiche sotto il vigore del decreto Eurosim, laddove si era osservato che questa anomalia poteva creare asimmetrie disciplinari a seconda che il servizio venisse prestato dalle banche o dalle imprese di investimento.

La disciplina generale del contratto con l'investitore, inoltre, prevede che, nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, non si applichino ai contratti derivati le disposizioni di cui all'art. 1933 c.c. Specificamente, gli strumenti finanziari derivati e quelli analoghi previsti ai sensi dell'art. 18, comma 5, lett. a) del Tuf, nell'ambito di un servizio o attività di investimento, non devono essere considerati mere obbligazioni naturali nascenti dal giuoco o dalla scommessa, sicché il "vincente" conserva un'azione per il pagamento del credito.

La disciplina dei contratti di investimento chiude con una disposizione che introduce un'inversione dell'onere della prova nei giudizi di risarcimento dei danni causati al cliente dagli intermediari finanziari, in base alla quale spetta a questi ultimi provare di avere agito con la diligenza richiesta<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> Per una più compiuta analisi della disposizione di cui al comma 6 dell'art. 23, si rinvia al successivo § 4.



## ***2. Il contratto di gestione di portafogli di investimento***

In linea con il sistema previgente, sia il legislatore del 1998 che il Regolamento Consob hanno riservato al contratto di gestione di portafogli su base individuale una disciplina normativa autonoma, ad integrazione delle regole previste per tutti i contratti di investimento. L'idea sottesa alla scelta in questione si fonda sulla considerazione per cui la discrezionalità in capo al gestore in ordine alle scelte di investimento deve trovare un adeguato bilanciamento nella previsione di più stringenti regole che, limitando l'operato dell'intermediario, possano assicurare un più effettivo livello di tutela del risparmiatore<sup>54</sup>.

Va, tuttavia, osservato che il d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 ha modificato l'art. 24 del Tuf, eliminando alcune restrizioni ed assimilando, sotto diversi profili, la disciplina del contratto di gestione a quella del contratto di investimento. In primo luogo, l'art. 24 non contiene alcun riferimento alla necessità che il contratto debba essere redatto in forma scritta, trovando piena applicazione le regole poste dall'art. 23, comma 1. Di conseguenza, è stata risolta la questione, oggetto di un precedente dibattito, relativa alla maggiore rigidità della previsione prima contenuta nell'art. 24 rispetto alla disciplina generale del contratto di investimento che, come è noto, consente la deroga alla prescrizione formale a causa della «natura professionale dei contraenti ovvero per motivate ragioni»<sup>55</sup>.

<sup>54</sup> Non condivide appieno questa impostazione SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 226, il quale sostiene che «è proprio la discrezionalità l'elemento che consente al cliente di ridurre i costi transattivi e di trarre i maggiori benefici dal servizio *de quo*».

<sup>55</sup> Ritenevano che non potesse subire eccezioni COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, (vecchia ed.), 2000, 137; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, (vecchia ed.), 2004, 136; *contra*, cioè dell'idea per cui rimaneva ferma la derogabilità alla forma scritta per le ragioni indicate dall'art. 23, GAGGERO, *Commento all'art. 24*, in ALPA e CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia*

A ben vedere la disciplina del Tuf in tema di gestione personalizzata non commina espressamente la sanzione della nullità alla mancanza del requisito formale, preferendo affermare (art. 24, comma 2) la nullità dei «patti contrari alle disposizioni del presente articolo». Tuttavia tale circostanza non è degna di nota, giacché la necessità che il contratto di gestione soggiaccia comunque a determinati requisiti di forma, a pena di nullità, costituisce un dato che emerge da alcune considerazioni. La prima è di ordine sistematico: l'art. 23, in materia di contratti stipulati con riferimento a tutti i servizi di investimento (e quindi anche al servizio di gestione), afferma con puntualità che l'inosservanza della forma scritta determina la nullità del contratto. La seconda è di ordine teleologico: anche in mancanza di una previsione specifica sanzionatoria si è già visto, con riguardo all'inosservanza delle previsioni regolamentari, che la nullità (virtuale) costituisce comunque il rimedio maggiormente rispondente alla *ratio* ed alla intenzione del legislatore. Del resto, anche il dato testuale della normativa trascorsa (art. 18 del d.lgs. 415/1996) non lascia spazio ad una diversa ricostruzione.

Analogamente a quanto detto con riguardo al contratto di investimento, anche per il contratto di gestione patrimoniale la Consob è intervenuta ad integrare le prescrizioni di “forma-contenuto” previste dal legislatore: l'art. 38 del Regolamento Intermediari integra l'art. 37 e prevede che, in aggiunta a quanto stabilito dall'art. 37, il contratto con i clienti al dettaglio relativo alla gestione di portafogli debba contenere una serie di indicazioni aggiuntive.

Il contratto di gestione «indica i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti»: queste indicazioni

---

*di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, 216.

servono a limitare la discrezionalità del gestore, il quale non può inserire nel portafoglio del cliente strumenti finanziari a propria scelta, ma deve muoversi nell'ambito di quanto è stato pattuito con l'investitore.

Il contratto relativo alla gestione di portafogli «indica gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità» (art. 38, lett. b): il profilo del rischio assume rilevanza centrale, soprattutto alla luce della generale tendenza degli intermediari di sottacere o minimizzare i rischi connessi al compimento di operazioni finanziarie. Anche la giurisprudenza ha avuto modo di affermare che grava sull'intermediario l'onere di conoscere il grado di rischio degli strumenti finanziari oggetto dei servizi di investimento prestati, dovendo fornire agli investitori notizie specifiche ai rischi connessi ai singoli investimenti<sup>56</sup>. Il profilo del rischio degli strumenti finanziari che l'intermediario ha l'obbligo di comunicare è quello stabilito dalle agenzie di *rating*<sup>57</sup>, sicché «la mancanza di un livello di *rating* di un titolo deve consigliare

---

<sup>56</sup> La giurisprudenza si è occupata in diverse occasioni delle conseguenze derivanti dalla mancata conoscenza, in capo all'intermediario, del profilo di rischio degli strumenti finanziari oggetto dei servizi di investimento, facendone derivare da ciò, per lo più, ipotesi responsabilità contrattuale in capo all'intermediario (vedi *infra* cap. III sui rimedi derivanti dalla violazione degli obblighi di informazione da parte dell'intermediario). Con particolare riferimento al contratto di gestione patrimoniale recentemente: C. App. Milano, 25.01.2010, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, II, 150 (con nota di HOUBEN), secondo cui «il grado di rischio di un portafoglio di investimento va valutato alla luce dell'intera composizione del patrimonio oggetto di gestione e del complessivo livello di rischio generato dalla linea di investimento prescelta»; Trib. Biella, 5.4.2007, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, I, 63 (con nota di LUCANTONI), secondo cui «nella gestione di portafogli l'inosservanza di una strategia di investimento coerente con il grado di propensione al rischio e con il profilo di *benchmark* fissato dal cliente determina la responsabilità contrattuale dell'intermediario abilitato».

<sup>57</sup> Le agenzie di *rating* vendono un bene che è l'affidabilità; esse, in quanto venditrici e mosse dal profitto, sono naturalmente indotte ad accrescere la loro affidabilità assumendo parametri rigorosi e approfondendo elevati *standards* di diligenza. E tuttavia, osserva M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e la responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009, 6, «non solo questo bene è acquistato e pagato da soggetti (gli emittenti) che sono interessati ad esibirlo e che tuttavia, di per loro, non sono troppo interessati alla sua qualità essendone altri (gli investitori) i beneficiari. Ma – ed è questo il punto che ordinariamente si trascura – i venditori di questo bene operano in un regime pressoché monopolistico (sono tre in tutto il mondo) e, in ogni caso partecipano di un “immaginario ambientale (il senso comune congiunturale delle *élites* finanziarie globali) che può cogliere le “devianze singolari” ma tendenzialmente non vede in che direzione si muova il sistema che lo produce (nessuna agenzia aveva previsto la crisi di Lehman Brothers, ecc.). Sicché l'affidabilità di chi vende l'affidabilità non è sempre garantita, o non lo è nella misura che le si

l'intermediario, che è un operatore professionale al quale è richiesto un adeguato livello di diligenza, di procurarsi una effettiva conoscenza dei prodotti finanziari negoziati, al di là di quella ricavabile dalle notizie da chiunque acquisibili sulla stampa specializzata o con la mera lettura dei bilanci sociali»<sup>58</sup>.

Il contratto di gestione indica «se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da effetto leva»<sup>59</sup> (art. 38, lett. *c*) e «fornisce la descrizione del parametro di riferimento, ove significativo, al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente» (art. 38, lett. *d*). Si tratta del c.d. *benchmark* che è un indicatore che serve a confrontare l'andamento della gestione e la cui funzione è quella di consentire al risparmiatore di porre a raffronto l'attività svolta dal gestore con l'andamento di un parametro esterno, coerente con la tipologia di gestione prescelta. È però da escludere che la rappresentazione del *benchmark* nel contratto di gestione modifichi la natura degli obblighi assunti dall'intermediario gestore.

Il contratto di gestione «indica se l'intermediario delega a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando i dettagli della delega» (art. 38, lett. *e*)<sup>60</sup>. È dunque possibile per l'intermediario delegare l'esecuzione dell'incarico ricevuto. Tale delega – la cui funzione è quella di consentire all'intermediario di avvalersi, nell'esecuzione dell'incarico, di soggetti

---

accredita quando, ad es., si ragiona sul *pricing*».

<sup>58</sup> Trib. Roma, 11.3.2005, in *Giur. merito* 2006, 1, 112.

<sup>59</sup> La leva finanziaria, secondo la definizione data dalla Consob, il rapporto tra il controvalore di mercato delle posizioni nette in strumenti finanziari e il controvalore del patrimonio affidato in gestione. Di conseguenza l'intermediario contrae obbligazioni per conto dell'investitore che lo impegnano oltre il patrimonio gestito se la leva finanziaria utilizzata supera l'unità. Si tratta di un parametro che rileva, in particolare, nelle operazioni su strumenti finanziari derivati o in genere nei contratti a termine, indicando la misura entro cui è ammissibile l'effettuazione di operazioni di investimento e la conseguente assunzione di rischi di perdite, per un valore superiore a quello del patrimonio affidato in gestione.

<sup>60</sup> Sulla responsabilità dell'intermediario in regime di delega si veda *infra* § 6.

specializzati che garantiscano l'ottimizzazione dell'investimento – può riguardare tutto il patrimonio gestito o parte di esso; di essa deve esserne edotto il cliente, al quale devono essere comunicati i dettagli.

Infine, il contratto «indica il metodo e la frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente» (art. 38, lett. f).

La tendenza a predeterminare il contenuto del documento contrattuale (anche) in tema di gestioni individuali non caratterizza solo l'esperienza italiana. A livello comunitario, ad esempio, il documento CESR<sup>61</sup> dedica un intero paragrafo al c.d. *customer agreements for discretionary management*, ponendo l'accento, in modo non dissimile dal nostro ordinamento, sulle caratteristiche della gestione e sugli strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio.

Come è agevole riscontrare, la pervasività della disciplina regolamentare in materia di contratti con la clientela è assai più accentuata rispetto a ciò che attiene alla disciplina dei contratti aventi ad oggetto servizi di investimento in genere. In materia di gestione la Consob scende in profondità, andando a disciplinare con estremo dettaglio il contenuto del contratto, introducendo previsioni alquanto innovative (si pensi al *benchmark*). Ciò in applicazione dei poteri innovativi ad essa attribuiti dall'art. 6 Tuf che, in realtà, non contempla espressamente la materia dei contratti, ponendo inevitabilmente dubbi sulla legittimità della disciplina secondaria.

### ***3. (segue): le regole applicabili al servizio di gestione***

---

<sup>61</sup> Il Committee of European Securities Regulators (CESR) è l'istituto che raccoglie gli organismi di sorveglianza europei delle società quotate.

Rispetto agli altri servizi di investimento – quali la negoziazione, la trasmissione degli ordini, il collocamento – il servizio di gestione è governato, oltre che dalle regole di carattere generale, da alcune regole comportamentali che trovano fondamento nel carattere fiduciario della gestione: il legislatore, infatti, individua una disciplina più rigorosa anche sotto il profilo delle regole comportamentali, in considerazione del fatto che nella gestione personalizzata il cliente rimette alla discrezionalità del gestore le scelte di investimento.

Invero, è proprio il profilo della discrezionalità che caratterizza, sia sotto l'aspetto dei vantaggi che sotto quello dei limiti, la gestione individuale. Quanto ai rischi, appare evidente che nella discrezionalità si nascondono in maniera più evidente i pericoli di infedeltà del gestore a danno del cliente. Quanto ai vantaggi, la discrezionalità caratterizzante l'*asset management* consente agli investitori di realizzare una più efficiente diversificazione del portafoglio: essi, infatti, godono delle competenze specifiche dell'intermediario, il quale può realizzare al meglio i risultati di gestione se la volontà decisionale gli viene interamente trasferita.

In tale contesto, l'art. 24 lett. a) prescrive che «il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere»<sup>62</sup>. La previsione normativa introduce una regola di natura imperativa il cui ambito di applicazione non sembra possa essere sottoposto ad alcuna limitazione.

La facoltà del cliente di impartire istruzioni vincolanti contraddistingue la gestione individuale dalle gestioni collettive in cui il gestore agisce in piena ed assoluta autonomia rispetto ai soggetti che, attraverso i rispettivi conferimenti, contribuiscono a determinare il patrimonio comune. Tale

---

<sup>62</sup> La norma va collegata all'art. 38 lett. b del Regolamento Consob, laddove è previsto che il contratto di gestione «indica i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti».

autonomia si manifesta nella totale assenza di poteri di controllo e di iniziativa da parte dei conferenti per ciò che attiene le modalità attuative del piano di investimento adottate dal gestore. Il dato caratterizzante la gestione collettiva si sostanzia, tra l'altro, nell'imputazione al soggetto gestore dei beni conferiti dai vari partecipanti: questi beni, infatti, una volta affidati in gestione perdono la loro individualità e confluiscono in un unico patrimonio che assurge ad autonomo centro di imputazione di interessi; in ciò risiede l'elemento di *discrimen* tra le due forme di gestione: mentre, infatti, nella gestione collettiva la discrezionalità del gestore si realizza con il trasferimento della titolarità dei beni dati in gestione, nelle gestioni personalizzate il penetrante controllo dell'attività gestoria da parte dell'investitore si traduce nella dissociazione tra titolarità e disposizione dei beni oggetto della gestione<sup>63</sup>.

Sebbene il potere del cliente di impartire istruzioni vincolanti costituisca l'elemento caratterizzante delle gestioni personalizzate, esso potrebbe assumere diverse gradazioni: se tutte le operazioni poste in essere dall'intermediario dovessero richiedere una specifica autorizzazione il servizio di gestione finirebbe per confondersi con altri servizi di investimento quali la ricezione e trasmissioni di ordini o con il servizio di consulenza.

Per tali ragioni nella prassi si parla di "gestioni con preventivo assenso", indicando con ciò l'attribuzione preventiva in capo al gestore di un potere di investimento, delimitato dalla definizione della linea di gestione predefinita dal gestore, finendo così per essere assimilato agli altri soggetti che hanno compiuto la stessa scelta di gestione. Tale profilo, tuttavia, non influenza la natura stessa del servizio prestato: la personalizzazione diviene in ogni momento possibile allorché l'investitore si avvalga della facoltà di impartire

---

<sup>63</sup> LENER, *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, cit., 148 e ss.

istruzioni specifiche al gestore, senza che ciò faccia scolorire il servizio di gestione individuale nel servizio di gestione collettiva (stanti le altre differenze strutturali tra i due tipi di gestione)<sup>64</sup>.

L'art. 24 lett. b) prevede la disciplina del recesso nel contratto di gestione patrimoniale. La disposizione, in particolare, contempla due diverse regole di recesso a seconda che si consideri la posizione del cliente ovvero dell'intermediario. In deroga alla disciplina codicistica (art. 1373 c.c.) è previsto che «il cliente può recedere in qualsiasi momento dal contratto»; l'esercizio di tale diritto – pattiziamente inderogabile (art. 24, ultimo comma) – comporta l'obbligo per l'intermediario di restituire il patrimonio conferito in gestione<sup>65</sup>.

Quanto al recesso dell'intermediario, esso ricalca *in toto* la disciplina della rinuncia del mandatario di cui all'art. 1727 c.c.: pertanto, se il contratto gestorio è a tempo determinato, l'operatore può recedere solo per giusta causa, salvo il risarcimento dei danni all'investitore; se il contratto, invece, è a tempo indeterminato, l'intermediario può recedere in qualsiasi momento, dando un congruo preavviso al cliente, in mancanza del quale dovranno essere risarciti i danni eventualmente patiti.

L'ultima regola specificamente applicabile al servizio di gestione attiene alla rappresentanza nell'esercizio del diritto di voto: l'art. 24 afferma che «la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita all'impresa di investimento, alla banca o alla società di gestione del risparmio con procura da rilasciarsi per

---

<sup>64</sup> ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 96. Contra ENRIQUES-VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici, in tendenze e prospettive del risparmio gestito*, Bologna, 1998, che riconduce le gestioni con preventivo assenso all'attività di consulenza.

<sup>65</sup> In ipotesi di inadempimento contrattuale del gestore, la data del recesso dell'investitore rappresenta il momento utile per calcolare la sussistenza dell'eventuale lucro cessante imputabile all'inadempimento dell'intermediario, atteso che per effetto del recesso si conclude definitivamente la vicenda contrattuale. In questi termini, Trib. Catania, 5.4.2004 in *Banca, borsa e tit. credito*, 2006, II, 61 e ss.



iscritto e per singola assemblea nel rispetto dei limiti e con le modalità stabiliti con regolamento dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob»<sup>66</sup>. Tecnicamente il legislatore ha configurato un mandato con rappresentanza attraverso cui la procura delimita l'ambito di autonomia dell'intermediario. E tuttavia si è discusso sull'opportunità di questa regola in relazione all'obiettivo prefissato: invero, se un operatore non professionale affida il proprio patrimonio in gestione, decide di rimettersi alla competenza dell'intermediario per valorizzare il proprio patrimonio. Ne segue che un intermediario, così come possiede maggiori competenze per amministrare il patrimonio conferito in gestione, allo stesso modo dovrebbe essere meglio in grado di esercitare i diritti di rappresentanza e di voto connessi agli strumenti finanziari costituenti il portafoglio rispetto all'investitore. Per tale ragione, secondo taluni<sup>67</sup> sarebbe stato preferibile attribuire al gestore automaticamente l'esercizio di poteri di rappresentanza, fermo restando il potere di controllo della discrezionalità del gestore in capo al cliente nonché le eventuali conseguenze derivanti dall'inosservanza degli obblighi comportamentali gravanti sull'intermediario.

#### ***4. Le obbligazioni del gestore e il giudizio di responsabilità***

Il sistema degli obblighi di comportamento contenuto nel testo unico prevede una struttura articolata su due livelli a seconda che si riferiscano a tutti i servizi e attività di investimento, o soltanto ad alcuni di essi. In entrambi i

---

<sup>66</sup> Il regolamento Consob introduce stringenti regole che muovono nella direzione di contenere il potere di rappresentanza in capo all'intermediario. La rappresentanza per l'esercizio del diritto di voto, infatti, può essere conferita soltanto per assemblee già regolarmente convocate; è sempre revocabile con atto pervenuto al rappresentante almeno il giorno precedente quello previsto per l'assemblea; deve essere conferita utilizzando un modulo predisposto dall'intermediario che deve pervenire allo stesso rappresentante almeno il giorno precedente quello previsto per l'assemblea in prima convocazione.

<sup>67</sup> SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 256

casi le fonti sono rappresentate sia da norme primarie che da norme regolamentari per le quali, come si è avuto modo di vedere, è competente la Consob.

Nell'ambito delle regole applicabili a tutti i servizi di investimento vengono in rilievo i c.d. "criteri generali" di cui all'art. 21 del Tuf. Seguendo lo schema di tale norma, è possibile distinguere gli obblighi gravanti sugli intermediari in quattro categorie: a) obblighi generali di correttezza, diligenza e trasparenza; b) obblighi informativi; c) regole in materia di conflitto di interessi; d) norme attinenti all'organizzazione interna.

In particolare, nell'espletamento dei servizi finanziari, gli intermediari devono «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati» (art. 21, comma 1, lett. a)); in particolare essi provvedono: ad «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati» (comma 1, lett. b); ad «adotta(re) ogni ragionevole misura per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti (...)» (comma 1-bis, lett. a)); «svolge(re) una gestione indipendente, sana e prudente ed adotta(re) misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati» (comma 1-bis, lett. b)). Con riguardo alla disciplina regolamentare, particolare rilievo assumono le disposizioni contenute nel titolo II del regolamento intermediari, laddove si specificano gli obblighi di informazione attiva e passiva gravanti sugli intermediari in ordine all' "adeguatezza" e "appropriatezza" delle operazioni attuative, rispettivamente, di contratti di gestione di portafogli e consulenza e dei contratti relativi a servizi diversi (Capi I e II), nonché le norme che sottopongono gli intermediari che prestino servizi di mera esecuzione e

ricezione di ordini ad obblighi informativi per i soli casi in cui le operazioni non avvengano ad esclusiva iniziativa del cliente o abbiano ad oggetto strumenti derivati o complessi<sup>68</sup>.

Orbene, una prima questione che si pone all'attenzione dell'interprete attiene all'individuazione del significato da attribuire ai criteri di diligenza, correttezza e trasparenza contenuti nell'art. 21. Il legislatore del testo unico<sup>69</sup>, con una tecnica normativa del tutto peculiare, ha inteso per un verso affidare alle c.d. "clausole generali" la regolamentazione degli obblighi di condotta dell'intermediario e, per altro verso, ridimensionare per così dire i vantaggi legati alla regolamentazione per clausole generali attraverso l'individuazione analitica degli obblighi comportamentali contenuta soprattutto nella normativa secondaria.

Al di là della tecnica normativa prescelta, comunque, si pone in primo luogo il problema della portata contenutistica dei canoni comportamentali incombenti sull'intermediario, soprattutto rispetto alle corrispondenti regole che presiedono la disciplina codicistica del rapporto obbligatorio. La tematica, invero, è stata al centro dell'attenzione dei primi commentatori della norma<sup>70</sup>, i quali si sono interrogati sulle ragioni che hanno indotto il legislatore delegato a

---

<sup>68</sup> Le esigenze della presente trattazione non consentono di approfondire adeguatamente la tematica degli obblighi gravanti sugli intermediari finanziari. Per una compiuta trattazione della materia si vedano, tra gli altri, CASTRONOVO, *Il diritto civile nella legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare*, cit., 313; DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, cit., 293; SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1994, 793; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 139

<sup>69</sup> Non va trascurato che il riferimento agli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza contenuto nel testo unico era già presente nell'art. 6 della legge Sim, che tuttavia non menzionava il riferimento alla cura dell'interesse dell' "integrità dei mercati". Sulla portata di tale aggiunta nel contesto della norma si veda ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 105, secondo cui «la norma non può certo intendersi nel senso di porre a carico degli intermediari una responsabilità per il corretto andamento dei mercati nel loro complesso; essa va intesa nel senso di richiedere all'intermediario un comportamento che non si ponga in contrasto con l'ordinato svolgimento dei mercati sui quali opera».

<sup>70</sup> DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, cit. 289 e ss.; REALMONTE, *Dovere di informazione e responsabilità contrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1994, 617; CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova*, cit., 300 e ss.

riformulare tali regole, che si sarebbero comunque applicate, secondo il diritto comune, al rapporto contrattuale tra intermediario ed investitore. Si è, dunque, dibattuto sulla portata sostitutiva o integrativa degli obblighi di cui all'art. 21 rispetto ai corrispondenti obblighi di correttezza e diligenza previsti, rispettivamente, dagli artt. 1175 e 1176 c.c.

La questione richiamata, a nostro avviso, appare priva di reale portata applicativa: invero non si tratta di verificare se il testo unico abbia inteso o meno richiamarsi alle previsioni codicistiche, né tanto meno occorre trovare una giustificazione alla scelta del legislatore di riproporre regole già incumbenti sul debitore<sup>71</sup>, quanto piuttosto di individuare il tipo di problema che l'inosservanza della norma comportamentale pone. Al riguardo va rilevato che le regole di comportamento gravanti sull'intermediario assumono rilievo tutte le volte in cui si pone un problema di inadempimento<sup>72</sup> che, con specifico riguardo agli obblighi sopra enunciati, può assumere due diversi contenuti a seconda che l'intermediario sia chiamato in giudizio per il saldo negativo dell'investimento ovvero per il regime dello stesso. Nel primo caso il cliente può imputare alla colpa dell'intermediario il saldo negativo dell'investimento:

- «per avere consigliato o intermediato operazioni senza informarsi ed informare adeguatamente il cliente circa il relativo grado di rischiosità;
- per avere intermediato operazioni inadeguate al profilo di investitore del cliente;

---

<sup>71</sup> Secondo SARTORI (*Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 152 e ss.) l'elemento di novità consisterebbe nell'obiettivo finale delle regole di condotta rappresentato non soltanto dalla tutela della fiducia del singolo cliente, quanto piuttosto nella tutela del mercato e della sua integrità.

<sup>72</sup> Va per il momento accantonata la questione – che sarà affrontata nel cap. III – relativa alle conseguenze derivanti dall'inosservanza delle regole di condotta

- per non avere orientato le scelte di investimento al criterio del “miglior risultato possibile”;
- per non avere tempestivamente eseguito disinvestimenti opportuni»<sup>73</sup>.

Nel secondo caso l'intermediario può essere chiamato in giudizio:

- «per avere consigliato operazioni illiquide inadeguate al profilo di investitore del cliente;
- per avere consigliato operazioni illiquide senza averlo comunque adeguatamente avvertito»<sup>74</sup>.

Orbene, nell'uno e nell'altro caso appare inutile chiedersi se, attraverso il riferimento alla diligenza e alla correttezza, il legislatore abbia inteso richiamarsi (o meno) alle norme del codice civile; diversamente occorre interpretare il senso e il ruolo delle clausole generali, tenuto conto del loro naturale tasso di indeterminatezza, al fine di strutturare il giudizio di responsabilità e orientarlo nella soluzione del tipo di problema che il legislatore ha ritenuto cruciale.

Ciò è verificabile, ad esempio, con riguardo all'obbligo di diligenza di cui all'art. 21.

---

<sup>73</sup> In questi termini la condivisibile ricostruzione di BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, cit., 33

<sup>74</sup> BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, cit., 32 e ss.

Il concetto di diligenza<sup>75</sup> va riferito alla diligenza professionale<sup>76</sup> ed implica l'osservanza da parte dell'intermediario finanziario di quel complesso di regole tecniche relative all'attività esercitata (c.d. perizia). Alla diligenza possono ricondursi: l'obbligo di acquisire le informazioni necessarie dai clienti e di operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati (art. 21, comma 1 lett. b); l'obbligo di disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi (art. 21, comma 1 lett. d); l'obbligo di svolgere un gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati (art. 21, comma 1 bis, lett. c); l'obbligo di organizzarsi in modo da ridurre al minimo i conflitti di interesse (art. 21, comma 1 bis, lett. a)<sup>77</sup>. Tali previsioni (a cui si aggiungono quelle contenute nel regolamento intermediari) focalizzano il tipo di problema su cui va portato il giudizio di diligenza: nell'ottica del legislatore la diligenza è orientata all'informazione ed è misurata

---

<sup>75</sup> Sulla nozione di diligenza in generale si vedano, *ex multis*, RESCIGNO, *Obbligazioni (Diritto privato)*, in *Enc. Dir.*, vol. XXIX, Milano, 1979, 539 e ss.; DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale*, in *Commentario al codice civile Scialoja Branca* a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1988, (artt. 1173-1176), 410 e ss.; BIANCA, *Diritto civile*, vol. IV, Milano, 1990, 90 e ss.; CANNATA, *Le obbligazioni in generale*, in *Trattato di dir. priv.* diretto da P. Rescigno, vol. 9, 2° ed., 1999, 56 e ss.; CANTILLO, *Le obbligazioni*, t. 2°, in *Giur. sist. dir. civ. e comm.* diretta da W. Biagiavi, 1992, 559 e ss.; con specifico riferimento al criterio della "diligenza del buon padre di famiglia" si veda la prospettiva accolta da BELFIORE, *La colpa come criterio di responsabilità contrattuale: la nozione*, in *Studium iuris*, 2007, 677 e ss.

<sup>76</sup> La norma certamente intende riferirsi alla diligenza professionale e non alla diligenza del buon padre di famiglia. Già, sotto il vigore della legge 1/1991, l'art. 13 comma 10 disponeva che, nell'ambito della «responsabilità risarcitoria», spettasse all'intermediario la «prova di avere agito con la diligenza del mandatario» e tale indicazione veniva interpretata nel senso che le s.i.m. erano tenute al rispetto della diligenza professionale di cui all'art. 1176 comma 2 c.c. in virtù del richiamo delle regole del mandato professionale alla suddetta norma. Tale conclusione va confermata anche nell'attuale quadro normativo: a conferma di ciò può essere richiamato l'art. 23, comma 6 del tuf che prevede che, nell'ambito dei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente, gli intermediari devono provare di avere agito con la «specificata diligenza richiesta».

<sup>77</sup> A queste disposizioni vanno certamente associate le non meno rilevanti prescrizioni regolamentari: l'obbligo di acquisire 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*); l'obbligo di informarsi sulla situazione finanziaria dell'investitore (c.d. *know your customer rule*); l'obbligo di astenersi dall'effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione (c.d. *suitability rule*); l'obbligo di eseguire le negoziazioni alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni ed alla natura delle operazioni stesse (c.d. *best execution rule*).

all'adeguatezza che, a sua volta, è parametrata sull'esigenza di assicurare che i clienti possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole<sup>78</sup>.

Il dovere di diligenza è, così, strettamente legato agli obblighi informativi gravanti sull'intermediario; obblighi che trovano comunque una propria specificazione nelle prescrizioni legislative e (soprattutto) regolamentari, il cui compito è quello di porre rimedio all'indeterminatezza della clausola generale al fine di ridurre al massimo la discrezionalità del giudice nella valutazione del rispetto della diligenza.

Individuato il tipo di problema che la diligenza è chiamata a risolvere, occorre adesso domandarsi se l'osservanza delle singole prescrizioni regolamentari possa ritenersi esaustiva dello sforzo debitorio richiesto. La risposta non può essere univoca, atteso che la rilevanza delle prescrizioni specifiche della diligenza sarà, a seconda dei casi e di volta in volta, ritenuta esaustiva o meno della misura dello sforzo debitorio richiesto. Le regole che specificano il dovere di diligenza (ma anche quello di correttezza e trasparenza<sup>79</sup>) sono infatti rivolte a garantire *standard* minimi di protezione, la cui inosservanza implica colpa, ma la cui osservanza non è sufficiente a sottrarre i relativi comportamenti al giudizio di colpa. In questi casi spetterà al giudice stabilire se la condotta dell'intermediario, nonostante il rispetto della prescrizione specifica, sia o meno fonte di responsabilità.

Si pone, quindi, il problema di individuare un criterio in base al quale decidere se le conseguenze della condotta dell'intermediario debbano rimanere

---

<sup>78</sup> In questi termini, BARCELONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, cit., 59.

<sup>79</sup> Considerazioni analoghe vanno fatte con riguardo agli obblighi di correttezza e trasparenza, che per ragioni di brevità non potranno essere analizzati.

addossate al creditore (il cliente) ovvero debbano essere trasferite sul debitore<sup>80</sup>. Al riguardo va osservato che l'unico criterio a cui è opportuno affidare la determinazione della diligenza dell'intermediario non può che essere il "criterio dell'efficienza economica", concretizzato nella nota regola di *Hand*<sup>81</sup>. In virtù di essa, in sintesi, il comportamento è ragionevolmente diligente se i costi marginali associati al comportamento dell'operatore finanziario eccedano i benefici marginali derivanti alla controparte. Pertanto, nel nostro caso, l'intermediario finanziario sarà in colpa se il costo marginale della sua attività è minore del beneficio marginale risultante; egli sarà dunque responsabile se i mezzi e gli accorgimenti necessari per la soddisfazione dell'interesse del cliente siano giustificati in termini di costi, e cioè quando i mezzi e gli accorgimenti attualmente utilizzati si trovino al di sotto del livello efficiente<sup>82</sup>.

La previsione di livelli minimi di protezione e la valutazione della prestazione dell'intermediario in termini di diligenza (alla stregua dei canoni sopra indicati) consente di introdurre il tema relativo alla natura delle obbligazioni gravanti sull'intermediario. La dottrina<sup>83</sup> che se ne è occupata ha mostrato particolare affezione alla tradizionale distinzione tra obbligazione di

---

<sup>80</sup> Sul punto si veda BELFIORE, *La colpa come criterio di responsabilità contrattuale: la nozione*, cit., 2007, 679 (nota 22), secondo cui «la diligenza è, senz'altro, un criterio di determinazione-specificazione delle modalità di esecuzione della prestazione ed è quindi un criterio che provvede ad accertare (che contribuisce ad accertare) se il debitore abbia o meno adempiuto. Controverso è, invece, in quale misura essa sia, altresì, un criterio di responsabilità, ossia un criterio al quale spetti decidere (contribuire a decidere) se le conseguenze dannose dell'inadempimento accertato debbano rimanere addossate al creditore o debbano, invece, essere traslate in capo al debitore».

<sup>81</sup> La regola di *Hand* è stata elaborata per la prima volta da un giudice statunitense e viene utilizzata nella prassi giurisprudenziale nordamericana in mancanza di regole comportamentali formulate in altra sede. Per una trattazione approfondita, cfr. PARISI, *LEARNED HAND formula of negligence*, in *Dig. disc. priv. – sez. civ.*, vol. X, Torino, 1993, 436 e ss.

<sup>82</sup> In questi termini SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 158.

<sup>83</sup> Si vedano, per tutti: DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, cit., 298; SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, cit., 803.



mezzi e di risultato<sup>84</sup>, finendo in maniera pressoché unanime a ricondurre la prestazione dell'intermediario all'interno della prima categoria. Le argomentazioni utilizzate fanno leva sulla particolarità della prestazione dell'intermediario che, obbligandosi a mettere a disposizione la propria esperienza professionale senza tuttavia garantire alla controparte il raggiungimento dell'incremento patrimoniale, rientrerebbe nell'ambito della categoria delle obbligazioni di mezzi. E ciò anche con particolare riguardo al contratto di gestione patrimoniale dove la discrezionalità dell'intermediario non potrebbe in nessun caso comportare l'assunzione del rischio di fluttuazioni del mercato tali da influire negativamente sull'attività gestoria.

A nostro avviso la qualificazione della prestazione dell'intermediario in termini di obbligazione di mezzi, al di là di profilo meramente descrittivo, è priva di concreta utilità<sup>85</sup>: l'art. 23, comma 6 del Tuf prevede che «Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta».

La disposizione normativa in esame si presenta particolarmente rilevante sotto diversi profili.

---

<sup>84</sup> La distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato, ignota al codice civile, ha assunto particolare diffusione a partire dagli inizi del Novecento. Sul tema si veda: MENGONI, *Obbligazioni "di risultato" ed obbligazioni "di mezzi"* (*Studio critico*), in *Riv. dir. comm.*, 1954, 305 e ss.; BIANCA, *Diritto civile*, vol. IV, cit., 71 e ss.; D'AMICO, *La responsabilità ex recepto e la distinzione tra obbligazioni "di mezzi" e obbligazioni "di risultato"*, Napoli, 1999; ID., *Responsabilità per inadempimento e distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, I, 141 e ss.

<sup>85</sup> Concludeva per una valenza meramente descrittiva della suddetta distinzione, inidonea pertanto ad assumere rilievo sul piano delle regole che governano la responsabilità per inadempimento, MENGONI, *Obbligazioni "di risultato" ed obbligazioni "di mezzi"* (*Studio critico*), cit., pp. 185, 280 e 366. Non va trascurato che, dopo accesi dibattiti, recentemente la distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato, da tempo in declino, è stata definitivamente abbandonata da Cass. Sez. Un. n. 15781/2005 (per un interessante commento alla pronuncia si veda NICOLUSSI, *Il commiato della giurisprudenza dalla distinzione tra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi*, in *Europa e diritto privato*, 2006, 797 e ss.). La distinzione tra obbligazione di mezzi e di risultato è stata criticata recentemente da CARBONE (*Obbligazioni di mezzi e di risultato tra progetti e tatuaggi*, in *Corr. giur.*, 1997, 5, 552) sul presupposto per cui qualsiasi obbligazione avrebbe in sé un risultato che il debitore deve raggiungere attraverso il proprio comportamento.

In primo luogo, attraverso essa il legislatore ha fatto corretta applicazione delle regole di riparto dell'onere probatorio nelle obbligazioni di mezzi<sup>86</sup> stabilendo che, con specifico riferimento all'ipotesi dell'adempimento qualitativamente inesatto dell'operatore finanziario, spetta al cliente il solo onere di allegazione, mentre incombe sull'intermediario la prova di avere agito con la specifica diligenza richiesta. In tal modo il legislatore ha recepito l'idea condivisibile secondo cui, nel silenzio dell'art. 1218 c.c., l'inadempimento non costituisce un tema fisso di prova (ossia governabile con un'unica regola di riparto dell'onere probatorio), dovendosi opportunamente distinguere l'ipotesi dell'inadempimento quantitativo dall'ipotesi dell'inadempimento qualitativo<sup>87</sup>. Orbene, se la tradizionale distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato assume rilievo con riguardo alla determinazione delle regole probatorie in tema di inadempimento (stando all'orientamento tradizionale)<sup>88</sup>,

---

<sup>86</sup> In linea con la dottrina e la giurisprudenza tradizionale non vi è dubbio che, se l'obbligazione negligenzemente eseguita è un'obbligazione di mezzi, spetta al debitore fornire la prova dell'assenza di negligenza (principio di vicinanza della prova), tanto più se la prestazione consiste nell'osservanza di regole tecniche. In questi termini la giurisprudenza in tema di responsabilità professionale del medico, ove il rapporto tra allegazioni e prova non muta neanche nelle ipotesi di interventi "di difficile esecuzione" (Cass. 28.5.2004 n. 10297 in *Danno e Responsabilità*, 2005, 26 e ss. con nota di DE MATTEIS).

<sup>87</sup> In senso contrario sembrano orientarsi le Sezioni Unite (Cass. Sez. Un. n. 13533/2001) che, mutando orientamento rispetto al passato, hanno aderito alla tesi per cui il creditore è tenuto solo ad allegare l'inadempimento sia che agisca per l'adempimento sia che chieda la risoluzione del contratto ed il risarcimento del danno. La Suprema Corte, rispondendo ad un'esigenza di omogeneità del regime probatorio, ha esteso il superiore principio di vicinanza della prova anche all'ipotesi di inesattezza dell'adempimento. Così opinando è stato creato un unico regime probatorio sia per le ipotesi di mancanza (totale o parziale) dell'adempimento che per l'inadempimento qualitativamente inesatto, trascurando che, con riguardo a quest'ultima ipotesi, l'onere probatorio va ulteriormente disaggregato a seconda che sia in gioco un'obbligazione di mezzi o di risultato. In questo senso, (ossia limitatamente alla determinazione del regime probatorio, stando all'impostazione tradizionale), la distinzione tra obbligazione di mezzi e di risultato acquista rilevanza. Invero, si pensi all'ipotesi in cui sia venduta e consegnata una cosa affetta da vizi: in questo caso sarebbe irrazionale, in omaggio al principio della vicinanza della prova, addossare al debitore (venditore) l'onere di provare il vizio allegato dal creditore (acquirente) che agisca per la risoluzione o la riduzione o per il risarcimento del danno. Sul punto si veda BELFIORE, *Onere della prova e responsabilità contrattuale*, in *Annali seminario giuridico*, vol. VIII, 2006-2007, 15 e ss.

<sup>88</sup> Questa idea è stata recentemente sostenuta nel saggio di D'AMICO, *Responsabilità per inadempimento e distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato*, cit., 141 e ss., con particolare riferimento alla responsabilità medica. Va tuttavia riferito un diverso orientamento (tratto da BELFIORE, *Materiali delle lezioni di diritto civile*, ined.) che attribuisce rilievo alla predetta distinzione in relazione alla diversa qualità degli interessi dedotti obbligazione: nell'obbligazione di risultato la prestazione consiste nell'attribuzione di un bene della vita, mentre nell'obbligazione di mezzi la prestazione dedotta consiste nel soddisfacimento di un interesse di tipo strumentale, ossia potenzialmente idoneo ad assicurare un bene della vita. Ciò posto,

la previsione dell'art. 23, comma 6 del Tuf determina la rilevanza meramente descrittiva della qualificazione della prestazione dell'intermediario in termini di obbligazione di mezzi.

In secondo luogo la norma non specifica se l'onere probatorio "invertito" debba estendersi anche alla prova del nesso causale. Ci si è chiesti, dunque, se incomba sul cliente la prova che l'inadempimento dell'intermediario sia stato causa del danno. Stando alle regole tradizionali la risposta al quesito non può che essere negativa, dovendo ritenersi che gravi sul creditore l'onere di dedurre e poi provare il nesso causale tra inadempimento e danno. E tuttavia, applicando questi principi alla materia dell'intermediazione finanziaria, ci si è resi conto che una tale prova sarebbe caratterizzata da un notevole contenuto psicologico, risolvendosi nella ipotetica dimostrazione che senza l'inadempimento dell'intermediario il cliente avrebbe orientato altrove l'investimento. La giurisprudenza, così, ha aggirato il carattere ipotetico di tale prova finendo per assumere che tale prova debba essere data per presunzioni; il che equivale ad affermare una regola "invertita" simile alla prova della colpa<sup>89</sup>.

In realtà la questione va affrontata in maniera diversa<sup>90</sup>, partendo dal presupposto specifico dell'inadempimento dell'intermediario. Infatti, al verificarsi dell'inadempimento, il cliente lamenta una perdita che è conseguenza della scelta dello strumento finanziario. In tal modo, la prova dell'inadempimento è prova della scelta negligente dello strumento finanziario

---

la rilevanza della distinzione si sposterebbe dal piano delle regole probatorie al piano della diversa distribuzione del rischio del mancato soddisfacimento dell'interesse: nelle obbligazioni di risultato il predetto rischio è posto a carico del debitore mentre nelle obbligazioni di mezzi è posto a carico del creditore, di modo che, nei contratti a prestazioni corrispettive, il creditore sarà tenuto ad eseguire la prestazione a suo carico nonostante il mancato conseguimento del risultato.

<sup>89</sup> Trib. Monza, 27.7.2004 in *Giur. merito* 2004, 2189; Trib. Bari, 3.5.2001 in *Contratti*, 2001, 901.

<sup>90</sup> Verrà riportato il pensiero di BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, cit., 62 e ss.

e, quindi, è prova al tempo stesso del nesso causale. Così, non si tratta di introdurre il meccanismo della presunzione quanto piuttosto di assumere la consapevolezza che, al tempo stesso, l'inadempimento dell'intermediario è causa del danno.

Ciò chiaramente non significa introdurre un sistema di favore in virtù del quale al cliente spetterebbe un mero onere di allegazione dell'inadempimento, gravando sull'intermediario la prova dell'assenza di colpa inclusiva della prova della inesistenza di un nesso eziologico tra condotta diligente e perdita lamentata. La peculiarità degli strumenti finanziari, invero, risiede nel fatto che essi sono beni per loro natura aleatori sicché non basta la prova dell'inadempimento per garantire che la perdita subita dal risparmiatore debba gravare sul debitore. Occorre, invece, la prova che la perdita lamentata presenti profili di "anomalia" e che sia strettamente legata ad una scelta "inappropriata" e "inadeguata" di un titolo finanziario.

In questi termini si specifica meglio il contenuto della regola di cui all'art. 23, comma 6 e si comprende che abbia ancora poco senso ragionare in termini di obbligazioni di mezzi e di risultato: la regola probatoria, infatti, va costruita sulla fattispecie dell'inadempimento dell'intermediario, in guisa tale da far gravare sul cliente la prova del rapporto contrattuale e della perdita subita, nonché l'allegazione del tipo di inadempimento cui questa perdita è legata; spetta, invece, all'intermediario la prova positiva che la perdita non è imputabile a sua colpa poiché l'inadempimento non è avvenuto o perché esso si sarebbe realizzato lo stesso.

## 5. *(segue): il conflitto di interessi*

Uno dei punti cruciali della disciplina dei servizi di investimento è rappresentato dalla tematica del conflitto di interessi<sup>91</sup>. L'intermediario, infatti, può trovarsi in situazioni nelle quali potrebbe essere indotto a non realizzare appieno l'interesse del cliente, essendo tentato piuttosto di privilegiare l'interesse proprio o di altri soggetti a lui collegati. Tale rischio appare sempre più attuale a fronte della natura polifunzionale dell'intermediario nonché della apertura allo svolgimento dei servizi di investimento a soggetti tradizionalmente addetti ad altri servizi *lato sensu* finanziari: il caso emblematico è rappresentato dalle banche in relazione alla commistione tra l'esercizio dell'attività di erogazione del credito e l'attività mobiliare<sup>92</sup>. Peraltro, proprio con specifico riferimento al servizio di gestione di portafogli di investimento, l'attribuzione al gestore di un potere di decidere discrezionalmente gli strumenti finanziari oggetto dell'investimento accresce considerevolmente il rischio di conflitti di interesse e aumenta il tasso di preoccupazione in relazione a scelte di investimento opportunistiche o comunque devianti rispetto all'interesse del gerito<sup>93</sup>.

In linea generale le legislazioni europee<sup>94</sup> hanno inteso regolamentare le situazioni di conflitto di interesse, sulla base dell'intima convinzione per cui i conflitti, non potendo essere eliminati, vanno disciplinati. La soluzione

---

<sup>91</sup> Per un'indicazione bibliografica della tematica del conflitto di interessi, cfr: ROPPO, *Le varie tipologie di conflitto di interessi e i rimedi*, in VISINTINI (a cura di), *Rappresentanza e gestione*, Padova, 1992, 189; DI ROSA, *Rappresentanza e gestione*, cit., 213 e ss.; SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2001, 191 e ss.; MAFFEIS, *Il conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, cit.; COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., 339.

<sup>92</sup> Si pensi al caso in cui una banca, fortemente esposta nei confronti di una società, si trovi a consigliare e vendere propri titoli: la valutazione della banca, in questo caso, sarebbe certamente volta a tutelare la propria esposizione debitoria piuttosto che a curare l'interesse del cliente. Del resto i recenti casi giurisprudenziali nelle vicende Cirio e Parmalat forniscono un chiaro esempio della centralità del problema.

<sup>93</sup> Con specifico riferimento alla disciplina del conflitto di interessi nel contratto di gestione patrimoniale, si veda FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, 281 e ss.

<sup>94</sup> Sul punto si veda, sinteticamente, ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit. 111 e ss.

adottata nei sistemi anglosassoni per la riduzione (ma non anche eliminazione) del rischio di conflitti è rappresentata dalla separazione dei vari servizi, assegnando a ciascuno di essi un apposito responsabile dotato di autonomia decisionale e disponendo di personale “dedicato”. Tale sistema, noto con il termine “*chinese walls*” (letteralmente “muraglie cinesi”) è stato adottato in Italia con riguardo al servizio di gestione di portafogli di investimento, laddove è imposto un obbligo di separazione rispetto alla prestazione di altri servizi.

La normativa italiana del conflitto di interessi ha subito un’evoluzione: prima del recepimento della direttiva Mifid il vecchio testo dell’art. 21 prevedeva che gli intermediari dovessero «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 trasparenza ed equo trattamento». La debole tutela apprestata dalla predetta norma veniva, in qualche modo, irrobustita dalla previsione di cui all’art. 27 del Regolamento n. 11522/1998, il quale sanciva che «Gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con e per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l’investitore sulla natura e l’estensione del loro interesse nell’operazione e l’investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all’effettuazione dell’operazione»<sup>95</sup>.

A seguito del recepimento della direttiva Mifid, la nuova formulazione dell’art. 21 prevede, in maniera più dettagliata, che gli intermediari:

---

<sup>95</sup> L’art. 45 dello stesso regolamento prevedeva alcune ipotesi nelle quali l’art. 27 non avrebbe trovato applicazione: Sulla portata interpretativa della suddetta disposizione si veda COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., 383.

a) «adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;

b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato».

A questa previsione va associata la nuova formulazione dell'art. 29 del Regolamento n. 16190/2007, per il quale l'intermediario è tenuto a fornire al cliente al dettaglio, che le richieda, informazioni circa la politica in materia di conflitti di interesse su supporto duraturo o tramite sito internet.

La soluzione adottata dal legislatore non è dunque quella della previsione di un divieto assoluto di eseguire operazioni in conflitto, ma quella di consentire l'esecuzione delle stesse, purché il cliente sia messo in condizione di avere una rappresentazione chiara ed esaustiva dell'esistenza del conflitto (c.d. regola del "*disclose*") e di compiere, conseguentemente, una scelta consapevole. L'attuale regolamentazione introduce un nuovo modo di risolvere il problema del conflitto di interessi, basato su una dichiarazione generale fornita dall'intermediario all'inizio del rapporto (c.d. consenso preventivo); si è dunque paventato il sospetto che, per effetto del recepimento della direttiva Mifid, sia stata sostituita ad una tutela specifica *ex post*, una tutela

generica *ex ante* col conseguente effetto finale di arretramento della protezione del cliente<sup>96</sup>.

In ogni caso, al di là dell'intensità del livello di tutela apprestato, giova segnalare che già prima della predetta modifica normativa si ponevano alcune questioni in materia di conflitto di interessi, alcune delle quali sembrano avere trovato soluzione con la nuova formulazione dell'art. 21.

Una prima questione problematica atteneva al rapporto tra la disciplina codicistica del conflitto di interessi (art. 1394 c.c.) e quella speciale prevista dal Tuf. Ci si chiedeva, in particolare, se fosse necessaria l'attualità del conflitto ovvero se bastasse la mera potenzialità dello stesso<sup>97</sup>. L'orientamento prevalente in dottrina<sup>98</sup> e in giurisprudenza<sup>99</sup> riteneva che fosse sufficiente la mera potenzialità del conflitto, a prescindere dall'esito della singola operazione. E ciò non solo in base ad una opzione esegetica che faceva leva sull'espressione legislativa "rischio di conflitti", ma anche in relazione alla necessaria esigenza di tutela del mercato. Tale questione adesso non ha più ragione di porsi: la nuova formulazione dell'art. 21, infatti, considera il conflitto di interessi al fine di prevenirne il rischio e di avvertirne il cliente, mentre l'art. 1394 c.c. lo considera ai fini dell'annullamento del contratto: la diversa natura del rimedio è giustificata proprio dalla natura occasionale del

---

<sup>96</sup> Sul punto si segnala la posizione di BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, cit., 99, secondo cui la nuova disciplina non ha comportato un arretramento della tutela rispetto alla disciplina previgente, poiché la nuova previsione non avrebbe introdotto un'enunciazione generica da inserire insita nel contratto quadro, bensì avrebbe richiesto una *disclosure* fatta ai clienti prima di agire per loro conto e in modo che essi vengano informati chiaramente.

<sup>97</sup> Con riferimento alla questione relativa all'attualità o potenzialità del conflitto di interessi nella rappresentanza, è doveroso il richiamo a PUGLIATTI, *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, 120 e ss., il quale, configurando il conflitto di interessi come «pericolo di danno per il rappresentato», sostiene che il conflitto deve essere «attuale, cioè il pericolo di danno deve esistere al momento della conclusione del negozio, ma come semplice pericolo».

<sup>98</sup> Per tutti SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, cit., 191 e ss.

<sup>99</sup> Si veda, *ex multis*, Trib. Venezia 22 novembre 2004, in *Danno e resp.*, 2005, 618, con nota di ROPPO.



conflitto di interessi del rappresentante in luogo del carattere non occasionale del conflitto di interessi dell'intermediario che, per questa ragione, va considerato nella sua potenzialità.

Una seconda questione riguardava la natura degli obblighi gravanti sull'intermediario in caso di conflitto: in particolare, in ipotesi di conflitto di interessi il legislatore prevedeva l'obbligo dell'intermediario di evitare e comunque denunciare il conflitto, anche se nessuna indicazione veniva fornita in merito ai tempi e ai modi con cui ciò doveva accadere. Il problema è stato ormai risolto dal legislatore che, accogliendo l'orientamento prevalente della dottrina e della giurisprudenza formatesi sotto il vigore della precedente disposizione, ha stabilito che l'informazione deve essere preventiva (gli intermediari «informano i clienti prima di agire per loro conto») e deve riguardare la «natura generale e/o le fonti dei conflitti». Il nuovo testo normativo, tuttavia, non riproduce il divieto di compiere operazioni in conflitto di interessi, prima contemplato dall'art. 27 comma 2 (con specifico riferimento ai rapporti tra operatori non qualificati) del Regolamento previgente: e tuttavia, non sembra che l'omissione incida sotto il profilo delle ricadute rimediali, atteso che sia in caso di inosservanza dell'obbligo di preventiva informazione che in caso di inosservanza dell'obbligo di astensione si tratta di inadempimento di un obbligo contrattuale<sup>100</sup>.

Proprio le conseguenze derivanti dalla violazione delle prescrizioni in tema di conflitto di interessi costituivano l'oggetto della terza e più importante questione che si era posta all'attenzione dell'interprete: a fronte della tesi della

---

<sup>100</sup> Strettamente legato al tema dell'obbligo di informazione sull'esistenza di situazioni di conflitto di interesse è la questione relativa alle modalità di comunicazione adoperata dall'intermediario. La giurisprudenza interpretato con rigore l'obbligo informativo in oggetto, giudicando inidonee le clausole autorizzative relative ai contratti "4You" contenute in moduli prestampati, poiché graficamente non evidenziate; cfr: Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Contratti*, 2005, 1010.

nullità del contratto attuativo<sup>101</sup>, l'orientamento prevalente optava per la responsabilità contrattuale dell'intermediario<sup>102</sup>.

Orbene, se per un verso non può residuare dubbio sulla configurabilità del rimedio risarcitorio – trattandosi di violazione di una norma di condotta<sup>103</sup> –, per altro verso la specificità della disciplina del conflitto di interessi merita un approfondimento peculiare. Invero, al di fuori dell'ipotesi in cui l'intermediario (o la banca) venda uno strumento finanziario ad un prezzo più alto rispetto a quello di borsa, generalmente il pregiudizio del cliente conseguente alla violazione delle norme in tema di conflitto di interessi può seriamente realizzarsi tutte le volte in cui lo stesso lamenti l'inadeguatezza dell'investimento ovvero il saldo economico negativo del titolo acquistato a fronte di investimenti alternativi. Conseguente che, in queste ipotesi, il giudizio di responsabilità dell'intermediario si sovrappone al giudizio di negligenza dello stesso; e tuttavia non va trascurato che rispetto alle regole in tema di colpa professionale, il risparmiatore che lamenti un siffatto pregiudizio come conseguenza della violazione delle regole in tema di conflitti di interesse non potrebbe beneficiare dell'inversione dell'onere della prova di cui all'art. 23 comma 6, dovendo gravare su di lui la prova del conflitto medesimo<sup>104</sup>.

A questo punto, però, bisognerebbe chiedersi quale sia la logica di un sistema che per un verso, in presenza di una situazione meno grave (giudizio di “colpa professionale”), consente al cliente un'agevolazione probatoria e, per

---

<sup>101</sup> Trib. Venezia 22 novembre 2004, cit.

<sup>102</sup> La soluzione è stata definitivamente accolta da Cass. Sez. un. n. 26724/2007. Ma sul punto si rinvia al cap. III.

<sup>103</sup> Il riferimento sarà chiarito nel cap. III.

<sup>104</sup> Va tuttavia considerato che, sotto il profilo processuale, il cliente potrà giovare degli strumenti di acquisizione documentale di cui agli artt. 118 e 210 c.p.c., atteso che, di solito, le prove del conflitto sono nella disponibilità degli intermediari.

altro verso, disattiva l'inversione probatoria in presenza di una situazione più grave (conflitto di interessi).

È evidente che occorre affrontare il tipo di problema posto dall'inosservanza delle regole in tema di conflitto di interessi e, di conseguenza, costruire il giudizio di responsabilità dell'intermediario in modo tale da non pervenire ad esiti irrazionali.

Invero, stando all'art. 21 del Tuf, si è in presenza della violazione delle regole in tema di conflitto di interessi tutte le volte in cui l'intermediario non abbia adottato misure organizzative idonee ad evitare i conflitti di interesse, ovvero non abbia prestato osservanza all'obbligo di preventiva informazione del cliente. In questo caso, incombando certamente sul cliente la prova della mancata informazione preventiva, allorché il conflitto risulti provato, l'intermediario non può liberarsi fornendo la prova contraria dell'aver agito con la "specifica diligenza richiesta". Quindi, la redistribuzione dell'onere probatorio comporta automaticamente una diversa distribuzione del rischio contrattuale in virtù del quale il cliente è esonerato dalla prova del nesso causale<sup>105</sup>: infatti, tutte le volte in cui l'inadeguatezza dell'investimento operato dall'intermediario sia legato alla mancata preventiva informazione sul conflitto di interessi, il risparmiatore, una volta provato il conflitto medesimo, non è tenuto a provare alcunché, essendo la perdita imputata all'intermediario senza possibilità di prova contraria.

Dunque la sanzione conseguente all'assenza dell'informazione richiesta incide sul giudizio di responsabilità e comporta per l'intermediario il rischio di

<sup>105</sup> In questi termini anche Cass. Sez. un. n. 27724/2007, secondo cui, con specifico riferimento al compimento di operazioni in conflitto di interessi, «(...) ai fini dell'individuazione di un eventuale danno risarcibile subito dal cliente e del nesso di causalità tra detto danno e l'illegittimo comportamento imputabile all'intermediario, assumono rilievo le conseguenze del fatto che l'intermediario medesimo non si sia astenuto dal compiere un'operazione dalla quale, in quelle circostanze, avrebbe dovuto astenersi».

dovere sopportare le conseguenze del pregiudizio negativo dell'investimento, a prescindere da un eventuale giudizio di colpa della stesso.

### ***6. La responsabilità del gestore in regime di delega***

Tornando alla disciplina specifica del contratto di gestione, la questione della quale adesso ci occupiamo attiene all'individuazione del regime di responsabilità dell'intermediario delegante nell'ipotesi di delega di gestione.

Prima del recepimento della direttiva Mifid, la delega di gestione era trattata dall'art. 24, primo comma, lett. f, Tuf e dall'art. 46 del Regolamento Consob n.1152/1998. Le norme rappresentano il risultato di una lunga evoluzione, partita dall'art. 8, c. 1, lett. i, della l. 1/1991, in cui si vietava di affidare a "terzi" l'esecuzione dell'incarico ricevuto, salvo che per gli atti per i quali la sostituzione fosse resa necessaria dalla natura dell'incarico, sul modello di quanto previsto per la sostituzione del mandatario dall'art. 1717 c.c., ed in ogni caso previa comunicazione al cliente.

Un successivo passaggio è costituito dall'art. 20, c.1, lett. f, del d. lgs. 415/1996, con il quale si è previsto il divieto di delega dell'esecuzione dell'incarico a "terzi", salvo il consenso del cliente. Pure prevedendosi in via di principio un divieto, si è iniziato così ad ampliare l'ammissibilità delle delega per l'esecuzione dell'incarico, senza distinguere a seconda che la sostituzione sia o meno necessaria per la natura dello stesso.

L'art. 24 del Tuf, *ante* Mifid, segue l'impostazione dell'art. 20, c.1, lett. f, d. lgs. 415/1996, modificando la collocazione delle deleghe di gestione all'interno del servizio di gestione di portafogli da eccezione a regola, ma al contempo rafforza la tutela dell'investitore, richiedendone in ogni caso la

previa autorizzazione. Si differenzia tuttavia dalla norma che lo ha preceduto, da un lato, in quanto prevede che la delega possa avere ad oggetto anche l'intero portafoglio di un cliente e non solo, come precedentemente previsto dalla Consob, gli investimenti relativi a dati settori o mercati; dall'altro, in quanto la delega non è più consentita genericamente a favore di soggetti "terzi", ma solo a soggetti autorizzati alla prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli di investimento.

Con il recepimento della direttiva Mifid, la disciplina della materia è stata demandata da un canto al Regolamento Consob n. 16190/2007, in materia di gestione di portafogli, il cui art. 38, lett. e, molto sinteticamente, stabilisce che il "contratto indica se l'intermediario delega a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando i dettagli della delega". D'altro canto, in tema di gestione collettiva, l'art. 33 del Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29/10/2007 si occupa, in maniera più diffusa, della delega gestionale con riferimento agli OICR gestiti dalle SGR: tali ultime società sono abilitate allo svolgimento anche del servizio di gestione individuale, in forza del richiamo operato dall'art. 33 del Tuf.

Il complesso quadro normativo attuale può essere semplificato, assumendo come punto di partenza la seguente considerazione: le ipotesi in cui l'intermediario, oggi, può delegare a terzi il compimento di singoli atti gestori devono essere rese note al cliente sin dall'inizio del rapporto attraverso una espressa pattuizione e, comunque, devono corrispondere al soddisfacimento di precise esigenze connaturate alla gestione stessa. Giova ricordare che la delega gestionale è indirizzata a garantire un livello di efficienza e di qualità del servizio superiore rispetto a quello che potrebbe

essere garantito mediante il compimento dell'insieme degli atti gestori da parte di un unico soggetto.

Concentrandoci sul profilo della responsabilità del delegante nell'ipotesi di inadempimento del delegato, la precedente disciplina, all'art. 46 del regolamento Consob n.1152/1998, sanciva il principio per il quale la delega “non implica alcun esonero o limitazione della responsabilità dell'intermediario delegante, che resta soggetto alle disposizioni di cui al presente regolamento anche con riferimento alle operazioni compiute dall'intermediario delegato”. Tale principio può considerarsi attualmente ribadito dalla normativa secondaria *post* Mifid (artt. 21 e 33 regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob).

Tale regolamentazione era ed è sicuramente volta ad assicurare l'interesse del cliente, affinché la responsabilità per l'esecuzione dell'attività gestoria resti sempre in capo all'intermediario con il quale ha stipulato il contratto di gestione, a prescindere, perciò, da chi si occupi in concreto dello svolgimento dell'attività. Tale indicazione, tuttavia, andava posta in relazione con la previsione dell'art. 24, *ante* Mifid, che subordinava la possibilità di attuare la delega gestionale all'autorizzazione del cliente.

Per comprendere la superiore considerazione, occorre segnalare che la materia della delega di gestione è stata tradizionalmente ricondotta alla disciplina della sostituzione del mandatario di cui all'art. 1717 c.c. che, come è noto, introduce una deroga al regime di responsabilità di cui all'art. 1228 c.c., affermando che (per quel che a noi interessa) in caso di sostituzione autorizzata, il mandatario (delegante) non risponde dell'operato del sostituto

ma, semmai, per *culpa in eligendo* (art. 1717, comma 2)<sup>106</sup>. Da qui l'idea per cui vi sarebbe stata una dissonanza tra la normativa primaria (art. 24 Tuf), dalla quale sembrerebbe emergere una limitazione di responsabilità del delegante e la normativa secondaria (art. 46 regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob), che attribuirebbe una responsabilità piena al delegante, funzionale a coprire gli effetti dell'attività compiuta dal delegato.

A questo punto occorre chiedersi se, poste le dovute differenze tra la disciplina del contratto di gestione di portafogli di investimento e il contratto di mandato, con riferimento alla materia delle deleghe di gestione, la disciplina attuale sia esaustiva e tale da non ammettere lacuna da parte del legislatore e, in caso di risposta negativa, se sia possibile colmare tali eventuali lacune attraverso l'estensione analogica delle norme in materia di sostituzione del mandatario.

Sul punto possiamo ravvisare due distinti orientamenti.

Una prima tesi ritiene possibile applicare alla materia delle deleghe di gestione talune norme in materia di mandato. Considerando il delegato alla stregua di un sostituto del delegante, tale orientamento ritiene ipotizzabile, in ipotesi di responsabilità dell'intermediario delegato, che sia fatto salvo il diritto del cliente di agire direttamente nei confronti del delegato, in base all'art. 1717, comma 4, c.c. che prevede l'azione diretta del mandante nei confronti del sostituto del mandatario. Ciò, in considerazione del preminente interesse del cliente, nei cui confronti sarebbe rivolta l'attività dell'intermediario delegato. Si è ritenuto, inoltre, applicabile l'art. 1717, comma 3, con riferimento alla

---

<sup>106</sup> Sulla disciplina della sostituzione nel mandato senza rappresentanza e sull'applicabilità dell'art. 1717 c.c. all'ipotesi di pluralità di sostituzioni nel contratto di spedizione, quale sottotipo di mandato, sia consentito il richiamo a MANGANO, *Contratto di spedizione e tutela del committente*, in *Obbl. e Contr.*, 2009, 784 e ss., dove si prendono in considerazione le diverse tesi che la dottrina specialistica ha sviluppato sul punto.

limitazione della responsabilità del delegante alle sole istruzioni impartite al sostituto e non anche al suo operato.

Secondo una diversa ricostruzione, diversità strutturali e funzionali impedirebbero di considerare la delega gestionale sia come un'applicazione specifica della disciplina della sostituzione del mandatario sia come un'ipotesi di subcontratto (qualora si aderisca alla tesi per cui l'art. 1717 introduca una figura di submandato).

Invero, la delega gestionale presuppone, per la sua sussistenza ed operatività, la preventiva e immancabile pattuizione tra intermediario e cliente, trasfusa in un contratto scritto tra delegante e delegato; diversamente, nel caso di sostituzione del mandatario, il consenso del mandante costituisce una mera eventualità, atteso che potrà prescindere dallo stesso allorché la sostituzione costituisca un atto necessario per l'esecuzione dell'incarico (art. 1717, comma 1).

Un altro aspetto diversificante attiene alla natura del rapporto che si instaura tra cliente e gestore, rispetto a quello tra mandante e mandatario, con riferimento al differente grado di ingerenza ricollegabile al "cliente" e al "mandante". Mentre nei casi di gestione, ai penetranti poteri di ingerenza ricollegabili al cliente si affiancano i corrispondenti obblighi informativi a cui si deve uniformare l'intermediario, nel mandato, invece, l'estraneità del mandante alla fase preparatoria ed esecutiva dell'incarico costituisce un elemento connaturato allo schema di tale contratto.

Quanto, poi, alla limitazione di responsabilità, l'apparente dissonanza prima ricordata tra la normativa primaria e quella secondaria trova una spiegazione solo affrancando la materia della delega di gestione dalla disciplina



propria della sostituzione nel mandato in nome proprio: il legislatore, infatti, ha richiesto l'autorizzazione del cliente al fine di apprestare un impianto forte di tutela dell'investitore, senza che da ciò consegua alcuna forma di limitazione di responsabilità del delegante, il quale continua a rispondere dell'operato del delegato (da intendersi, pertanto, alla stregua di un ausiliario). Del resto, anche dopo il recepimento della Mifid, l'attuale impianto normativo ricavabile dalle diverse disposizioni regolamentari riproduce sostanzialmente la previgente disciplina.

Queste indicazioni consentono, pertanto, di escludere, almeno sotto questo profilo, la lacunosità della disciplina attuale e di rispondere criticamente alla prima tesi.

Nell'attuale quadro normativo di riferimento, non avrebbe alcun senso prevedere l'estensione dell'azione diretta nei confronti del delegato (art. 1717, comma 4), atteso che dell'operato dello stesso risponde sempre e comunque il delegante, salva la possibilità per quest'ultimo di agire in rivalsa nei confronti del delegato. La *ratio* dell'art. 1717, comma 4, infatti, può essere ravvisata nell'esigenza di attribuire uno strumento di tutela ulteriore al mandante il quale, autorizzando il mandatario ad avvalersi di un sostituto, potrebbe incontrare il rischio di non poter agire nei confronti del gestore in caso di inadempimento di un sostituto che, in astratto, sia stato scelto diligentemente dal mandatario. Ma è chiaro che la suddetta esigenza non avrebbe ragione di porsi in caso di *mala gestio* del delegato, posto che l'attuale disciplina addossa la responsabilità per l'esecuzione dell'attività gestoria sempre in capo all'intermediario con cui è stato stipulato il contratto di gestione.

Ancora meno comprensibile appare l'estensione dell'art. 1717, comma 3, qualora si ritenga che tale norma imponga una limitazione della responsabilità del delegante per le sole istruzioni impartite al delegato: ciò, infatti, sarebbe escluso dalla disciplina regolamentare. Qualora si ritenga, invece, in accordo con la lettera della legge, che l'art. 1717, comma 3, c.c. introduca una responsabilità del delegante per le mancate istruzioni impartite al delegato - in disparte il profilo di limitazione della responsabilità - occorre ricordare che la disciplina regolamentare contiene una disposizione analoga e, sotto il profilo delle informazioni che devono essere assicurate al delegato, ben più completa.

## Capitolo III

### NATURA DEL RAPPORTO DI INVESTIMENTO E TECNICHE DI TUTELA DEI CONTRAENTI

#### *1. La natura del rapporto di investimento e la rilevanza della questione qualificatoria*

L'esame del modello negoziale e degli obblighi incombenti sull'intermediario compiuta nel capitolo precedente permette adesso di affrontare la questione relativa alla struttura dell'operazione contrattuale in esame e della sua relazione con le tecniche di tutela del risparmiatore in ipotesi di violazione di regole di condotta da parte dell'intermediario.

In questa sede in particolare non si vuole trattare in maniera compiuta dei rimedi in concreto esperibili dal risparmiatore<sup>107</sup>, quanto piuttosto si intende affrontare la tematica sotto il diverso profilo della inferenza della controversa struttura dell'operazione di investimento nell'ambito delle scelte giurisprudenziali di tutela del contraente. Si ritiene, infatti, che la razionalità del rimedio concretamente esperibile nei confronti dell'intermediario sia strettamente legata al ruolo che si attribuisce al c.d. contratto di investimento e ai successivi ordini di acquisto e vendita di strumenti finanziari. Sotto questo profilo la c.d. qualificazione del contratto di investimento (in generale) e del contratto di gestione patrimoniale (in particolare) cessa di diventare una questione puramente nominalistica per assumere importanti ricadute nell'individuazione degli strumenti di tutela del contraente.

---

<sup>107</sup> Si tratta, infatti, di un argomento complesso ed articolato, su cui si è innestato un vivacissimo dibattito generato da una produzione alluvionale di decisioni giurisprudenziali sia di merito che di legittimità e che richiederebbe, pertanto, uno studio specifico che le esigenze di questa trattazione non consentono di affrontare.

Lo schema giuridico all'interno del quale si inserisce il rapporto contrattuale tra intermediario e investitore si compone di una struttura, per così dire, bifasica: il contratto di investimento (a monte) e le singole operazioni di investimento (a valle). Tale struttura, apparentemente assente nel contratto di gestione di portafogli di investimento, ove l'intermediario stesso compie discrezionalmente le operazioni di investimento e disinvestimento del patrimonio affidatogli in gestione, in realtà può manifestarsi anche in questo modello negoziale, in ragione del fatto che il cliente, come si è visto, può sempre «impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere» al gestore (art. 24, lett. a). In ogni caso la struttura tendenzialmente unitaria del contratto di gestione, che riflette indubbiamente la diversa funzione dei servizi di investimento, non muta i termini della questione, rappresentata appunto dalla necessità di individuare uno schema giuridico all'interno del quale incasellare il rapporto tra intermediario e cliente<sup>108</sup>.

Si tratta, in altri termini, di stabilire se il rapporto di intermediazione comporti la stipula di due distinti contratti (un contratto-quadro e i singoli contratti di investimento) ovvero se i successivi ordini di negoziazione di strumenti finanziari debbano essere intesi quali atti non negoziali esecutivi del contratto di investimento<sup>109</sup>. Tale questione si è posta concretamente all'interprete all'indomani dell'introduzione della legge n. 1/1991, ossia con la previsione di un contratto di intermediazione (c.d. *master agreement*) destinato a regolare i rapporti tra intermediari e investitori<sup>110</sup>.

---

<sup>108</sup> La disciplina peculiare dei singoli servizi di investimento non incide sulla struttura del rapporto contrattuale tra investitore e intermediario, sicché si procederà ad una trattazione unitaria della natura del rapporto.

<sup>109</sup> La questione, come si vedrà, ha importanti ricadute in punto di tutela del contraente.

<sup>110</sup> Prima dell'entrata in vigore della legge n. 1 del 1991, l'orientamento prevalente costruiva il c.d. *ordine di borsa* come una fattispecie contrattuale autonoma, riconducibile allo schema del mandato senza rappresentanza. Essa si concludeva mediante accettazione dell'incarico formulato dall'investitore da cui nasceva l'obbligo di darvi esecuzione. Non mancava, tuttavia, chi riconduceva l'ordine di borsa

Sul punto si possono ravvisare due distinti orientamenti: una prima tesi configura una sequenza che si articola in un contratto generale di negoziazione, che riveste i caratteri di un contratto quadro, che regola i successivi negozi esecutivi costituiti da singoli contratti di mandato; una diversa opinione, invece, afferma che il contratto di investimento riproduce lo schema del mandato ad acquistare o vendere strumenti finanziari, negando natura negoziale ai successivi ordini che il cliente impartisce all'intermediario.

Si procederà, pertanto, dapprima ad analizzare le diverse tesi, per poi individuare le ricadute della opzione prescelta in relazione agli strumenti di tutela del contraente.

## **2. La tesi del contratto normativo**

Un orientamento largamente diffuso in dottrina e in giurisprudenza ritiene che il rapporto di intermediazione finanziaria implichi la stipula di due distinti contratti: un contratto-quadro e i contratti attuativi delle singole operazioni di investimento.

Tale tesi mutua un autorevole opinione<sup>111</sup>, espressa per la prima volta all'indomani dell'entrata in vigore della legge 1/1991, secondo cui il c.d. *master agreement* sarebbe un semplice contratto "preparatorio" di futuri contratti, secondo il modello dei contratti normativi<sup>112</sup>.

---

al contratto di mediazione, operando l'assimilazione dell'agente di borsa al mediatore; tesi che andava incontro all'obiezione di chi sottolineava che l'agente di borsa, a differenza del mediatore, una volta accettato l'ordine non poteva rifiutarsi di eseguirlo.

<sup>111</sup> CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare*, cit., 314.

<sup>112</sup> Con l'espressione «contratto normativo» ci si riferisce normalmente a un contratto la cui funzione è quella di vincolare entrambi i contraenti (o anche uno solo di essi) ad un determinato "contenuto" che dovrà essere osservato nella stipula di eventuali futuri contratti tra le medesime parti, o anche tra una di esse ed un terzo. Per un'indicazione bibliografica sui contratti normativi, in generale, si veda: BARBERO, *Il contratto tipo nel diritto italiano*, Milano, 1935; CARIOTA-FERRARA, *Riflessioni sul contratto normativo*, in *Arch. Giur. «Filippo Serafini»*, 1937, 52 e ss.; SALANDRA, *Contratti preparatori e contratti di coordinamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1940, 21 e ss.; MESSINEO, *Contratto normativo e contratto tipo*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962,

L'autore, invero, pur non utilizzando mai l'espressione "contratto normativo", opera un richiamo alla dottrina tedesca in materia, ascrivendo il rapporto generale di intermediazione nell'ambito dei *rapporti obbligatori senza obbligo primario di prestazione*, secondo il modello della dottrina tedesca che riconduce a tale categoria il *contratto bancario generale*. Invero, si sostiene che fino a quando non venga ad esistenza un rapporto concreto nel quale l'intermediario si obblighi ad una prestazione specifica, esisterebbe un'obbligazione senza obbligo primario di prestazione; venuto ad esistenza il rapporto concreto, invece, l'obbligo di prestazione si inquadra all'interno del rapporto già esistente, dando vita ad un'obbligazione nel senso proprio del termine<sup>113</sup>.

Sulla scia della superiore intuizione, diversi autori hanno sostenuto che il contratto tra cliente e intermediario si configuri alla stregua di un *contratto-cornice* all'interno del quale si svilupperebbero i singoli *rapporti-nucleo* corrispondenti alle operazioni in valori mobiliari<sup>114</sup>. In particolare, dopo l'entrata in vigore del testo unico, i sostenitori della predetta tesi hanno interpretato l'art. 23 come un'ipotesi di contratto normativo, il cui contenuto sarebbe vincolante per la stipulazione dei contratti successivi<sup>115</sup>.

---

116 e ss.; GUGLIELMETTI, *I contratti normativi*, Padova, 1969; GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994; MAIORCA, *Normativo [contratto]*, in *Dig. Disc. Priv., sez. Civ.*, 1995, 169 e ss.; GENTILI, *Sull'interpretazione dei contratti normativi*, in *Contr. impr.*, 1999, 1162 e ss.; ORESTANO, *Accordo normativo e autonomia negoziale*, Padova, 2000.

<sup>113</sup> CASTRONOVO, cit., 321

<sup>114</sup> REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, cit., 629; si veda anche BOCHICCHIO, *Sollecitazione al pubblico risparmio. Profili civilistici*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, 239, secondo cui la legge n. 1/91 avrebbe delineato un contratto quadro che rappresenta la cornice entro cui inserire i vari atti appartenenti a «tipi diversi» e che avrebbe la funzione di «fissare in linea generale i requisiti dei singoli e futuri incarichi forniti dal cliente all'intermediario».

<sup>115</sup> In questo senso anche LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari: profili di tutela civile nei servizi di investimento*, Napoli, 1999, 97, secondo cui dall'unione della disciplina di rango primario contenuta nel Tuf e delle norme secondarie (regolamentari) si desume l'esistenza di un *contratto normativo avente carattere contrattuale*, nel senso cioè che al suo contenuto debba riconoscersi un'efficacia vincolante rispetto a quello dei contratti successivi. Del resto, stando alla definizione adottata dall'autore, non si vede come si possa immaginare un contratto normativo che non abbia contenuto contrattuale.

Così opinando, lo schema giuridico dentro cui si inserirebbero i rapporti tra intermediario e cliente sarebbe caratterizzato dalla presenza di un contratto (il c.d. *master agreement*) con la funzione di indicare in via generale le regole che l'intermediario deve osservare per consentire al risparmiatore una consapevole scelta di investimento, ma del tutto privo di un seppur minimo programma negoziale. Si tratterebbe, in altri termini, di un contenitore “vuoto”<sup>116</sup>, dal quale non sarebbe possibile trarre nessuna informazione relativa alle scelte di investimento, essendo tutto ciò rimesso alle singole contrattazioni.

Ciò presuppone una struttura contrattuale a «doppio livello»<sup>117</sup>, nella quale gli ordini impartiti dai clienti alla banca darebbero vita ad altrettanti autonomi contratti di compravendita di strumenti finanziari, che deriverebbero, tuttavia, dal contratto-quadro a monte.

Tale opzione ermeneutica presuppone talune considerazioni preliminari.

Il contratto quadro (inteso quale contratto normativo) dovrebbe determinare il contenuto dei successivi contratti di investimento. Secondo tale ricostruzione il *master agreement* avrebbe, dunque, caratteristiche simili a prescindere dai servizi di investimento in concreto espletati, che troverebbero il loro momento di diversificazione nelle negoziazioni attuative del contratto di investimento. In tal modo, sia in caso di servizio di gestione di portafoglio su base individuale, sia in caso di negoziazione per conto proprio o per conto terzi, sia in caso di ricezione e trasmissione di ordini, dal contratto di

---

<sup>116</sup> L'espressione richiamata è adottata da Trib. Venezia 30.5.2007, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>117</sup> ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 896. L'autore, nel commentare quattro pronunce di merito, concepisce il contratto-quadro in funzione di contratto normativo, regolatore dei modi di formazione, piuttosto che dei contenuti, dei contratti successivi, riconoscendo indubbiamente natura negoziale alle successive contrattazioni.

investimento deriverebbe un vincolo di conformazione contenutistico dei singoli contratti esecutivi dello stesso<sup>118</sup>.

La tesi del contratto normativo, infatti, è stata sostenuta anche con riguardo al contratto di gestione, in base all'assunto per cui, come nell'ipotesi di cui all'art. 23, il contratto andrebbe inteso in funzione delle future operazioni di investimento o disinvestimento compiute dal gestore<sup>119</sup>. In tal modo, tuttavia, si trascura che la diversità del servizio di gestione (cui, non a caso, il legislatore ha dedicato una disciplina autonoma) rispetto agli altri servizi di investimento imporrebbe talune considerazioni specifiche in ordine ai motivi per cui, pur in assenza di attività contrattuali successive che nascano su impulso del cliente<sup>120</sup>, le stesse debbano mutuare il proprio contenuto dal contratto di gestione a monte<sup>121</sup>.

La seconda considerazione attiene, come già si è avuto modo di vedere, alla costruzione in chiave negoziale dei singoli contratti esecutivi del contratto-quadro. Si tratterebbe, infatti, di contratti *tout court*, che richiederebbero, quindi, un'ulteriore manifestazione di volontà e che andrebbero assimilati ai diversi schemi civilistici a seconda del tipo di operazione in concreto realizzata. Così

---

<sup>118</sup> Si veda, tuttavia, LUMINOSO, *Nullità del contratto di investimento per violazione degli obblighi di informazione da parte dell'intermediario*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1425, il quale, pur aderendo alla tesi (da lui ritenuta prevalente) della natura negoziale delle operazioni di investimento iscritte all'interno del contratto-quadro, sostiene che tale costruzione del rapporto tra cliente e intermediario sia applicabile a tutti i servizi di investimento diversi dal servizio di gestione di portafogli su base individuale.

<sup>119</sup> Cfr. LOBUONO, cit., 120,

<sup>120</sup> Salvo il potere dello stesso di impartire, in ogni momento, istruzioni vincolanti con specifico riferimento a singole operazioni, previsto dall'art. 24, lett. a) Tuf.

<sup>121</sup> La tesi in esame è stata criticata, tra gli altri, da COSSU, *La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, cit., 240, in base al duplice argomento per cui il contratto di gestione avrebbe già una disciplina compiuta delle singole operazioni di investimento e sarebbe incompatibile con la tesi del contratto normativo la «separazione patrimoniale funzionale alla gestione redditizia di determinati valori». A dire il vero gli argomenti usati dall'autrice non appaiono del tutto convincenti: la presenza di un'articolata disciplina, infatti, non sarebbe di ostacolo al ricorso alla figura del contratto normativo per spiegare la struttura dell'operazione negoziale, risolvendosi in una considerazione di mero fatto, priva di un effettivo rilievo critico. Anche l'obiezione fondata sulla separazione patrimoniale, poi, non sembra cogliere nel segno, posto che la previsione in esame risponde ad un'esigenza di tutela del risparmiatore e non incide sulla natura delle operazioni compiute dal gestore.



l'ordine proveniente dal cliente costituirebbe, di massima, una proposta contrattuale con cui il cliente darebbe incarico all'intermediario di compiere il contratto concluso secondo lo schema di cui all'art. 1327 c.c.<sup>122</sup> Esso può concretare, sotto il profilo giuridico, a seconda dei casi, un contratto di mandato (nel caso di negoziazione per conto altrui), un contratto di compravendita indirizzato all'intermediario che opera in "contropartita diretta" (nel caso di negoziazione per conto proprio) ovvero ad un terzo operatore (nel caso di ricezione e trasmissione di ordini)<sup>123</sup>.

Anche la giurisprudenza, sia di merito che di legittimità, ha costruito il rapporto di investimento nei termini sopra descritti.

In ordine di importanza va esaminata la sentenza n. 19024 del 2005<sup>124</sup> con cui la Corte di Cassazione, nel suo primo intervento in materia, ha censurato l'orientamento fino a quel momento sostenuto dai giudici di merito che, nella prospettiva di assicurare una tutela forte agli investitori, in ipotesi di violazioni di regole di condotta da parte degli intermediari, dichiaravano la nullità virtuale del contratto ex art. 1418 c.c.<sup>125</sup>

---

<sup>122</sup> Sul punto, ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, cit., 900.

<sup>123</sup> Si veda LUMINOSO, *Nullità del contratto di investimento per violazione degli obblighi di informazione da parte dell'intermediario*, cit., 1426.

<sup>124</sup> La sentenza è stata pubblicata in numerosissime riviste con altrettanti contributi dottrinali a commento. Tra le tante pubblicazioni si indicano: *Danno e Resp.*, 2006, 25 con nota di ROPPO e AFFERNI; *Foro it.*, 2006, I, 1105, con nota di SCODITTI; *Giust. civ.*, 2006, I, 1526; *Giur. comm.*, II, 626, con nota di SALODINI; *Resp. civ. prev.*, 2006, 1080, con nota di GRIECO.

<sup>125</sup> Le pronunce che hanno aderito a detto orientamento sottolineano che le norme che prescrivono i doveri di comportamento vanno considerate norme imperative e lo loro inosservanza va sanzionata col rimedio della nullità per la natura generale degli interessi tutelati (tutela del risparmio, integrità dei mercati, ecc.). La soluzione della nullità virtuale presentava notevoli vantaggi sia dal punto di vista processuale che delle conseguenze sul piano della tutela sostanziale accordata: a differenza di altri rimedi (annullamento del contratto, risoluzione per inadempimento, azione di risarcimento del danno), la nullità esonera l'attore dalla prova della gravità dell'entità della violazione del dovere di condotta, dell'incidenza della violazione sulla volontà e del collegamento eziologico tra violazione e danno. Sul piano delle conseguenze, poi, la dichiarazione di nullità comporta la nascita di un obbligo restitutorio che assicura una maggiore tutela rispetto alla difficile determinazione (sotto il profilo del *quantum*) del risarcimento del danno.

La vicenda è nota: i giudici di legittimità, con una pronuncia destinata a mutare la giurisprudenza fino a quel momento formatasi<sup>126</sup>, hanno statuito il principio per cui *“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, secondo comma, c.c.)*<sup>127</sup>. *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”*.

Escluso il rimedio della nullità, la Suprema Corte si sposta sul diverso terreno della responsabilità e, valorizzando il canone di buona fede di cui all’art. 1337 c.c., afferma che *“non è affatto vero che, in caso di violazione delle norme che impongono alle parti comportarsi secondo buona fede nel corso delle trattative e nella formazione del contratto, la parte danneggiata, quando il contratto sia stato validamente concluso, non avrebbe alcuna possibilità di ottenere il risarcimento dei danni subiti”*;

---

<sup>126</sup> Sebbene dopo il *decisum* della Suprema Corte non sono mancate pronunce di merito nel senso della nullità virtuale, in giurisprudenza è tuttavia cambiato l’orientamento: sul punto si cfr: Trib. Palermo, 24.11.2005, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Bologna, 18.12.2006, n. 2820, *ivi*; Trib. Monza, 12.12.2006, n. 3556, *ivi*; Trib. Catania, 23.1.2007, *ivi*.

<sup>127</sup> L’argomento non convince nella parte in cui la Corte identifica in maniera troppo “restrittiva” le “regole di validità”, limitandole solo a quelle che attengono alla *struttura* o al *contenuto del contratto*. Sul punto si veda D’AMICO, *La tutela dell’investitore in strumenti finanziari tra regole di validità e regole di responsabilità*, in AA.VV., *Diritto civile e diritti speciali. Il problema dell’autonomia delle normative di settore* (a cura di) A. Plaia, Milano, 2008, 53, secondo il quale «è vero, all’opposto, che proprio l’introduzione nell’ordinamento dell’art. 1418, comma 1, e tutta la discussione che vi è stata in dottrina sulla c.d. “nullità virtuale”, confermano semmai l’idea che la nullità del contratto può ben derivare (in mancanza di una testuale comminatoria), anche da violazione di norme che non attengono (a requisiti riconducibili) alla sua “struttura” e/o (a prescrizioni attinenti) al suo contenuto». Sul dibattito dottrinale (e per le relative indicazioni bibliografiche) si rinvia anche allo scritto dell’autore *Id.*, *Ordine pubblico e illiceità contrattuale*, in AA.VV., *illiceità, meritevolezza, nullità*, (a cura di F. Di Marzio), Napoli, 2004, 9 e ss., e più di recente *Id.*, *Nullità virtuale – Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in AA.VV. *Le forme della nullità*, (a cura di) S. Pagliantini, Torino, 2009, 1 ss.

Per un’indicazione delle ipotesi di nullità che non attengano alla struttura e al contenuto del contratto si veda la ricostruzione operata dalla Cassazione nella (criticabile) ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite (Cass., 16.2.2007, n. 3683, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, 899, con nota di U. SALANTRO).

prosegue la Corte: *“l’ambito di rilevanza della regola posta dall’art. 1337 c.c. va ben oltre l’ipotesi della rottura ingiustificata delle trattative e assume il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa, ma certamente implica il dovere di trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l’ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto.*

*L’esame delle norme positivamente dettate dal legislatore pone in evidenza che la violazione di tale regola di comportamento assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata delle trattative (e, quindi, di mancata conclusione del contratto) o di conclusione di un contratto invalido o comunque inefficace (artt. 1338, 1398 c.c.), ma anche quando il contratto posto in essere sia valido, e tuttavia pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto (1440 c.c.)”.*

La Cassazione, dunque, configura una responsabilità precontrattuale a carico dell’intermediario inadempiente, in base all’assunto per cui la regola posta dall’art. 1337 c.c. troverebbe applicazione anche in ipotesi di conclusione di un contratto valido e tuttavia conseguente ad un comportamento scorretto dell’intermediario.

Orbene, in disparte la questione relativa alla razionalità della soluzione adottata dai giudici di legittimità, i quali attribuiscono alla buona fede precontrattuale un ruolo che trascende la conclusione del contratto – con i conseguenti problemi legati determinazione del *quantum* risarcitorio<sup>128</sup> – ciò che interessa, ai nostri fini, è che la decisione si fonda sull’assunto della *pluralità dei rapporti contrattuali* che si costituirebbero tra intermediario e cliente. Ciò emerge non soltanto dall’*obiter dictum* finale nel quale la Corte sembra richiedere il

---

<sup>128</sup> Il problema della determinazione del danno risarcibile è sicuramente il più importante. Sui limiti della risarcibilità dell’interesse negativo e sulla soluzione accolta dalla Cassazione di veda *infra*, § 6.

requisito della forma scritta anche ai “contratti” esecutivi del contratto quadro<sup>129</sup>, ma anche (e soprattutto) dal passaggio in cui si cerca di dimostrare la compatibilità tra responsabilità precontrattuale e (avvenuta) conclusione di un “valido” contratto tra le parti. Esso, invero, non potrebbe che essere proprio quel contratto di cui la Cassazione ha escluso la “nullità” e cioè, per l'appunto, l'*ordine* con cui il cliente dispone che l'intermediario, una volta accettato, compia le operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari. Del resto la prospettazione della *culpa in contrahendo* dell'intermediario sarebbe stata incompatibile con una struttura contrattuale unitaria<sup>130</sup>.

Sia prima che dopo la pronuncia della Suprema Corte, anche diversi Tribunali di merito<sup>131</sup> hanno accolto la tesi della struttura contrattuale a doppio livello. L'esame delle suddette decisioni suggerisce che, sovente, la predetta costruzione è apparsa in qualche modo funzionale all'esigenza di assicurare un adeguato livello di tutela ai risparmiatori, anche a fronte di *defaillance* della strategia difensiva: la giurisprudenza di merito ha spesso collegato la natura negoziale dei singoli ordini di acquisto alla possibilità che questi siano autonomamente risolubili, garantendo così uno strumento di tutela al risparmiatore che aveva impugnato solo il contratto esecutivo (e non anche il contratto a monte)<sup>132</sup>. Soluzione che, comunque, lascia aperto il problema della sorte del contratto di investimento non colpito dalla pronuncia risolutoria.

### **3. La tesi della riconducibilità al mandato**

---

<sup>129</sup> Sul punto si veda cap. II nota 38.

<sup>130</sup> Le ragioni saranno chiare alla fine dei prossimi paragrafi.

<sup>131</sup> Tra le sentenze di merito che accolgono il superiore orientamento, si vedano: Trib. Venezia, 22.11.2004 e Trib. Genova, 18.4.2005, entrambe in *Danno e Resp.*, 2005, 604 e ss.; Trib. Milano, 25.7.2005, cit.; Trib. Piacenza, 28.7.2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Ferrara, 18.9.2009, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

<sup>132</sup> Emblematica, in questo senso, è la decisione del Trib. Piacenza del 28.7.2009, dove sembra proprio che la ricostruzione in chiave negoziale degli ordini di negoziazione consenta di porre rimedio alla non oculata difesa dell'attore, che ha impugnato solo il singolo ordine di negoziazione. Con riguardo al contratto-quadro, il Tribunale, usando un'espressione difficilmente comprensibile, riconosce «la natura tipica del contratto con profili propri del contratto normativo».

Un'altra opinione seguita in dottrina e in giurisprudenza riconduce il contratto di investimento allo schema del contratto di mandato. Secondo questa diversa prospettazione, il contratto-quadro in realtà riprodurrebbe lo schema del mandato e i successivi ordini di acquisto impartiti dal cliente dovrebbero essere ricondotti nell'ambito delle dichiarazioni di volontà prive di natura negoziale (c.d. determinative), considerate alla stregua degli atti esecutivi posti in essere dal mandatario su incarico del mandante, in adempimento, appunto, del contratto di mandato.

Si sostiene, infatti, che se l'art. 23 del Tuf ha introdotto un contratto il cui contenuto essenziale consiste nella prestazione, da parte dell'intermediario, a mezzo della sua organizzazione e dietro corrispettivo, di "servizi di investimento" e "servizi accessori" (quali quelli indicati dall'art. 1, commi 5 e 6 del Tuf) a favore del cliente, l'oggetto di tale contratto riproduce sostanzialmente lo schema del mandato. Invero, il mandato, nell'ambito dei contratti di cooperazione, rappresenta l'unico contratto che eleva la causa gestoria ad «elemento identificatore del tipo negoziale»<sup>133</sup>; in tal senso esso costituisce l'archetipo dei contratti di cooperazione, fornendo lo schema all'interno del quale collocare tutte le ipotesi di agire gestorio.

Ancor prima del contratto di investimento, la qualificazione in termini di mandato è stata operata con riguardo al contratto di gestione patrimoniale. In particolare, prima dell'entrata in vigore della legge Sim, l'orientamento largamente diffuso in dottrina e in giurisprudenza<sup>134</sup> si esprimeva nel senso di

---

<sup>133</sup> LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Tratt. Cicu e Messineo*, Milano, 1984, 41 e ss. Sulla rilevanza del mandato come tipo gestorio si veda, recentemente, DI ROSA, *Il mandato - I - La nozione*, in *I Contratti di collaborazione*, (a cura di) P. Sirena, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno ed E. Gabrielli, volume 16, Torino, 2011, p. 33 ss., il quale sottolinea la riconducibilità all'agire gestorio dell'attività di investimento in strumenti finanziari.

<sup>134</sup> Sul punto, CAPRILGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, cit., 280; DI ROSA, *Rappresentanza e gestione. Forma giuridica e realtà economica*, Milano, 1997, 267 e ss. In giurisprudenza, si veda Cass. civ., 15.01.2000, n. 426, in *I contratti*, 2000, 911, con nota di ANGIULI.

ricondere al mandato il contratto di gestione, in ragione della cooperazione gestoria nell'interesse del gestito che tale contratto consentiva di realizzare. Per un verso si precisava che il riferimento al mandato aveva solo una portata e una funzione meramente integrativa, poiché la fattispecie era già ampiamente regolata dal legislatore; per altro verso, si affermava che l'adattabilità al mandato, più che ad ogni altro schema negoziale, era consentita dall'estrema «duttilità e utilizzabilità per una varietà di contenuti»<sup>135</sup> e dal carattere neutro dell'istituto rispetto agli schemi codicistici.

Infatti, ad avviso di un'attenta dottrina, la circostanza che l'attività di intermediazione mobiliare, al pari delle attività di gestione dei fondi comuni di investimento o di altri servizi bancari, fosse destinataria di regole proprie, soprattutto con specifico riferimento alle regole concernenti lo *status* dei soggetti, non impediva di ravvisare nel mandato lo schema giuridico comune su cui poi innestare le regole dedicate *ad hoc* dal legislatore. Si è parlato del c.d. *mandato professionale*<sup>136</sup>, proprio per indicare che, al di là delle regole specificamente apprestate dal legislatore e che presuppongono una qualifica professionale del mandatario, alla base dell'attività contrattuale vi è un incarico riconducibile allo schema di cui all'art. 1703 c.c., il cui nucleo centrale è rappresentato dalla sostituzione giuridica, con attribuzione di effetti (in via immediata o mediata) in capo al mandante. Ciò che si è ritenuto accadere proprio con riguardo al contratto di gestione patrimoniale.

La riconduzione del rapporto di gestione patrimoniale al mandato, tuttavia, non lasciava trascurare la riduzione del potere di direzione del mandante, a

---

<sup>135</sup> ALCARO, *Mandato e attività professionale*, Milano, 1988, 13 e ss. L'autore, discostandosi dall'idea, pure autorevolmente sostenuta, del c.d. *declino del mandato*, rileva al contrario la forza espansiva di tale modello negoziale anche rispetto alle nuove figure contrattuali che si presentano nella prassi commerciale.

<sup>136</sup> Il riferimento è, appunto, ad ALCARO, *op. ult. cit.*, 29.

fronte dell'ampia discrezionalità del mandatario. Si è affermata, al proposito, la sussistenza di una deroga pattizia alla previsione dell'art. 1710 c.c. che fa obbligo al mandatario di «rendere note al mandante le circostanze che possono determinare la revoca o modificazione del contratto». Le istruzioni che il mandante fornisce al mandatario, poi, circa l'ambito di operatività del soggetto gestore, venivano ricondotte alla presenza, nei contratti in oggetto, di una sorta di “ratifica anticipata”, con esonero da responsabilità che contraddistingue il conferimento dell'incarico. Il richiamo al mandato comune, quindi, anche in relazione alla necessità che gli atti di gestione venissero sempre compiuti dai soggetti abilitati, senza possibilità per il mandante di compierli da solo, veniva ridimensionato nel senso che l'intermediario non potesse essere considerato un mandatario *tout court*<sup>137</sup>.

Tornando alla disciplina attuale, come detto in precedenza, il richiamo allo schema del mandato è stato operato anche con riguardo alla fattispecie di cui all'art. 23 del Tuf. Ciò non tanto nell'intento di dare necessariamente una veste giuridica ad un contratto che è già destinatario di una disciplina articolata<sup>138</sup>, quanto piuttosto per dare una spiegazione alternativa (rispetto alla tesi del contratto normativo) della struttura dell'operazione negoziale: essa, infatti, appare composta da un contratto di investimento riferibile, appunto, al mandato, e da una serie di atti esecutivi del mandato di natura non negoziale.

Pertanto, sia in caso di servizi di negoziazione per conto proprio, che di negoziazione per conto terzi ovvero di ricezione e trasmissione di ordini, la struttura del contratto appare la medesima: i singoli ordini, infatti, sarebbero atti di natura non negoziale in esecuzione del mandato che vi sta alla base. Per

---

<sup>137</sup> CAPRILGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, cit., 280.

<sup>138</sup> Di guisa che il richiamo al mandato sarebbe puramente dogmatico, atteso che nessun problema di lacuna si pone con riguardo alla attuale regolamentazione.

quanto riguarda, poi, il servizio di gestione di portafogli di investimento, la riferibilità al mandato sarebbe ancora più immediata, posto che il gestore-mandatario agisce discrezionalmente compiendo operazioni di investimento e disinvestimento per conto del risparmiatore, che solo eccezionalmente impartisce ordini al gestore .

Nell'ambito del predetto orientamento – e con specifico riferimento alla contratto di negoziazione – merita di essere segnalata la tesi di chi<sup>139</sup> ha sostenuto che gli ordini del cliente alla banca sarebbero, ai sensi dell'art. 1711 c.c., istruzioni del mandante al mandatario, che la banca si obbliga ad eseguire acquistando o vendendo a seconda degli ordini impartiti. Così, in caso di acquisto di strumenti finanziari, la banca acquisterebbe in nome proprio (art. 1705 c.c.) e sarebbe tenuta a ritrasferire al cliente gli strumenti finanziari acquistati secondo il meccanismo previsto dall'art. 1706 c.c. per l'acquisto di beni mobili<sup>140</sup>. In tal modo, l'ordine del cliente alla banca sarebbe un atto esecutivo del mandato (e non anche una proposta contrattuale del cliente alla banca), che andrebbe inquadrato nell'ambito dei c.d. «negozi di attuazione»<sup>141</sup>, quali atti di volontà – talvolta individuali, talvolta bilaterali – esecutivi di un

---

<sup>139</sup> GALGANO, *I contratti di intermediazione e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. impr.*, 2005, 892; ID., *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, *ivi*, 2008, 3 e ss.: L'autore si pone in posizione antitetica rispetto a Roppo (che, nella stessa rivista, ha manifestato l'opinione di cui *supra*, al § precedente). Secondo Galgano, in particolare, il contratto di investimento riproduce «lo schema del conto corrente bancario, detto anche conto corrente di corrispondenza, che la Cassazione da tempo qualifica come un contratto misto di conto corrente e mandato, in forza del quale la banca si obbliga a dare esecuzione alle disposizioni del cliente, utilizzando la provvista da questo fornita con un deposito o con un apertura di credito».

<sup>140</sup> Secondo l'autore, in realtà, il ritrasferimento al cliente degli strumenti finanziari sarebbe superfluo, in ragione della previsione legislativa del diritto di rivendica spettante al mandante. In realtà, più che superfluo, il meccanismo del trasferimento è automatico, seguendo l'impostazione preferibile sull'interpretazione dell'art. 1706 c.c. Ma sul punto si veda, MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, VIII, 2ª ed., 1957, 103; LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, cit., 229 e ss. e 268 e ss.; recentemente, DI ROSA, *Il mandato - I - La nozione*, cit., 75 e ss.

<sup>141</sup> CAMPAGNA, *I «negozi di attuazione» e la manifestazione dell'intento negoziale*, Milano, 1958.



preesistente contratto intercorrente tra le parti e privi di propria autonoma causa, trovando essi causa nel preesistente contratto<sup>142</sup>.

Tale tesi è stata interamente seguita dal Tribunale di Rovereto nel 2006<sup>143</sup>: i giudici dopo una ricostruzione del mandato quale contratto sorto dall'esigenza di ottenere cooperazione da parte di colui che, essendo interessato al compimento di atti giuridici, non possa o non voglia compiere personalmente tali atti, riconducono il contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento al mandato ad acquistare prodotti finanziari<sup>144</sup>. Invero, secondo il Tribunale, il mandato in oggetto sarebbe "eteroregolato", non solo dalle istruzioni del mandante (cui vengono ricondotti gli ordini impartiti dal cliente), ma anche dalle norme imperative del Tuf (e in particolare dagli artt. 21 e 23). Infatti, la causa gestoria che presidia il contratto relativo alla prestazione di servizi di investimento giustificerebbe l'esigenza di stabilire normativamente il programma negoziale, comprensivo delle modalità di imputazione degli effetti al mandante e degli obblighi di comportamento che il mandatario deve osservare nella conclusione del contratto. Obblighi che i giudici intendono come speciali obblighi di diligenza nell'esecuzione del contratto (art. 1710 c.c.), dalla cui violazione può discendere solo responsabilità per inadempimento.

Sebbene l'assimilazione dell'ordine all'istruzione del mandate può apparire, per certi versi, eccessiva, nella misura in cui non tiene conto della diversità tra l'istruzione, che presuppone una scelta già compiuta, e "l'ordine", che esprime

---

<sup>142</sup> Condivide la tesi MORELATO, *Violazione di obblighi di informazione e responsabilità dell'intermediario finanziario*, in *Contr. impr.*, 2006, 1616 e ss.

<sup>143</sup> Trib. Rovereto, 18.1.2006, in *Contr. impr.*, 2006, 579 e ss. con nota di GALGANO, *L'inadempimento ai doveri dell'intermediario non è, dunque, causa di nullità virtuale*. Tra le altre pronunce di merito che aderiscono a detta ricostruzione si segnala: Trib. Catania, 21.10.2005, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Parma, 21.3.2007 n. 381, *ivi*.

<sup>144</sup> Nel caso di specie, evidentemente, si tratterebbe di un'ipotesi in cui il mandante non può eseguire personalmente l'atto per via della previsione legale del "filtro" rappresentato dalla necessità che l'operazione venga compiuta da un "operatore qualificato".

una volontà in precedenza non manifestata, tuttavia occorre rilevare che negare natura contrattuale dell'ordine significa inserire tali ordini nel contesto della dinamica attuativa del rapporto di intermediazione. La conseguenza principale derivante dall'adesione alla suddetta tesi è che gli obblighi di comportamento dell'intermediario (o comunque la maggior parte di essi) non nascono in occasione del singolo ordine formulato, ma sussistono indipendentemente dall'ordine, partecipando della disciplina del rapporto di intermediazione. L'inosservanza di tali obblighi, pertanto, non va vista in funzione della singola scelta di investimento che costituisce il contenuto del singolo ordine, ma piuttosto va considerata nella prospettiva dello svolgimento dell'unitario e complesso rapporto di intermediazione che lega l'intermediario al cliente.

Questa opinione è stata recentemente condivisa dalle Sezioni Unite della Cassazione<sup>145</sup> che, chiamate a dirimere il contrasto giurisprudenziale sorto a seguito della pronuncia del 2005, hanno affermato che *“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”*; anche se, in maniera un po' ambigua, prosegue: *“Le successive operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente, benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto d'intermediazione”*. La Suprema Corte, infatti, non precisa se tale natura negoziale debba essere attribuita agli acquisti che l'intermediario effettua per conto del cliente (ove si è in presenza, certamente, di atti di natura

---

<sup>145</sup> Cass. Sez. Un. 19.12.2007, n. 26725 in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 432, con nota di U. SALANITRO; in *Resp. civ. prev.*, 2008, 547, con nota di GRECO; in *Giur. comm.*, 2008, II, 344, con nota di GOBBO; in *Giust. civ.*, 2008, 2775, con nota di FEBBRAJO; *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 133, con nota di BOVE.

negoziale) o se debba essere riferita, invece, all'ordine impartito da quest'ultimo.

In ogni caso la Cassazione, seguendo tale impostazione, sembra superare l'idea per cui ad ogni operazione finanziaria corrispondano distinti contratti di intermediazione, preceduti da un c.d. contratto quadro. Da ciò discende che, secondo le Sezioni Unite, i comportamenti cui, per legge o regolamento, l'intermediario finanziario è obbligato sono, se si tratta di comportamenti da osservare nella fase di formazione del contratto, adempimenti precontrattuali rientranti nel campo di applicazione dell'art. 1337 c.c.; se, invece, sono comportamenti da osservare dopo la formazione del contratto, si tratta di altrettante prestazioni contrattuali la cui mancata esecuzione espone l'intermediario alle conseguenze di cui all'art. 1218 c.c. o all'art. 1453 c.c.<sup>146</sup>

#### ***4. La tesi della c.d. tipicità del contratto di gestione di portafogli di investimento. Critica***

---

<sup>146</sup> Dal testo della sentenza: «Gli obblighi di comportamento cui alludono le citate disposizioni della L. n. 1 del 1991, art. 6 (non diversamente, del resto, da quelli previsti dall'art. 21 del più recente D.Lgs. n. 58 del 1998), tutti in qualche modo finalizzati al rispetto della clausola generale consistente nel dovere per l'intermediario di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente, si collocano in parte nella fase che precede la stipulazione del contratto d'intermediazione finanziaria ed in altra parte nella fase esecutiva di esso. Attiene evidentemente alla fase prenegoziale l'obbligo di consegnare al cliente il documento informativo menzionato nella lett. b) della citata disposizione dell'art. 6, ed attiene sempre a tale fase preliminare il dovere dell'intermediario di acquisire le informazioni necessarie in ordine alla situazione finanziaria del cliente, come prescritto dalla successiva lett. d), così da poter poi adeguare ad essa la successiva operatività. Ma doveri d'informazione sussistono anche dopo la stipulazione del contratto d'intermediazione, e sono finalizzati alla sua corretta esecuzione: tale è il dovere di porre sempre il cliente in condizione di valutare appieno la natura, i rischi e le implicazioni delle singole operazioni d'investimento o di disinvestimento, nonché di ogni altro fatto necessario a disporre con consapevolezza dette operazioni (art. cit., lett. e), e tale è il dovere di comunicare per iscritto l'esistenza di eventuali situazioni di conflitto d'interesse, come condizione per poter eseguire ugualmente l'operazione se autorizzata (lett. g). Né può seriamente dubitarsi che anche l'obbligo dell'intermediario di tenersi informato sulla situazione del cliente, in quanto funzionale al dovere di curarne diligentemente e professionalmente gli interessi, permanga attuale durante l'intera fase esecutiva del rapporto e si rinnovi ogni qual volta la natura o l'entità della singola operazione lo richieda, per l'ovvia considerazione che la situazione del cliente non è statica bensì suscettibile di evolversi nel tempo. Attengono poi del pari al momento esecutivo del contratto i doveri di contenuto negativo posti a carico dell'intermediario: quelli di non consigliare e di non effettuare operazioni di frequenza o dimensione eccessive rispetto alla situazione finanziaria del cliente (lett. f)».

Nel contesto delle possibili ricostruzioni del rapporto di intermediazione, non può non riportarsi la tesi a cui buona parte della dottrina si è mostrata particolarmente affezionata: la tesi della c.d. tipicità/atipicità del contratto di investimento (in generale) e del contratto di gestione patrimoniale (in particolare). Essa si colloca nell'ambito del dibattito intorno a quella che, a nostro avviso a torto, viene definita come la c.d. "questione della qualificazione del contratto di investimento", quasi a voler segnalare che dietro l'operazione qualificatoria vi siano particolari profili problematici che vadano al di là dell'aspetto puramente nominalistico.

Ad avviso di chi scrive, la questione, per come è stata affrontata, appare dogmatica, sicché ci si limiterà a riportare i termini di un dibattito (soprattutto) dottrinale, nella consapevolezza che l'operazione classificatoria è, di per sé, priva di alcuna utilità.

La predetta questione qualificatoria, come si è accennato, è stata al centro dell'attenzione degli interpreti sin da prima dell'introduzione della legge n. 1/1991, allorché l'analisi dei modelli negoziali di gestione patrimoniale ne aveva messo in risalto i tratti tipici della cooperazione gestoria.

Il dibattito relativo alla qualificazione del contratto, tuttavia, si inserisce oggi in un contesto normativo ben più articolato, nel quale la disciplina del nostro schema negoziale è dettata dal Tuf, che provvede sostanzialmente all'enunciazione di criteri e norme di principio, e dai regolamenti delle autorità indipendenti, chiamate a coniugare la flessibilità e la generalità delle norme con la certezza e precisione dei precetti in essa contenuti. La tecnica di regolamentazione adottata dal legislatore, con evidenti influenze di derivazione comunitaria, suscita rinnovate riflessioni sul tema delle fonti del diritto e pone

l'interprete dinanzi all'interrogativo, ormai sempre più attuale, del rapporto tra il «diritto privato generale» e i c.d. «diritti secondi»<sup>147</sup>, con essi intendendo quei corpi normativi specialistici assoggettati a logiche diverse da quelle tradizionali e di cui il diritto dei mercati finanziari ne costituisce, forse, l'esempio più importante.

La medesima esigenza qualificatoria che si è posta con riferimento al contratto di gestione è stata avvertita, invero, dalla dottrina rispetto a tutti i contratti stipulati per lo svolgimento di servizi di investimento contemplati dal Tuf; il complessivo quadro di riferimento è fornito, ancora una volta, dal raccordo tra la disciplina legislativa e quella regolamentare: vengono precisate regole specifiche per tutti i servizi di investimento ed accessori, a prescindere dalla connaturata diversità funzionale dei contratti che ne regolano l'operatività. Da un canto, l'art. 23 del Tuf prevede l'istituzione di prescrizioni ben precise sulla forma richiesta ai fini della stipulazione del contratto, sull'inammissibilità della determinazione del contenuto contrattuale attraverso il rinvio agli usi, sull'allocazione dell'onere della prova nel giudizio risarcitorio per i danni provocati nello svolgimento dei servizi di investimento, sul dovere di consegnare all'investitore una copia del contratto. D'altro canto, l'art. 37 del Regolamento Consob n. 16190/2007 impone un contenuto minimo, estensibile a tutti i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento, per ciò che concerne la durata, le modalità di esecuzione del rapporto.

---

<sup>147</sup> L'espressione «diritti secondi» è mutuata dal noto saggio di CASTRONOVO, *Diritto privato generale e diritti secondi. Responsabilità civile e impresa bancaria*, in *Jus*, 1981, 158 e ss. e nuovamente adoperata dallo stesso autore, in tempi recenti, in *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Europa e dir. priv.*, 2006, 397 e ss.

La dottrina si è, dunque, interrogata sulla possibilità di individuare un intero *genus* contrattuale, denominato «contratto di investimento», a cui ricondurre le diverse *species* negoziali.

Anteriormente alla legge s.i.m., così come nel corso della sua vigenza, mancava una compiuta e organica elaborazione normativa generalmente applicabile alle diverse tipologie di contratti aventi ad oggetto valori mobiliari<sup>148</sup>.

Soltanto con l'entrata in vigore del decreto Eurosim e, in maniera più compiuta, con la disciplina prevista dal Tuf, viene introdotto un complesso di norme indistintamente applicabili a tutti i contratti su strumenti finanziari. Il che ha fatto sorgere l'esigenza di vagliare la possibilità di concepire l'esistenza di una figura contrattuale organica che potesse racchiudere i vari modelli di contratto afferenti ai singoli servizi di investimento contemplati dal Tuf, nonché di indagarne il profilo tipologico, in funzione dell'affermazione di un'eventuale tipicità normativa ovvero di una possibile sussunzione sotto uno schema legale tipico.

Ci si è chiesti<sup>149</sup>, in particolare, se sia possibile concepire l'intera disciplina dei contratti relativi ai servizi di investimento come istitutiva di una "categoria" che possa racchiudere in sé svariate fattispecie contrattuali, tutte accomunate da una funzione comune che dovrebbe essere, appunto, quella di

---

<sup>148</sup> Prima dell'entrata in vigore della legge n. 1 del 1991, l'eterogeneità delle operazioni in valori mobiliari impediva la ricostruzione di una disciplina organica e, a maggior ragione, di una figura unitaria denominata "contratto di investimento". Sul punto si veda ALPA, *Una nozione pericolosa: il c.d. contratto di investimento*, in ID. (a cura di ), *I valori mobiliari*, Padova, 1991, 395. Anche a seguito dell'emanazione della legge s.i.m., l'opinione maggioritaria della dottrina escludeva la sussistenza di un quadro normativo uniforme dal quale ricavare le regole che avrebbero dovuto caratterizzare tutti i contratti stipulati dalle sim con gli investitori, poiché la disciplina presentava regole diversificate a seconda dei diversi modelli di operazioni; in questi termini ALPA, *La legge sulle sim i contratti con i "clienti"*, in ID., 483 e CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 21 e ss., il quale esclude la nozione di "contratti di investimento".

<sup>149</sup> GABRIELLI E. LENER,  *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, cit., 34; COSSU, *Contratti di investimento*, in *Enc. giur.*, X, agg. 2001.

investimento. Seguendo tale ricostruzione, ci si è ulteriormente interrogati sulla possibilità di qualificare tale figura unitaria quale “tipo contrattuale”, a sua volta, eventualmente, articolata in sottotipi<sup>150</sup>.

Una diversa tesi, invece, ha ritenuto di potere individuare un nucleo di norme generali regolante un insieme di contratti nominati, ma legalmente atipici, che sarebbero riconducibili all’art. 1322 c.c.<sup>151</sup> Si è tuttavia obiettato che la “meritevolezza di tutela” non sarebbe qui intesa in senso negativo, come mancato contrasto con i principi generali dell’ordinamento, bensì in senso positivo, vale a dire quale necessità di perseguire quelle determinate esigenze di interesse generale, fissate imperativamente dal legislatore della materia (buon andamento e stabilità dei mercati finanziari e tutela dell’investitore); si sostiene, invece, che vi sarebbe un vincolo positivo che non connota le fattispecie contrattuali atipiche di cui all’art. 1322 c.c.<sup>152</sup>

Esclusa la riconducibilità di tali contratti all’art. 1322 c.c., si è quindi tentato di verificare se, con riguardo alla vicenda dei contratti di investimento, sia possibile individuare quel processo di emersione della tipicità legale che, prendendo le mosse dalla prassi degli affari e dei commerci (c.d. tipicità sociale), e dopo un’opera di affinamento ed elaborazione (anche ad opera della giurisprudenza), conduca all’individuazione del tipo normativo<sup>153</sup>. Al riguardo, accanto a chi ha ritenuto di far leva sulla “causa” del contratto quale unico

---

<sup>150</sup> ID., *op. ult. cit.*, 38. Non si comprende tuttavia a quali ordini di problemi dovrebbe rispondere la figura del sottotipo negoziale.

<sup>151</sup> Si tratterebbe, in altri termini, di contratti presi in considerazione dal legislatore che si sarebbe preoccupato solo di nominarli, senza tuttavia provvedere ad istituire una particolare e completa disciplina di guisa che, trovando nella legge solo frammenti di regolamentazione, sarebbero nominati ma atipici. In questi termini ROPPO, *I “nuovi contratti” fra autonomia privata e interventi del legislatore. Note minime*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1992, 18.

<sup>152</sup> Sul punto si veda RESTUCCIA, *Profili del contratto di gestione patrimoniale*, cit., 186.

<sup>153</sup> Sul processo di emersione dei tipi legali si veda DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974; ID., *Nuovi contratti*, Torino, 1990, 31; ROPPO, *I “nuovi contratti” fra autonomia privata e interventi del legislatore. Note minime*, cit., 3 e ss.

elemento idoneo ad individuarne il tipo negoziale<sup>154</sup>, vi è stato chi, invece, ha richiamato il c.d. “metodo tipologico”<sup>155</sup>. In tal modo, rinunciando ad individuare un unico elemento tipizzante, si è ricorso a una serie di tratti distintivi, classificati a seconda che attengano al contenuto del contratto, alla qualità delle parti, alla natura del bene oggetto del contratto, al tempo e al modo di perfezionamento del contratto.

Al di là della linea metodologica in concreto adottata, la conclusione cui perviene la dottrina maggioritaria<sup>156</sup> è nel senso di escludere che l’art. 23 del Tuf introduca, di per sé, un tipo contrattuale denominabile “contratto di investimento”, comprensivo dei singoli servizi di investimento quali sottotipi contrattuali. Si sostiene che, né la norma in questione dà ingresso, definendolo, ad un nuovo tipo contrattuale, né le regole da esso poste delineano una particolare causa, propria dei contratti di investimento; si tratta, piuttosto di una disciplina di protezione destinata a realizzare, in via mediata, gli obiettivi che il Testo Unico si prefigge, e cioè l’integrità del mercato finanziario, la trasparenza delle operazioni e l’adeguata informazione degli investitori. Anche le indicazioni fornite dalla disciplina regolamentare (art. 37) militano nello stesso senso, limitandosi ad imporre un “contenuto minimo” del contratto di investimento, senza spingersi in valutazioni su profili di merito di tale contenuto.

Esclusa, pertanto, l’esistenza di un tipo contrattuale denominato contratto di investimento, si è, tuttavia, verificato se, con riguardo ai singoli contratti di

---

<sup>154</sup> Ci si riferisce a BIANCA, *Diritto civile. 3. Il contratto*, 2<sup>a</sup> ed., Milano, 2000, 473, che fa leva sulla causa concreta ai fini della qualificazione del contratto secondo un determinato tipo.

<sup>155</sup> DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, cit., 121; ID., *Nuovi contratti*, cit., 23 e ss.

<sup>156</sup> GABRIELLI E. – LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, cit. 37; per una ricostruzione puntuale del tema si veda COSSU, *La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, cit., 219, la quale nega l’esistenza di un tipo contrattuale denominato contratto di investimento dotato di valenza normativa. Condividono tale conclusione: SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 227; RESTUCCIA, *Profili del contratto di gestione patrimoniale individuale*, cit., 189.



investimento, possa affermarsene la tipicità, tenuto conto dell'autonomia causale delle singole figure rispetto ai tipi civilistici e, in particolare, al contratto di mandato.

Con particolare riferimento al contratto di gestione di portafogli di investimento, invero, l'orientamento largamente maggioritario, sia in dottrina che in giurisprudenza, si esprime nel senso dell'avvenuta tipizzazione legale<sup>157</sup>. Si afferma, al riguardo, che il legislatore ha dedicato una disciplina specifica, che spicca per completezza e analiticità e che, dunque, solo in seconda battuta può accostarsi alla disciplina che riunisce le diverse forme dell'agire per conto altrui, di cui il mandato rappresenta il principale modello di riferimento.

L'evoluzione normativa del contratto di gestione patrimoniale e l'attuale regolamentazione articolata e complessa della fattispecie negoziale hanno portato la dottrina ad affrancare la figura del contratto di gestione dal modello del mandato.

Si sottolinea che, nonostante la permanenza di alcuni richiami alla disciplina legale del mandato (si pensi all'esplicito richiamo all'art. 1727 c.c. in tema di recesso dell'intermediario<sup>158</sup>), l'attuale disciplina presenta ormai tratti caratteristici che consentono di ravvisare gli estremi di un contratto tipico. Essi possono essere ravvisati: nell'indefettibilità della forma scritta prevista dall'art. 24 a pena di nullità, a fronte, invece, della libertà di forma che caratterizza la disciplina del mandato; nell'impossibilità, per il risparmiatore, di compiere direttamente l'atto, a differenza di quanto è previsto in tema di mandato ove il mandante può procedere direttamente al compimento dell'atto gestorio,

---

<sup>157</sup> Si veda, *ex multis*, COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 153; COSSU, *La "gestione di portafogli di investimento" tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, cit., 231; RESTUCCIA, *Profili del contratto di gestione patrimoniale*, cit., 191.

<sup>158</sup> Si veda cap. II § 2.

revocando il mandato (art. 1724 c.c.)<sup>159</sup>; nella disciplina della delega di gestione, ove il riferimento alle norme in tema di sostituzione del mandatario è escluso dalla stessa ratio della materia della responsabilità del gestore in regime di delega<sup>160</sup>.

Come si è già preliminarmente rilevato, la tesi in oggetto non sembra fornire un reale contributo alla ricostruzione del rapporto di investimento.

Il problema, ad avviso di chi scrive, non può essere rappresentato dalla qualificazione del contratto di gestione patrimoniale in termini di contratto tipico o di mandato, posto che l'operazione qualificatoria è di per sé un'operazione nominalistica se non supportata dalla risoluzione di una specifica questione<sup>161</sup>. L'argomento per cui il contratto di gestione patrimoniale sarebbe un contratto tipico perché destinatario (a differenza degli altri servizi di investimento) di una disciplina peculiare appare debole sotto il profilo argomentativo, atteso che non ha alcuna utilità sostenerne la tipicità o meno (invocando le varie impostazioni metodologiche sull'emersione del tipo).

Il vero problema, dunque, non risiede nella qualificazione, quanto piuttosto nella costruzione della natura del rapporto di investimento. Questione che, come è noto, rappresenta il vero nodo critico, derivando dalla struttura del rapporto di investimento una pluralità di rimedi posti a tutela del risparmiatore.

---

<sup>159</sup> In tema di gestione individuale l'investitore, pur essendo legittimato ad impartire istruzioni vincolanti, non può sostituire l'intermediario nelle scelte delle modalità operative e strategiche inerenti l'attività gestoria complessivamente considerata, i cui poteri potrebbero, al più, rimanere momentaneamente compressi, limitatamente alla specificità della singola istruzione, salvo riespandersi subito dopo.

<sup>160</sup> Si veda cap. II, § 6.

<sup>161</sup> Individuato un problema, occorre verificare quale disciplina abbia apprestato il legislatore; nel caso in cui si sia in presenza di un caso non regolato da alcuna disposizione di legge, occorrerebbe indagare se il silenzio serbato dal legislatore sia espressione di una lacuna ovvero di una tecnica di disciplina. In questo senso la questione circa la natura tipica (o meno) del contratto potrebbe essere utile al fine di regolare la fattispecie attraverso il ricorso all'applicazione diretta o analogica di una norma.

Se questo è il vero problema, si comprende come il dibattito sulla qualificazione del contratto (in termini di contratto tipico o meno) appare espressione di una sterile operazione dogmatica, inutile al fine della sua soluzione.

### ***5. Contratto di investimento e rapporto gestorio***

Messa fuori campo la tesi della tipicità del contratto di gestione, l'alternativa rimane nella scelta tra la tesi del contratto normativo e quella della riconducibilità del contratto di investimento allo schema del mandato.

Ad avviso di chi scrive è senza dubbio preferibile (in quanto normativamente fondata) la riconducibilità del rapporto di intermediazione allo schema giuridico del mandato, riconoscendo alle singole operazioni di investimento natura giuridica di atti esecutivi dello stesso.

A conferma del superiore assunto milita la disciplina normativa di cui all'art. 23, nonché la *ratio* della previsione legislativa degli obblighi di fonte legale gravanti sull'intermediario.

Quanto all'art. 23, non va trascurata la previsione dell'obbligo di forma scritta del contratto relativo alla prestazione di servizi di investimento, previsto dal legislatore a pena di nullità (relativa). Al di fuori delle deroghe legali di cui alla stessa disposizione, non vi è dubbio che il requisito formale risponda ad un'esigenza di trasparenza e di tutela del contraente non qualificato, al fine di assicurare che le parti, abusando dell'asimmetria della posizione contrattuale, possano modificare la disciplina del contratto in sede di singola operazione di investimento. Se questo è vero, è chiaro che, costruendo il contratto quadro come un contratto normativo, le parti avrebbero la possibilità di derogare

consensualmente all'obbligo di forma scritta, aggirando così il vincolo di forma posto a pena di nullità<sup>162</sup>.

La configurazione del contratto di investimento in termini di mandato non soltanto appare più coerente con la disciplina positiva prevista dal legislatore, ma restituisce al tempo stesso quella “centralità”<sup>163</sup> che lo stesso legislatore ha inteso attribuire al contratto di investimento e che, nella prospettiva del contratto normativo, risulterebbe svilita. La grande innovazione introdotta dalla legge Sim è quella di attribuire al contratto di investimento la funzione di consentire ai risparmiatori l'accesso al mercato finanziario; un accesso non già diretto, bensì realizzato per il tramite del “filtro” operato dagli intermediari finanziari.

Prima dell'entrata in vigore della legge n. 1/1991, infatti, la considerazione “atomistica” dei singoli ordini di investimento come altrettanti mandati ad acquistare o vendere prodotti finanziari comportava che la prestazione dell'attività di investimento veniva intesa non già come conclusione di un obbligo precedentemente assunto, bensì come un comportamento attuativo che determinava la conclusione degli ulteriori contratti secondo il modello di cui all'art. 1327 c.c. In questo quadro, gli obblighi accessori alla suddetta prestazione non divergevano da quanto già ricavabile dall'art. 1710, comma 2 e 1711 c.c.

Con la previsione del contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento e con l'attribuzione agli intermediari autorizzati del ruolo di “filtro” per l'accesso al mercato dei risparmiatori, la prestazione dei servizi di

---

<sup>162</sup> Si veda SALANITRO U., *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, commento a Cass. sez. un. 19.12.2007, n. 26724, *cit.*, , 2008, 448.

<sup>163</sup> In questi termini si esprime D'AMICO, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari*, *cit.*, 69 e ss., di cui si condivide pienamente il pensiero.

investimento si colora di una serie di doveri accessori che si pongono tra la conclusione del *master agreement* e i singoli atti esecutivi dello stesso. Tali doveri, che rappresentano il contenuto degli obblighi di comportamento, non rispondono soltanto all'esigenza di elevare lo *standard* di consapevolezza del risparmiatore rispetto a scelte di investimento, per così dire, "informate", ma si pongono come funzionali anche all'esigenza di tutela dell' "integrità dei mercati". È, senz'altro, incontrovertibile che le ragioni poste a fondamento dell'intervento normativo cristallizzato nel Tuf e nel Regolamento Consob superano la sfera soggettiva del singolo contraente debole (il risparmiatore non professionale privo delle necessarie conoscenze utili ad un approccio consapevole con il mercato finanziario), sicché il rafforzamento degli obblighi di condotta, imposti in nome delle regole di correttezza, lealtà e diligenza – ordinariamente dettate dal diritto comune con riferimento alla fase di esecuzione del rapporto – appare diretto non solo a realizzare una riduzione del *gap* informativo che connota i rapporti tra investitore e intermediario, ma anche a garantire la realizzazione di un interesse della collettività quale quello della razionalità e "integrità dei mercati", espressamente richiamato dall'art. 21 del Tuf. Del resto, la circostanza che tali obblighi appaiano strumentali alla realizzazione anche di interessi generali (quale quello dell'integrità dei mercati finanziari) non si pone in contrasto con la collocazione di tali obblighi nella fase esecutiva del rapporto contrattuale. Ciò che rileva, infatti, è che in questi termini tali obblighi di condotta si inseriscono appieno all'interno della dinamica del rapporto di intermediazione, partecipando al tempo stesso della disciplina del rapporto (ossia del singolo rapporto di intermediazione tra

intermediario e cliente) e della disciplina dell'attività (ossia dell'attività svolta dalle imprese di investimento)<sup>164</sup>.

Gli obblighi di condotta dell'intermediario, quindi, non nascono in occasione della formulazione dei singoli ordini di investimento, bensì a prescindere da esso, traendo fonte dal *master agreement*. Essi possono, semmai, specificarsi in relazione alla singola scelta di investimento, ma sussistono indipendentemente da essa. In questo modo il riferimento allo schema del mandato si adatta a quelle peculiarità tipiche che consentono di considerare le regole in oggetto come specificative ed integrative rispetto al mandato di diritto comune.

La tesi del contratto normativo non può, dunque, trovare accoglimento. Essa, fondandosi sull'idea di una struttura contrattuale "a doppio livello", trascura di considerare la funzione centrale che il legislatore ha inteso attribuire al contratto quadro. Concependo due distinti contratti, si rischia di avallare l'idea per cui gli obblighi di condotta gravanti sull'intermediario possano collocarsi logicamente in una fase successiva alla stipulazione del *master agreement* in relazione ai singoli negozi attuativi del contratto normativo; ciò che, invece, è escluso dalla stessa *ratio* della disciplina contenuta nel Tuf che, come abbiamo visto, intende assegnare al contratto di investimento e agli intermediari la funzione centrale di arricchire la prestazione dei servizi di investimento di una serie di doveri che nascono e che trovano la loro fonte nel contratto. Si pensi, ad esempio, al dovere gravante sull'intermediario di acquisire una conoscenza adeguata dei mercati finanziari e degli strumenti in essi negoziati, affinché possa, a sua volta, informare adeguatamente il cliente e

---

<sup>164</sup> Ciò è confermato dalle sanzioni anche amministrative conseguenti alla violazione delle regole di condotta.

segnalare, eventualmente, la “inadeguatezza” dell’operazione finanziaria rispetto al profilo di rischio dell’operazione che il cliente ha chiesto di effettuare.

Dalla qualificazione delle operazioni di investimento come atti di esecuzione del contratto di investimento deriva che gli obblighi gravanti sull’intermediario di informare il cliente o di astenersi dall’eseguire operazioni inadeguate o in conflitto di interesse sono obblighi di fonte legale che, tuttavia, integrano il regolamento negoziale in quanto attengono all’esecuzione del contratto di intermediazione<sup>165</sup>.

Dalle superiori considerazioni si deduce che i singoli ordini non hanno natura di autonomi atti negoziali; essi vanno invece considerati alla stregua di atti di esecuzione di un mandato a monte che, tuttavia, presenta una serie di particolarità rispetto alle regole di diritto comune. Occorre, dunque, riprendere la figura del c.d. *mandato professionale*: l’intensa penetrazione delle caratteristiche proprie di una professione nell’articolazione esecutiva del mandato non altera comunque la struttura originaria dell’operazione di investimento. Essa, a prescindere dal singolo servizio di investimento in concreto espletato, si caratterizza per il fatto che, nel rapporto con i clienti, gli intermediari agiscono nel loro interesse. La banca (o l’intermediario) non vende bensì *agisce nell’interesse*, in forza di un contratto di investimento che è sempre riconducibile al *genus* dei contratti di cooperazione (o di sostituzione). L’unico acquisto che caratterizza l’operazione è quello che la banca pone in essere – discrezionalmente o dietro singolo ordine – per conto del cliente e che, nel

---

<sup>165</sup> SALANITRO U., *Violazione della disciplina dell’intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, cit., 448.

rapporto, non rileva come atto di scambio, bensì come atto esecutivo del rapporto di cooperazione<sup>166</sup>.

Le superiori considerazioni appaiono pienamente adattabili anche alla struttura del contratto di gestione patrimoniale. Come detto in precedenza, le peculiarità che connotano il servizio di gestione non influiscono sulla struttura dell'operazione contrattuale di investimento.

A tale considerazione, invero, si è obiettato che, a differenza degli altri servizi di investimento, la gestione di portafogli è destinataria di una disciplina *ad hoc* che la renderebbe autonoma rispetto alle altre operazioni di investimento le quali si fonderebbero tutte sul contratto regolato dall'art. 23. E tuttavia non sembra che tale considerazione possa alterare la struttura del rapporto tra gestore e cliente. La centralità che il legislatore del testo unico ha inteso attribuire al contratto di gestione, similmente al contratto di investimento, impone di considerare il momento del contratto come il fulcro del rapporto da cui nascono le obbligazioni del gestore. Al riguardo, nessuna rilevanza assume la circostanza che nel servizio in oggetto il gestore compia le operazioni di investimento e disinvestimento discrezionalmente (senza necessità di ulteriori ordini impartiti dal cliente). Invero, per quanto raro, si è più volte detto che il cliente vanta il diritto irrinunciabile di impartire istruzioni vincolanti.

---

<sup>166</sup> Sul punto MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 587.



In astratto, pertanto, si possono verificare due diverse situazioni.

La prima: il cliente non esercita la facoltà contemplata nell'art. 24 lett. a). In questo caso la dinamica del rapporto di gestione si caratterizzerebbe per il compimento, da parte del gestore, di operazioni discrezionali di investimento e di disinvestimento, senza interferenze da parte del cliente. Esclusa la possibilità che il contratto di gestione possa essere assimilato ad un contratto normativo – atteso che non vi sarebbero successivi contratti stipulati tra il cliente e il gestore – lo schema negoziale del mandato (con le opportune differenze dettate dalle peculiarità della disciplina legislativa) appare di certo quello più idoneo a qualificare l'operazione in esame. Essa, in maniera ancora più chiara rispetto agli altri servizi di investimento, si caratterizza essenzialmente per l'attività "gestoria" dell'intermediario, ossia per il compimento di atti giuridici per conto altrui. Sicché il richiamo allo schema codicistico appare oltremodo calzante.

La seconda: il cliente esercita la facoltà di cui all'art. 24, lett. a). In tal caso il gestore, ricevuta l'istruzione dal cliente, compirà l'acquisto o la vendita del titolo, risolvendosi il rapporto di investimento in un mandato ad acquistare o vendere strumenti finanziari. La struttura dell'operazione negoziale, tuttavia, non consentirebbe in ogni caso di assimilarla alla sequenza contratto normativo-contratti attuativi, atteso che le obbligazioni incombenti sul gestore prescinderebbero dal compimento del singolo atto per il quale questi ha ricevuto l'istruzione e troverebbero la loro fonte proprio nel contratto (a monte) di gestione.

Da ciò consegue che la riconducibilità allo schema del mandato appare, per certi versi, ancora più appropriata con riferimento al contratto di gestione patrimoniale.

#### ***6. Le ricadute in punto di tecniche di tutela del contraente: a) l'esclusione del rimedio della nullità virtuale***

La riconduzione del rapporto di intermediazione nell'ambito dello schema del mandato e il rifiuto della tesi del contratto normativo ha importanti ricadute in relazione alle tecniche di tutela in concreto esperibili dal risparmiatore in ipotesi di violazione di regole di condotta.

L'esclusione del carattere negoziale degli ordini di investimento consente di negare già in radice la possibilità di applicare ad essi i rimedi invalidatori, che sono propri delle dichiarazioni di volontà negoziali<sup>167</sup>.

In ogni caso – e sotto un diverso profilo – la tesi della nullità virtuale non appare convincente. È noto, infatti, che l'art. 1418, comma 1 c.c., nel contemplare la figura della nullità virtuale, ponga una regola in ragione della quale può aversi nullità del contratto anche nel caso in cui la nullità non sia disposta né dalla norma violata né da altra disposizione. Orbene, definito, il contratto come fatto (ossia come un accordo) in forza del quale la regola che le parti hanno deciso di darsi acquista rilevanza giuridica, segue che, in astratto, il contratto può essere contrario a norme imperative sia in quanto fatto (ossia in quanto accordo, fonte di regole) che in quanto regolamento.

Nella prospettiva che si predilige, esigenza di coerenza e razionalità impongono di accogliere un'interpretazione lata sia della proposizione principale che dell'inciso finale dell'art. 1418 comma 1 c.c. Ciò significa

---

<sup>167</sup> D'AMICO, *La tutela dell'investitore*, cit., 72.

ritenere che tale norma disciplini il contratto sia in quanto fatto che in quanto regolamento (proposizione principale) e, soprattutto, che la violazione di una norma imperativa induce la nullità del contratto, salvo che non sia maggiormente coerente con il sistema di valori dell'ordinamento applicare una sanzione giuridica diversa dalla nullità<sup>168</sup>.

Muovendo da tale prospettiva, nella materia dell'intermediazione finanziaria, deve ritenersi che la voluta distinzione tra adempimenti prescritti a pena di nullità e altri obblighi di condotta pure posti a carico dell'intermediario finanziario impedisce una generalizzata qualificazione di tutta la disciplina dell'intermediazione mobiliare come di ordine pubblico e presidiata dalla nullità virtuale di cui all'art. 1418 comma 1 c.c. Con ciò non si vuole negare che la disciplina introdotta dal testo unico e dai regolamenti delle autorità indipendenti mirino a garantire la protezione di interessi ultraindividuali, quali quelli della razionalità e integrità dei mercati; né, per altro verso, si intende negare la natura imperativa dei precetti in esame, i quali costituiscono canoni comportamentali immediatamente conformanti il regolamento negoziale, a prescindere da un'esplicita sussunzione nelle specifiche ipotesi all'uopo regolate.

Ciò che non convince, invero, è proprio il rimedio suggerito per la violazione delle regole di condotta sancite da queste norme.

Come detto, accolta un'interpretazione lata dell'inciso finale dell'art. 1418 comma 1 c.c., è requisito di sistema che non sempre la violazione di una regola imperativa porti con sé la nullità del contratto. Lo precisa lo stesso art. 1418 c.c. che, nel prevedere le ipotesi di nullità virtuali da contrapporre a quella

---

<sup>168</sup> Un'altra possibile interpretazione restrittiva dell'inciso finale del primo comma dell'art. 1418 c.c. è quella secondo cui la violazione di una norma imperativa determina sempre la nullità del contratto, salvo che non sia espressamente prevista una sanzione diversa dalla nullità.

testuali, fa espressamente salvi i casi in cui è la stessa legge a prevedere un diverso rimedio a fronte della violazione di una norma imperativa.

Se per un verso, negli ultimi anni, a livello legislativo, si è assistito ad una consistente riduzione della linea di demarcazione tra regole di validità e regole di comportamento, queste ultime in diverse occasioni considerate non più in prospettiva dello scioglimento del rapporto e del risarcimento del danno, bensì quali vizi direttamente incidenti sul momento genetico dell'accordo (si pensi, con specifico riferimento al Tuf, all'art. 122 comma 3), per altro verso siffatta tendenza là dove il legislatore, espressamente, abbia preso posizione per mantenere la violazione di regole comportamentali nell'ambito dei vizi funzionali concretanti inadempimento degli obblighi contrattuali. Ciò emerge dalla previsione di cui all'art. 23 comma 6, ove viene espressamente precisato che la regola probatoria è destinata ad operare «nei giudizi di risarcimento del danno cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento», così definitivamente chiarendo che la violazione di regole di condotta incide funzionalmente sul contratto ai fini della risoluzione e del risarcimento del danno (e non, invece, sulla conclusione dell'accordo).

A favore della tesi contraria alla nullità virtuale militano alcune ulteriori considerazioni.

In primo luogo, va ricordato che laddove il legislatore ha voluto correlare a specifiche violazioni la sanzione della nullità, lo ha fatto espressamente introducendo una nullità relativa, rilevabile cioè solo dall'interessato<sup>169</sup>. Da ciò si ricava che non ogni obbligo comportamentale può essere interpretato come un requisito essenziale di struttura del contratto, dalla cui violazione discenda la nullità del contratto, essendo ciò limitato alle sole ipotesi più pregnanti e di

---

<sup>169</sup> Si veda l'art. 23 commi 1 e 2 del Tuf e la relativa disamina contenuta *supra* nel cap. II.

certo incidenti nella formazione dell'accordo, quali quelle legate alla trasparenza delle operazioni di intermediazione sottese al vincolo di forma (il contratto come *fatto*). Tale registro normativo poco si addice agli obblighi di condotta *in executivis*.

Seguendo la tesi della nullità del contratto, resta poi difficilmente comprensibile il disposto di cui all'art. 39 del Regolamento Consob n. 16190/2007, in forza del quale, nei contratti di *gestione* e di consulenza in materia di investimenti, se, per un verso, prima dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono, (in quell'ottica) a pena di nullità – per la natura collettiva e non individuale dell'interesse tutelato – 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, per altro verso possono anche non procedere alla acquisizione di siffatti dati, sempre che il cliente si sia rifiutato di fornire le informazioni richieste e tale rifiuto risulti dal contratto ovvero da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore.

Lascia perplessi, infatti, l'attribuzione all'investitore, non titolare esclusivo dell'interesse tutelato, della possibilità di consentire omissioni relative a singole regole comportamentali poste a tutela di interessi superiori e quindi estranee al suo potere di disposizione; per contro, la norma riacquista razionalità intrinseca ove ci si sposti dal piano della validità a quello della responsabilità, fermo restando, peraltro, che l'intermediario sarà comunque tenuto a valutare l'adeguatezza dell'operazione proposta, considerando il profilo dell'investitore avente la propensione più bassa.

Infine la scelta della nullità, pur se spinta dall' intenzione di garantire la piena realizzazione degli interessi in gioco, involgenti il singolo contraente e il regolare funzionamento del mercato, potrebbe tuttavia portare nella pratica, se proiettata in via tipica, ad effetti distorsivi del tutto contrastanti con le finalità che la hanno motivata. Va ricordato, infatti, che la declaratoria di nullità prescinde da una valutazione dell'incidenza della condotta illegale sull'assetto di interessi sotteso alla singola negoziazione. Ciò che potrebbe indurre a considerare motivi di nullità omissioni o comportamenti non in linea con le regole di comportamento normativamente imposte, tanto da favorire possibili speculazioni da parte del cliente che, innanzi al *default* del titolo prescelto non dall'intermediario, potrebbe privare di effetti una scelta a monte incauta.

Con la particolarità che, nella specie, mancherebbe una specifica tipizzazione delle ipotesi di nullità, trattandosi di regole di condotta che non consentono una preventiva analitica caratterizzazione normativa, diversamente da quanto la forza del rimedio suggerito sembrerebbe imporre.

#### ***7. (segue): risoluzione del contratto, responsabilità e risarcimento del danno. Profili problematici***

La costruzione del rapporto di investimento nei termini sopra descritti e la collocazione degli obblighi di comportamento nell'ambito della dinamica del rapporto contrattuale consentono ragionevolmente di spostare sul piano dell'inadempimento contrattuale le conseguenze derivanti dalla violazione delle regole di comportamento.

L'applicabilità del rimedio della risoluzione del contratto per inadempimento e del risarcimento del danno (artt. 1218 e 1453 c.c.) impone,

tuttavia, alcune considerazioni preliminari: *in primis*, sotto il profilo oggettivo, l'aggressione riguarderà il contratto di investimento e non anche l'ordine, che (come detto) costituisce solo un momento esecutivo dello stesso e non un autonomo atto negoziale. In secondo luogo, la valutazione circa la gravità dell'inadempimento (art. 1455 c.c.) andrà vagliata tenendo conto della natura degli interessi tutelati, non esclusivamente riconducibili alla sfera soggettiva del singolo investitore.

La risoluzione per inadempimento del contratto di investimento pone il problema della sorte delle singole operazioni che vi hanno dato esecuzione<sup>170</sup>.

Per comprendere le ricadute della risoluzione del contratto quadro sulle singole operazioni negoziali è opportuno distinguere tre ipotesi (che appartengono allo svolgimento fisiologico della contrattazione, salva tuttavia la verifica, come nel caso *del quo*, della conformità dell'operato dell'intermediario rispetto agli interessi e alle indicazioni del cliente):

- a) l'operazione finanziaria è stata conclusa dall'intermediario *in nome proprio*;
- b) l'operazione è conclusa *in nome del cliente* e viene a questi imputata *ex art.* 1388 c.c.;
- c) l'operazione finanziaria è conclusa *direttamente* dal cliente su indicazione dell'intermediario<sup>171</sup>.

---

<sup>170</sup> Si tratta di un profilo problematico che impone una riflessione sull'alternativa rimediabile tra risoluzione e responsabilità: sottolinea Barcellona (*op. cit.*, 53) «questi due rimedi assumono un carattere – per così dire – strabico, a misura che la risoluzione guarda [indietro] al “contratto quadro” mentre il risarcimento guarda, invece, al pregiudizio causato dall'operazione negoziale che vi ha dato (cattiva) esecuzione».

<sup>171</sup> Si tratta, evidentemente, del caso in cui l'intermediario abbia prestato un servizio di consulenza e il cliente sia un operatore professionale.

Nella prima ipotesi, il meccanismo peculiare del mandato senza rappresentanza comporterà l'acquisto, da parte del mandatario, del bene oggetto dell'atto esecutivo. Riconosciuta agli strumenti finanziari natura di beni mobili, il mandatario ne diventerà "automaticamente"<sup>172</sup> proprietario, con conseguente possibilità di tutela della posizione del cliente (mandante) secondo quanto reso possibile dalla previsione dell'art. 1706 c.c. In questo quadro, la risoluzione del contratto di investimento (a monte) – per l'inosservanza degli obblighi di condotta gravanti sull'intermediario – opererà retroattivamente tra le parti (art. 1458 c.c.), determinando così l'eliminazione del mandato a monte. Ciò posto, occorre dunque interrogarsi sulla sorte della singola operazione di investimento: trattandosi di mandato in nome proprio e, quindi, ferme restando le regole operazionali in virtù delle quali l'atto esecutivo è compiuto dal mandatario, il venir meno del mandato rende applicabile il disposto di cui all'art. 1711 c.c., secondo cui l'atto che esorbita il mandato resta a carico del mandatario. Infatti, pur non avendo l'intermediario oltrepassato in senso proprio l'incarico ricevuto, la risoluzione del contratto di investimento produce una situazione assimilabile all'eccesso di mandato: venendo meno l'incarico, l'atto compiuto resterà a carico dell'intermediario che sarebbe tenuto a restituire al cliente le somme utilizzate *ex art.* 2033 c.c. e, ove ne ricorrano i presupposti, a risarcire le spese e il mancato lucro.

Nel caso *sub b)*, l'intermediario agisce in nome del cliente, sicché il meccanismo operativo proprio dell'agire rappresentativo comporterà la produzione immediata degli effetti dell'acquisto compiuto dall'intermediario nella sfera giuridica del cliente rappresentato. In questa ipotesi, la risoluzione

---

<sup>172</sup> Sugli effetti dell'acquisto del bene mobile in capo al mandatario si veda *infra* nota 140.



del contratto di investimento (come conseguenza della violazione degli obblighi gravanti sull'intermediario) non sarà opponibile al terzo con cui l'intermediario ha negoziato, *nomine alieno*, lo strumento finanziario, proprio in applicazione dell'art. 1458 c.c. Pertanto, diversamente dall'ipotesi che precede, l'acquisto compiuto dall'intermediario resterà a carico del cliente, il quale non potrebbe nemmeno invocare il disposto di cui all'art. 1398 c.c., posto che non è in gioco il superamento dei poteri rappresentativi. Conseguenza che l'operazione resterà a carico del risparmiatore, che potrà agire nei confronti dell'intermediario solo per il risarcimento del danno subito in conseguenza della violazione degli obblighi nascenti dal contratto a monte.

Nell'ultima ipotesi, di carattere residuale, al cliente che ha contrattato direttamente con il terzo spetterà solo il risarcimento del danno per inadempimento dell'intermediario degli obblighi derivanti dal contratto quadro.

Appare chiaro, dunque, che il problema della sorte delle singole operazioni esecutive del mandato in ipotesi di risoluzione del contratto di investimento è strettamente legato alla determinazione dei rapporti tra tutela caducatoria e tutela risarcitoria.

Nell'ipotesi *sub a)* il cliente, agendo nei confronti dell'intermediario e ottenendo sia la risoluzione del contratto che il risarcimento del danno, realizzerà il pieno soddisfacimento dei propri interessi. Egli, infatti, sciogliendosi dal contratto di investimento, potrà al contempo sia liberarsi dello strumento finanziario che ottenere il ristoro economico connesso alla condotta negligente dell'intermediario finanziario.

Diversamente, nelle ipotesi *sub* b) e c), la risoluzione del contratto di investimento non rappresenta uno strumento di tutela pienamente soddisfacente per il cliente. La caducazione del contratto di investimento, infatti, lascia impregiudicati gli effetti dell'operazione esecutiva del mandato che, in entrambe le ipotesi e per ragioni differenti, resteranno sempre a lui imputati. In questi casi, quindi, l'unica tutela effettiva per il cliente resterà il risarcimento del danno nei confronti dell'intermediario. Tuttavia, tale tutela risarcitoria non deve essere considerata deteriore rispetto alla tutela caducatoria, se si considera che, in fondo, l'interesse del cliente non è tanto quello di dismettere il titolo quanto quello di ricevere una somma di denaro corrispondente alla differenza tra il valore iniziale del titolo e il suo (minore) controvalore attuale<sup>173</sup>. Peraltro, va ribadito che la pretesa restitutoria del risparmiatore delle somme versate nei titoli investiti non può essere automaticamente legata al meccanismo contemplato dall'art. 1458 c.c., dovendosi ritenere necessaria la prova ulteriore (rispetto alla gravità dell'inadempimento) della sussistenza di un nesso di causalità tra violazione dell'obbligo di informazione e danno da *default*<sup>174</sup>.

Va, dunque, certamente messa fuori campo la responsabilità precontrattuale come conseguenza della violazione delle regole di comportamento. Tale soluzione prescinde da una corretta considerazione dei rapporti intercorrenti tra contratto quadro e i singoli ordini di acquisto: accolta l'idea per cui i singoli ordini di acquisto debbano essere ricondotti nell'ambito delle dichiarazioni di volontà prive di natura negoziale, alla stregua di atti esecutivi posti in essere dal mandatario su incarico del mandante

---

<sup>173</sup> In questi termini Barcellona, *op. cit.*, 54 e ss..

<sup>174</sup> SALANTRO U., *Violazione delle norme di condotta nei contratti di intermediazione finanziaria e tecniche di tutela degli investitori: la prima sezione della corte non decide e rinvia alle sezioni unite*, cit., 1110.

nell'adempimento del contratto, non può poi non evidenziarsi l'assenza di sufficienti spazi per pervenire alla prospettazione della responsabilità precontrattuale, che presuppone la presenza di un accordo tra cliente e intermediario anche con riguardo ai singoli ordini di acquisto.

Seguendo questa impostazione, vengono meno i rilevanti problemi che la disciplina della *culpa in contrahendo* inevitabilmente pone, principalmente legati alla determinazione del danno risarcibile, stante il limite dell'*interesse negativo*. Al riguardo, va ricordata la soluzione offerta dalla sentenza n. 19024 del 2005 della Corte di Cassazione che, in ipotesi di danno derivante da un contratto valido ed efficace ma "sconveniente" per la parte vittima del comportamento sleale, alla stregua della fattispecie prefigurata dall'art. 1440 c.c., aveva ragguagliato il risarcimento del danno al «minor vantaggio o al maggior aggravio economico»<sup>175</sup>, salvo la prova di ulteriori danni. Soluzione non scevra da rilievi critici: invero, l'idea per cui il risarcimento del danno debba corrispondere alla differenza tra le condizioni alle quali il contratto è stato effettivamente concluso e quelle (più favorevoli) alle quali lo stesso sarebbe stato concluso se non fosse intervenuto il comportamento scorretto finisce per garantire al risparmiatore l'integrale pretesa restitutoria, facendo così rientrare dalla finestra ciò che era stato fatto uscire dalla porta (attraverso il rifiuto della tesi della nullità). Il danno non può essere rapportato all'operazione economica interamente considerata, ma deve essere ragguagliata alla singola operazione resa sconveniente dalla violazione della regola di condotta.

---

<sup>175</sup> La configurazione della responsabilità come precontrattuale si scontra col limite dell'*interesse negativo*. La Cassazione parla di un danno ragguagliato al «minor vantaggio o al maggiore aggravio economico», ma non precisa a quale parametro si debba riportare tale minor vantaggio (o maggior aggravio). Il modello preso in considerazione sembra essere quello dell'art. 1440 c.c., ossia quello fondato sulla differenza tra le condizioni alle quali il contratto è stato effettivamente concluso e quelle – più favorevoli – alle quali lo stesso sarebbe stato concluso se non fosse intervenuto il comportamento scorretto. Sulle critiche a questo modello si veda D'AMICO, *La tutela dell'investitore*, cit., 76.

La tesi della responsabilità precontrattuale è stata superata dalla sentenza delle Sezioni Unite del 2007 che, accolta la prospettiva dell'inadempimento e della responsabilità contrattuale, tuttavia, ha attribuito un limitato spazio alla *culpa in contrahendo*. Introdotta la distinzione tra regole di comportamento attinenti alla fase antecedente alla stipulazione del contratto e regole di condotta collocate nella fase successiva alla conclusione del medesimo, la Corte fa conseguire alla violazione delle prime la responsabilità precontrattuale (nelle ipotesi in cui non si configuri l'annullabilità del contratto per vizio del consenso). Soluzione che, secondo le sezioni unite, dovrebbe trovare applicazione in ipotesi di violazione del dovere dell'intermediario di fornire il documento informativo generale e di acquisire le informazioni necessarie in ordine alla situazione finanziaria del cliente.

Orbene, quanto al dovere di fornire il documento informativo generale, va rilevato che esso è contemplato dal Regolamento Consob negli artt. 34 comma 3 e 39 comma ove si specifica che i predetti obblighi informativi devono essere adempiuti prima dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento; con ciò si sposta in avanti il momento in cui vengono prestati tali obblighi, evitando che l'anticipazione alla fase precontrattuale (si veda l'art. 28 del Regolamento n. 11522/1998) possa incidere sulla natura della responsabilità<sup>176</sup>.

Quanto, invece, al dovere di acquisire le informazioni necessarie in ordine alla situazione finanziaria del cliente va detto che esso è previsto dall'art. 21 del Tuf e appare rivolto a tutte le operazioni di investimento che

---

<sup>176</sup> SALANITRO U., *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, cit., 448

dovranno essere compiute dall'intermediario, sicché appare ragionevole che la sua violazione determini responsabilità contrattuale<sup>177</sup>.

La prospettazione in termini di responsabilità contrattuale appare, in conclusione, il rimedio più coerente con le finalità della disciplina dell'intermediazione finanziaria e con la natura del rapporto di intermediazione. Essa, tuttavia, non risolve del tutto i problemi legati alla determinazione del danno risarcibile. Nell'ottica dell'inadempimento la selezione dell'*interesse positivo* meritevole di tutela è operazione complessa che certamente non può risolversi nell'attribuire al risparmiatore più di quanto avrebbe diritto ad ottenere in relazione all'assetto di interesse tipizzato dal contratto di investimento. Così, la pretesa risarcitoria non può avere ad oggetto la valorizzazione dell'investimento effettuato, bensì soltanto la pretesa alla condotta diligente, corretta e trasparente da parte dell'intermediario<sup>178</sup> nel rispetto delle regole di comportamento su di lui gravanti.

---

<sup>177</sup> Id., *op. ult. cit.*, 448

<sup>178</sup> Ma sul punto si rinvia a quanto detto nel cap. II § 4 con riferimento alla prova dell'inadempimento e del nesso di causalità.

## BIBLIOGRAFIA

- ALCARO, *Mandato e attività professionale*, Milano, 1988
- ALPA, *La legge sulle S.I.M. e i contratti con i clienti*, in ID., (a cura di), *I valori mobiliari*, Padova, 1991
- ALPA, *Una nozione pericolosa: il c.d. contratto di investimento*, in ID. (a cura di), *I valori mobiliari*, Padova, 1991, 395
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 4<sup>a</sup> ed., Torino, 2008
- BARBERO, *Il contratto tipo nel diritto italiano*, Milano, 1935
- BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e la responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009
- BAVETTA, *Mandato (negoziò giuridico)*, in *Enc. Dir.*, vol. XXV, Milano, 1975, 358
- BELFIORE A., *La colpa come criterio di responsabilità contrattuale: la nozione*, in *Studium iuris*, 2007, 677
- BELFIORE A., *Onere della prova e responsabilità contrattuale*, in *Annali seminario giuridico*, vol. VIII, 2006-2007, 15
- BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 3<sup>o</sup> ed., 1960
- BIANCA, *Diritto civile*, vol. III, 2<sup>a</sup> ed., Milano, 2000
- BIANCA, *Diritto civile*, vol. IV, Milano, 1990
- BOCHICCHIO, *Sollecitazione al pubblico risparmio. Profili civilistici*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1991, 239
- BORGIOLI, *Società fiduciaria - I) Diritto Commerciale*, in *Enc. giur.*, vol. XXIX, Roma, 1993
- BRAMBILLA, *Società fiduciaria. Gestioni fiduciarie*, in N. Irti (a cura di), *Dizionario di diritto privato*, III, *Diritto commerciale*, Milano, 1981
- CAMPAGNA, *I «negozi di attuazione» e la manifestazione dell'intento negoziale*, Milano, 1958
- CAMPAGNA, *Il problema dell'interposizione di persona*, Milano, 1962

- CANNATA, *Le obbligazioni in generale*, in *Trattato di dir. priv.* diretto da P. Rescigno, vol. 9, 2° ed., 1999
- CANTILLO, *Le obbligazioni*, t. 2°, in *Giur. sist. dir. civ. e comm.* diretta da W. Biagiavi, 1992
- CAPRIGLIONE, *Le gestioni bancarie di patrimoni mobiliari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1987, 265
- CAPRIGLIONE, *Gestioni patrimoniali, asset management, tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2002, I, 443
- CARBONE, *Obbligazioni di mezzi e di risultato tra progetti e tatuaggi*, in *Corr. giur.*, 1997, 5, 552
- CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992
- CARIOTA-FERRARA, *Riflessioni sul contratto normativo*, in *Arch. Giur. «Filippo Serafini»*, 1937, 52
- CASTRONOVO, *Diritto privato generale e diritti secondi. Responsabilità civile e impresa bancaria*, in *Jus*, 1981, 158
- CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 323
- CASTRONOVO, *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Europa e dir. priv.*, 2006, 397
- CHIARON CASONI, *Le società fiduciarie*, Roma, 1990
- COLTRO CAMPI, *Che cosa rimane degli ordini di borsa?*, in *Riv. soc.*, 1992, 640
- COMPORI, *Le società fiduciarie*, in V. Santoro (a cura di), *Le società finanziarie*, Milano, 2000
- COSSU, *Contratti di investimento*, in *Enc. giur.*, X, agg. 2001
- COSSU, *La "gestione di portafogli di investimento" tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002
- COSTI, *Il mercato mobiliare*, 7<sup>a</sup> ed., Torino, 2010
- COSTI e ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.* diretto da G. Cottino, VII, Padova, 2004

- D'AMICO, *La responsabilità ex recepto e la distinzione tra obbligazioni "di mezzi" e obbligazioni "di risultato"*, Napoli, 1999
- D'AMICO, *Ordine pubblico e illiceità contrattuale*, in AA.VV., *illiceità, meritevolezza, nullità*, (a cura di F. Di Marzio), Napoli, 2004
- D'AMICO, *Responsabilità per inadempimento e distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, I, 141
- D'AMICO, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari tra regole di validità e regole di responsabilità*, in AA.VV., *Diritto civile e diritti speciali. Il problema dell'autonomia delle normative di settore* (a cura di) A. Plaia, Milano, 2008
- D'AMICO, *Nullità virtuale – Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in AA.VV. *Le forme della nullità*, (a cura di) S. Pagliantini, Torino, 2009
- DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974
- DE NOVA, *Nuovi contratti*, Torino, 1990
- DEL PRATO, *Autorità indipendenti, norme imperative e diritto dei contratti: spunti*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 515
- DELLA CASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, 1225
- DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale (artt. 1173-1176)*, in *Commentario al codice civile Scialoja Branca* a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1988
- DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 296
- DI ROSA, *Rappresentanza e gestione. Forma giuridica e realtà economica*, Milano, 1997
- DI ROSA, *Il mandato - I - La nozione*, in *I Contratti di collaborazione*, (a cura di) P. Sirena, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno ed E. Gabrielli, volume 16, Torino, 2011
- DRAGHI, *Commento sub art. 46*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento alla direttiva EUROSIM*, a cura di Capriglione, Padova, 1997
- ENRIQUES-VELLA, *Le gestioni mobiliari: profili giuridici, in tendenze e prospettive del risparmio gestito*, Bologna, 1998



- FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, 281
- FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediario al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005, 764
- GABRIELLI E.-LENER R., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E.Gabrielli e R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P.Rescigno e E.Gabrielli, Utet, 2004
- GAGGERO, *Commento alla disciplina dei servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari*, in *Contratti*, 1996, 514
- GAGGERO, *Commento all'art. 24*, in ALPA e CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998
- GALGANO, *I contratti di intermediazione e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. impr.*, 2005, 889
- GALGANO, *L'inadempimento ai doveri dell'intermediario non è, dunque, causa di nullità virtuale*, in *Contr. impr.*, 2006, 579
- GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, *Contr. impr.*, 2008,1
- GENTILI, *Sull'interpretazione dei contratti normativi*, in *Contr. impr.*, 1999, 1162
- GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994
- GUGLIELMETTI, *I contratti normativi*, Padova, 1969
- LENER, *Profili civilistici degli enti di gestione fiduciaria*, in *Foro it.*, 1982, V, 141
- LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, Milano, 1996
- LI CAUSI, *Gli enti di gestione fiduciaria. Origini, caratteri ed evoluzione*, Firenze, 1981
- LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari: profili di tutela civile nei servizi di investimento*, Napoli, 1999
- LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Tratt. Cicu e Messineo*, Milano, 1984
- LUMINOSO, *Contratto di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1422

- LUMINOSO, *Il mandato*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, vol. 12, 2<sup>a</sup> ed., Torino, 2007
- MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002
- MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 575
- MAIO F., *Società fiduciarie e contratto fiduciario*, Milano, 1977
- MAIORCA, *Normativo [contratto]*, in *Dig. Disc. Priv., sez. Civ.*, 1995
- MANGANO, *Contratto di spedizione e tutela del committente*, in *Obbl. e Contr.*, 2009, 784
- MAZZAMUTO, *Il problema della forma nei contratti di intermediazione mobiliare*, in *Contr. e Impr.*, 1994, 37
- MENZIONI, *Obbligazioni "di risultato" ed obbligazioni "di mezzi" (Studio critico)*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, 305
- MESSINEO, *Contratto normativo e contratto tipo*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962
- MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, VIII, 2<sup>a</sup> ed., 1957
- MORELATO, *Violazione di obblighi di informazione e responsabilità dell'intermediario finanziario*, in *Contr. impr.*, 2006, 1616
- NAPOLETANO, *Lo svolgimento dei servizi di investimento*, in *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, 1999
- NICOLUSSI, *Il commiato della giurisprudenza dalla distinzione tra obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi*, in *Europa e diritto privato*, 2006, 781
- NUZZO, *Gestioni personali di portafoglio*, Roma, 1989
- NUZZO, *Società fiduciaria*, in *Enc. Dir.*, vol. XLII, Milano, 1990
- ORESTANO, *Accordo normativo e autonomia negoziale*, Padova, 2000
- PARISI, *LEARNED HAND formula of negligence*, in *Dig. disc. priv. -sez. civ.*, vol. X, Torino, 1993
- PUGLIATTI, *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965

REALMONTE, *Dovere di informazione e responsabilità contrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1994, 617

RESCIGNO, *Obbligazioni (Diritto privato)*, in *Enc. Dir.*, vol. XXIX, Milano, 1979

ROPPO, *Le varie tipologie di conflitto di interessi e i rimedi*, in VISINTINI (a cura di), *Rappresentanza e gestione*, Padova, 1992

ROPPO, *I "nuovi contratti" fra autonomia privata e interventi del legislatore. Note minime*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1992, 3

ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 2005, 896

ROTONDO, *Le società fiduciarie dopo il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria: tra (precaria) continuità e progetti di riforma*», in F. Belli, C.G. Corvese, F. Mazzini (a cura di), *Argomenti di diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Torino, 2000

ROVITO (e PICARDI), in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da G.F. Campobasso, t. I, *sub art. 23*, Torino, 2002

SALANDRA, *Contratti preparatori e contratti di coordinamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1940, 21

SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000

SALANITRO U., *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 432

SALANITRO U., *Violazione delle norme di condotta nei contratti di intermediazione finanziaria e tecniche di tutela degli investitori: la prima sezione della corte non decide e rinvia alle sezioni unite*, 2008, 999

SANTAGATA, *Mandato. Disposizioni generali*, in *Comm. al codice civile*, (a cura di) Scialoja e Branca, Roma-Bologna, 1985

SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1994, 793

SANZO, *Evoluzione normativa in materia di forma degli ordini di borsa: le diverse fasi di un progressivo rigore a tutela dei "consumatori" e della trasparenza del mercato mobiliare*, in *Giur. it.*, 1998, 302

SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2001, 191

SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Discipline e forme di tutela*, Milano, 2004 MANTOVANI, *Le nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto* diretto da Roppo, IV (*Rimedi -1* a cura di Gentili), Milano, 2006

SPADARO, *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, 4, 506

VISENTINI, *Appunti sulle prospettive di riforma delle società fiduciarie*, in *Banche e Bancieri*, 1986

ZACCHEO, *Gestione fiduciaria e disposizione del diritto*, Milano, 1991

ZITIELLO, *La disciplina dei contratti nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, in *Contratti*, 1998, 171