

## **Il valore dell'informazione nella "contrattazione tra ineguali" in materia di investimenti. Riflessioni sulla (presunzione del) nesso di causalità a margine della sentenza Cass. civ. n. 7905/2020**

**di Gianpiero GAUDIOSI\***

**SOMMARIO:** **1.** Tra rigore dei rimedi civilistici e volatilità dei mercati finanziari: i chiaroscuri di un dialogo a due velocità. Brevi cenni introduttivi. **2.** *Bias* cognitivi e debolezza *in contrahendo* degli investitori: il congenito *punctum dolens* dei contratti di intermediazione finanziaria. **3.** Risvolti applicativi dell'inquadramento giuridico del contratto al cospetto della dialettica tra tesi unitaria e tesi binaria. **4.** L'intrinseca valenza degli obblighi informativi quale strumento principe di correzione delle asimmetrie contrattuali. **5.** Inadempimento ai doveri comportamentali dell'intermediario: quali le sorti del contratto? **6.** L'irrilevanza della profilatura del cliente in termini di "elevata propensione al rischio" agli effetti della prova del nesso causale. **7.** Cass. civ. n. 7905/2020: lo stato dell'arte in punto di causalità. **8.** Spunti conclusivi sulla rilettura in chiave oggettiva della responsabilità dell'intermediario finanziario.

**ABSTRACT:** *The following research paper aims to critically explain the evolutionary stages of a widespread and steady process of "juridification" of information, raised as a correction tool of the starting lower contractual power suffered by the clients in their dealings with banks, within the fast-moving and unplanned landscape of investment services. Particularly, by making use of interpretation keys given by the civil code and the national regulation on financial brokerage (Testo unico della finanza, known as "T.U.F."), the survey deepens (as from paragraph 6) the state-of-the-art about the study on existing nexus between the non-fulfilment of mandatory disclosures by the financial broker and the losses sustained by investors. Finally, a great attention is drawn to grounds supported by one of the latest judgment of the Supreme Court of Cassation (decision n. 7905/2020, as from paragraph 7), affirming again the burden on banking professionals to overcome the legal presumption of existence of the causal link.*

---

\* Dottore in giurisprudenza presso l'Università L.U.I.S.S. Guido Carli; già tirocinante ex art. 73 D.L. n. 69/2013 presso il Tribunale Ordinario di Roma – settore Civile.

## **1. Tra rigore dei rimedi civilistici e volatilità dei mercati finanziari: i chiaroscuri di un dialogo a due velocità. Brevi cenni introduttivi.**

Le criticità che si celano dietro lo studio civilistico della responsabilità degli intermediari finanziari trovano una soluzione soltanto parziale nella emblematica visione compromissoria di cui è portatrice la normativa in materia. Lungi dal rischio di incorrere in indebite generalizzazioni, si può ritenere che il mercato bancario-finanziario rappresenti, ad oggi, una tra le aree maggiormente pervase dal costante ed instancabile tentativo del Legislatore di perimetrare l'attività di settore, riconducendola entro confini normativamente predefiniti *ex ante*. Senonché, come evidenziato da autorevole letteratura specialistica, le acclerate imprevedibilità e instabilità che connotano le dinamiche sottese alla prestazione dei servizi di intermediazione non rendono auspicabile, quanto meno nel breve periodo, il raggiungimento di risultati soddisfacenti. Da una visione d'insieme dell'odierna architettura ordinamentale nazionale, che come noto non può che apprezzarsi in un rapporto di stretta sinergia e integrazione con quella unionale, emerge chiaramente un approccio proteso a definire, orientare e correggere gli abusi perpetrati dagli operatori del comparto tramite il "forzato" adattamento degli stessi agli schemi rimediali ed ai canoni prototipici conati dal diritto civile. Il rischio – tutt'altro che infrequente agli esiti di una tale opera di "ingabbiamento" dei comportamenti antidoverosi all'interno di istituti, spesso peraltro, dalla labile duttilità – è quello di acuire, anziché minimizzare, le incertezze interpretative e i vuoti di tutela sofferti dalla parte che – per l'intera durata del rapporto contrattuale e, in special modo, nella sua fase genetica – occupa una posizione di fisiologica vulnerabilità. A tal proposito, prima di addentrarsi nella disamina dei risvolti civilistici sottesi all'erogazione dei servizi di investimento, è indispensabile premettere che soltanto la comprensione della peculiare cornice mercatuale nella quale vengono ad inquadrarsi dette operazioni negoziali – contraddistinta da un'intrinseca dinamicità ed esposta a continui cambiamenti – può offrire gli strumenti adeguati per cogliere le ragioni giustificative dei recenti interventi normativi e degli approdi raggiunti in sede giurisprudenziale.

## **2. *Bias* cognitivi e debolezza *in contrahendo* degli investitori: il congenito *punctum dolens* dei contratti di intermediazione finanziaria.**

L'esercizio professionale dell'attività di intermediazione mobiliare, e con esso la relativa disciplina civilistica, sono stati, in anni recenti, inevitabilmente condizionati dai residui della crisi endemica abbattutasi sul settore finanziario nel

2008, cui le istituzioni pubbliche hanno reagito impartendo stringenti requisiti di liquidità e di credito. Detta crisi, nel contempo, ha finito per minare la fiducia individuale e dunque la stessa propensione del piccolo investitore non professionale al rischio di investimento del proprio danaro in prodotti finanziari. Tuttavia, quella che gli economisti sogliono definire come "posizione di equilibrio" del cliente-investitore non dipende unicamente da scelte autonome ma è influenzata, per così dire, dalla intermediazione svolta da controparti qualificate. Com'è evidente, tale rapporto biunivoco sconta un *deficit* di simmetria e di paritarietà tra le rispettive posizioni contrattuali, dal momento che i cennati contraenti occupano piani cognitivamente sproporzionati tra loro, ovverosia connotati da un *gap* di conoscenze tale per cui – ove tale divario non fosse stato colmato attraverso interventi all'uopo programmati dal legislatore – il negozio, così perfezionatosi, sarebbe risultato irrimediabilmente affetto da vizi congeniti. In via del tutto preliminare, nell'ottica di stemperare l'endemica rischiosità che accomuna le pattuizioni intercorrenti tra intermediari e investitori e di correggerne i tipici disequilibri negoziali che mal si conciliano con la fondamentale tutela del risparmio consacrata *ex art.* 47 Cost., la "mano riequilibratrice" dei Legislatori, nazionale ed eurounitario, ha approntato un insieme di regole la cui *ratio* sembrerebbe mutuare la propria logica cautelar-protettiva del contraente – svantaggiato dal punto di vista conoscitivo – dalla contigua disciplina consumeristica<sup>1</sup>. Pertanto, gli interventi in parola, permeati – secondo alcuni autori – di uno spirito del legislatore che a tratti potrebbe definirsi «*paternalistico*»<sup>2</sup>, apportano ai contratti d'investimento dei correttivi essenzialmente orientati a conferire rilievo prioritario all'informazione, nonché agli oneri ad essa correlati e incombenti sul contraente "forte", nel momento prodromico all'estrinsecarsi del rapporto contrattuale sì come nella fase esecutiva *stricto sensu* intesa. Certamente tali intenti normativi sono

---

<sup>1</sup> A proposito della c.d. "tracimazione delle regole consumeristiche" cfr. G. GRISI, *Informazione (obblighi di)*, in *Enc. Dir., Annali*, IV, Milano, 2011. Secondo questa prospettiva, l'autore osserva: «La riconduzione dell'asimmetria informativa nell'alveo della patologia del mercato ha, quasi fatalmente, alimentato la tendenza ad estendere la portata operativa di logiche emergenti dalla normativa consumeristica oltre i confini di quest'ultima. Ne è scaturita una sorta di contaminazione della materia del contratto nella sua ampia accezione, con effetti molteplici e tutt'altro che trascurabili: può, infatti, inquadrarsi in questo contesto l'elaborazione di concetti e categorie nuovi per consentire l'accesso a misure correttive, rectius per giustificare l'intervento del giudice nell'equilibrio normativo ed economico del contratto».

<sup>2</sup> A proposito della politica di tutela paternalistica del contraente debole, il riferimento è a F. GRECO, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Resp. civ. e previdenza*, 2017, pp. 412 ss.

perfettamente allineati con la vigente economia di mercato, attraversata da flussi costanti di dati e informazioni suscettive di assurgere a vere e proprie risorse<sup>3</sup>; talché, soltanto una completa fruizione ed il conseguenziale sfruttamento competitivo delle stesse potrebbero garantire agli operatori economici una permanenza scevra di perdite economiche in quel dato mercato. Tale ragionamento si attaglierebbe, *a fortiori*, ad uno scenario criptico qual è quello dei mercati finanziari, presso i cui agenti (*sub specie* di investitori) sono spesso collocati strumenti finanziari particolarmente complessi. In tal contesto, dunque, la conoscenza delle informazioni rilevanti assumerebbe un valore intrinseco, in quanto concepita in chiave di bene giuridico meritevole di tutela. Alla carenza o totale assenza di essa in capo al contraente "debole" fa da contraltare l'imposizione di un sacrificio alle ragioni della parte che, detenendola, potrebbe invece abusare del "vantaggio informativo" in danno della controparte. Dall'analisi normativa si evince, inoltre, che una tutela siffatta è compendiabile, sul piano sostanziale, in una serie di obblighi informativi, al contempo attuativi dei generali principi di trasparenza e di solidarietà contrattuale (quest'ultimo sancito *ex art. 2 Cost.*) e, sul piano processuale, in una distribuzione dell'onere probatorio, nei giudizi di responsabilità, particolarmente vantaggiosa per il contraente che soffre un'ontologica condizione negoziale di inferiorità *ab origine*. Nella prospettiva di riequilibrare le descritte posizioni contrattuali asimmetriche e allo scopo di proteggere lo specifico interesse della parte "debole" del rapporto, accanto alle già enunciate guarentigie, è stata recuperata anche in dottrina la concezione fondata sul c.d. "neoformalismo" o "formalismo negoziale". In proposito, in alcuni arresti piuttosto recenti, i giudici di legittimità discorrono anche della c.d. «*forma informativa*»<sup>4</sup>, proprio per accentuare l'attitudine della prescrizione formale, specie con riferimento ai nuovi fenomeni contrattuali, ad assolvere non soltanto la tradizionale funzione di manifestazione della volontà, ma anche un più pregnante ruolo di "veicolo" di corretta trasmissione delle informazioni al risparmiatore, in vista dell'obiettivo di garantire la raccolta di un suo consenso consapevole e adeguatamente ponderato (c.d. consenso

---

<sup>3</sup> tanto da meritare l'etichetta di "economie della conoscenza"; nello stesso senso si v. anche F. GRECO – M. LECCI, *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi*, in *Responsabilità civile e previdenza*, III, 2018, pp. 755 ss.

<sup>4</sup> Il riferimento è, *ex plurimis*, alla sentenza della Cass. civ., sez. I, 27 aprile 2017, n. 10447, a proposito della rimessione alle SS.UU. della questione relativa al carattere obbligatorio della sottoscrizione del contratto quadro di negoziazione di strumenti finanziari (nei confronti dell'investitore richiesta *ad substantiam*), anche da parte dell'intermediario finanziario.

informato)<sup>5</sup>. Tutto ciò premesso, le pagine che seguono approfondiscono nel merito le questioni sin qui sommariamente tratteggiate, dedicando particolare attenzione anche alla recentissima pronuncia della Cassazione civile del 17 aprile 2020, n. 7905. Sempre in via preliminare, però, è opportuno sottolineare, come si vedrà anche nel corso della trattazione, che la valorizzazione della conoscenza, quale strumento rimediabile utile a fronteggiare la succitata “atrofia conoscitiva” patita dal cliente-investitore, attraverso l’imposizione al professionista – dotato di competenze settoriali (*i.e.* intermediario) – dell’unico dovere di rendere edotto il *partner* precontrattuale dei dati da lui solo posseduti e rilevanti ai fini della stipulazione, costituisce in realtà un mero “palliativo”, inidoneo di per sé solo a ricondurre ad equità il rapporto e ad assicurare a pieno il diritto all’autodeterminazione del cliente nell’ottica di investire fruttuosamente i suoi risparmi.

### **3. Risvolti applicativi dell’inquadramento giuridico del contratto al cospetto della dialettica tra tesi unitaria e tesi binaria.**

Sulla scorta di quanto premesso, la “componente atomistica” dei mercati finanziari, vale a dire il contratto di investimento, risulta inquadrabile nel più ampio *genus* dei negozi giuridici accomunati dal coinvolgimento di una coppia di soggetti appartenenti a categorie socio-economiche dotate di un *background* conoscitivo eterogeneo e, perciò, dislocati in posizione di costante squilibrio contrattuale. Un’importanza certo non deteriore recano le indicazioni finalizzate a metterne in luce l’altrettanto peculiare “veste strutturale”. Difatti, il profilo connotante la complessa struttura dei contratti *de quibus*, che sarebbe preferibile indicare come contratti di intermediazione finanziaria, oppure – secondo la denominazione fatta propria dal d.lgs. n. 58/1998 o testo unico della finanza (d’ora innanzi, t.u.f.) – come «contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento», contribuisce a cogliere le linee programmatiche che scandiscono il ragionamento seguito dai giudici di legittimità. Prima di procedere ad un’approfondita disamina circa le diverse soluzioni che dottrina e giurisprudenza hanno prospettato, in anni recenti, in punto di tecniche rimediabili di impronta civilistica preordinate a proteggere l’investitore e gestire il rischio sistemico di vizi originati dai modelli di distribuzione degli strumenti finanziari, è opportuno premettere che l’erogazione dei servizi d’investimento si snoda

---

<sup>5</sup> Sul punto, si rinvia a R. GALLI, *Appendice di aggiornamento al Nuovo corso di diritto civile e al Nuovo corso di diritto penale*, 2018, CEDAM, pp. 153 ss.

attraverso due fasi distinte<sup>6</sup>. Tant'è vero che nell'ambito delle negoziazioni banca-cliente è invalsa l'espressione, da parte di alcuni autori, secondo cui ricorrerebbe una «*struttura contrattuale a doppio livello*»<sup>7</sup>. Orbene, com'è noto, la prima di tali fasi culmina nella stipula di un apposito contratto-base, relativo alla prestazione dei servizi d'intermediazione, che nella terminologia finanziaria assume il nome di contratto-quadro (detto anche *master agreement*), intercorrente tra l'intermediario finanziario e l'investitore. Il contratto in questione rinviene la propria disciplina nell'art. 23 del t.u.f.<sup>8</sup>, norma che dalla sua stipula fa dipendere la validità dell'intero rapporto negoziale. Nello stesso contratto-quadro sono regolati i servizi forniti e le loro caratteristiche, la durata del rapporto, le modalità di rinnovo o di modifica del suo contenuto, le modalità con le quali il cliente impartisce ordini o istruzioni all'intermediario, la frequenza, il tipo ed i contenuti della documentazione di rendiconto dell'attività svolta dal professionista<sup>9</sup>. A sua volta, da esso origina un coacervo di successive possibili

---

<sup>6</sup> Ed è proprio in virtù di tale caratteristica conformazione strutturale che si coglie, altresì, il carattere improprio che verrebbe ad assumere la richiamata terminologia "contratto di investimento", d'uso corrente nella prassi.

<sup>7</sup> Così V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 6, pp. 604 ss.

<sup>8</sup> Detta norma, al comma 3, prescrive l'osservanza della forma scritta ai fini della valida stipulazione del contratto di intermediazione finanziaria. Si tratta, nello specifico, di un'ipotesi di nullità relativa che, come tale, può essere fatta valere esclusivamente dal cliente. Or dunque, alcuni autori ritengono si tratti di vera e propria ipotesi di nullità di protezione, potendo quest'ultima andare solamente a danno e non a vantaggio dell'investitore. Su tale aspetto si rinvia a A. TUCCI, *Tipicità dei contratti di investimento e disciplina codicistica*, a cura di F. CAPRIGLIONE, *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, pp. 90-91. Lo stesso obbligo di forma scritta, invero, non ricorrerebbe con riferimento agli ordini di borsa, con riguardo ai quali l'art. 37 del regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, a cui rinvia l'art. 23 T.U.F., stabilisce che le parti possono indicare, in sede di contratto, «*le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni*». Da ciò, si trae conferma che la prescrizione della forma scritta, per i singoli ordini, non sia imposta dalla legge, ma sia lasciata all'autonomia privata dei contraenti in sede di pattuizione del contratto-quadro. Sul carattere relativo della nullità per difetto di forma viene in rilievo altresì la recente Cass. civ., SS.UU., 4 novembre 2019, n. 28314, con nota di S. PAGLIANTINI, *Le stagioni della nullità selettiva (e del "di protezione")*, in *i Contratti*, I, 2020, pp. 18 ss. Nella pronuncia *de qua*, le Sezioni Unite – al cui esame la questione era sottoposta in ragione del riscontrato contrasto di giurisprudenza tra le sezioni semplici – ribadisce che «anche in relazione al D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 23, comma 3, il regime giuridico delle nullità di protezione opera sul piano della legittimazione processuale e degli effetti sostanziali esclusivamente a favore dell'investitore, in deroga agli artt. 1421 e 1422 c.c.», precisando però che «quando l'azione di nullità, utilizzata, come nella specie, in forma selettiva, determini esclusivamente un sacrificio economico sproporzionato nell'altra parte. (...) l'intermediario può opporre all'investitore un'eccezione, qualificabile come di buona fede, idonea a paralizzare gli effetti restitutori dell'azione di nullità selettiva proposta soltanto in relazione ad alcuni ordini (...) nei limiti del petitum azionato».

<sup>9</sup> Trattasi del c.d. contenuto minimo del contratto-quadro, prescritto – a pena di nullità – dalla legge. Sebbene i predetti requisiti di contenuto non risultino dal cit. d.lgs. n. 58/98, cionondimeno

attività negoziali, in cui si estrinseca l'espletamento dei servizi di investimento. Difatti, a valle del contratto così nominato e all'interno della cornice di regole dal medesimo delineate si inserisce la seconda fase, intimamente collegata alla prima. Tale fase è protesa, come accennato, alla negoziazione dei singoli ordini di acquisto od esecuzione, forniti di pura valenza esecutiva e sprovvisti di una loro disciplina legislativa. Quindi, nel corso del secondo momento genetico di cui si compone il rapporto negoziale *de quo*, il cliente impartirà all'intermediario, con il quale ha precedentemente concluso il contratto-quadro, l'ordine di attuare delle operazioni economiche di compravendita di prodotti finanziari. Ciò posto, si evince chiaramente come nell'ambito di un rapporto continuativo di prestazione di servizi di intermediazione vengano a configurarsi molteplici rapporti negoziali. Pertanto, l'agente intermediario assume l'onere di garantire al cliente-investitore l'esistenza e la validità di ciascuno di essi, a fronte di anomalie suscettive di travolgere tanto il contratto-quadro, quanto i successivi ordini di investimento. A tal proposito, rivestono notevole rilievo pratico – attesi i riflessi che importano sul piano della tutela processuale del contraente "debole" – le riflessioni avvicendatesi in tema di inquadramento, entro categorie civilistiche, della natura del citato "*master agreement*" e dei susseguenti ordini di acquisto. Tali riflessioni hanno certamente contribuito ad alimentare un frastagliato e imponente dibattito a più voci il quale vede, tuttavia, ancora oggi oggetto di contrasti la questione inerente ai rapporti che intercorrono tra i due segmenti negoziali. Le tesi enunciate sono essenzialmente compendiabili in due filoni interpretativi. Il primo indirizzo ricostruisce in chiave sostanzialmente unitaria il rapporto, accostando il contratto d'intermediazione mobiliare al mandato<sup>10</sup>. Si tratterebbe invero di un mandato generale (senza rappresentanza) a negoziare strumenti finanziari, nel cui schema l'investitore – in veste di mandante – rivolge al professionista-mandatario ordini di

---

– osservano i giudici – «*devono essere ricavati dalla normativa secondaria, vale a dire dai regolamenti emanati dalla Consob, delegata a disciplinare l'esercizio dell'attività di intermediazione*». In tal senso, cfr. Trib. di Mantova, 26 luglio 2017, n. 754.

<sup>10</sup> È la nota posizione sulla quale si è attestata autorevole dottrina; in questo senso cfr. F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. e impr.*, 2005, III, pp. 889 ss. In proposito, si veda anche F. GALGANO e N. ZORZI, *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore* in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* XLIII, a cura di F. GALGANO e G. VISINTINI, Milano, 2006, passim. Più precisamente, secondo l'autorevole dottrina in commento, la banca acquisterebbe per ordine del cliente, ma in nome proprio, per poi ritrasferire a quest'ultimo gli strumenti finanziari acquistati; cosicché si ritiene che gli ordini non si concretizzerebbero in veri e propri contratti traslativi dotati di una propria autonoma causa, piuttosto esprimendo semplicemente la causa che è propria dello stesso contratto di intermediazione "a monte".

investimento/disinvestimento<sup>11</sup>. Questi ultimi, benché possano consistere in atti aventi natura negoziale<sup>12</sup>, individuano il momento adempitivo degli obblighi contrattualmente assunti con la stipulazione del contratto-quadro e perciò (secondo la tesi più ortodossa) sarebbero assimilabili, quali manifestazioni unilaterali di volontà, alle istruzioni di cui contiene un riferimento l'art. 1711 c.c. Questo è d'altronde l'orientamento sposato, sin dal 2007, con le note pronunce gemelle rese a Sezioni Unite dalla Corte di Cassazione<sup>13</sup>, che sulla base di un così definibile "mandato di investimento" ha enucleato poi un insieme di diritti ed obblighi reciproci, a proposito dei quali si dirà più avanti. A tale esegesi si giustappone la ricostruzione c.d. binaria del rapporto negoziale. Una tesi siffatta qualifica, invece, il contratto-quadro alla stregua di un mero "accordo normativo" che, pur recando la disciplina dei futuri contratti (gli ordini di acquisto, di cui sopra), non farebbe sorgere in capo ai paciscenti alcun obbligo relativamente alla conclusione degli stessi. Perciò, gli ordini dati dal risparmiatore danno vita a veri e propri contratti (*sub specie* di mandati ad acquistare o vendere titoli), autonomi rispetto all'accordo in precedenza pattuito e posto a base degli stessi. Tali peculiari figure contrattuali, osserva certa dottrina<sup>14</sup>, si perfezionerebbero *ex art.* 1327 c.c., ossia nel tempo e nel luogo in cui abbia avuto inizio l'esecuzione. Tra quanti propendono per la dogmatica dualista vi è chi ha inoltre ipotizzato che tra l'accordo-base e gli ordini di investimento possa ricorrere un rapporto di presupposizione, sintomatico di un collegamento negoziale c.d. unilaterale. Ciò comporterebbe che – essendo gli ordini posti in rapporto di dipendenza funzionale rispetto al contratto-quadro – lì dove quest'ultimo dovesse venir meno, i primi sarebbero radicalmente nulli difettandone la

---

11 In questa prospettiva, certa dottrina si è spinta oltre, assimilando il contratto-quadro ad altro tipico contratto bancario, ovverosia il contratto di conto corrente disciplinato *ex art.* 1823 c.c. e concepito dalla dottrina maggioritaria quale figura negoziale mista, riassumendo in sé aspetti del conto corrente e del mandato. Cfr. in particolare F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. e impr.*, 2008, pp. 1 ss.

12 La tesi che nega che sia da riconoscersi natura negoziale ai c.d. ordini di borsa è ritenuta preferibile da F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, p. 7.

13 Il riferimento è a S.U. civ. 2007, nn. 26724-5. Si v. in particolare Cass., SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *il Corriere giuridico*, 2008, II, p. 223, con nota di V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra regole di comportamento e regole di invalidità*.

14 «In sostanza, l'investitore comunica l'ordine e la banca esegue (senza bisogno di accettazione)». In proposito, viene in rilievo un'ipotesi di accettazione mediante c.d. comportamento concludente. Sul punto, si rinvia a F. IUDICA, *Op. cit.*, pp. 8-15.



giustificazione causale<sup>15</sup>. Resta fuori dalla cennata dicotomia, la quale aiuta a semplificare notevolmente gli approdi dottrinali in materia, la tesi trifasica avallata da un certo indirizzo decisamente minoritario<sup>16</sup>. Come anticipato in apertura di questo paragrafo, l'opzione per l'uno o per l'altro dei percorsi teorico-dogmatici suesposti riveste un'importanza sostanziale giacché la scelta si riverbera inevitabilmente, oltretutto sul possibile contegno processuale tenuto dalle parti, anche sulle *chances* rimediali a disposizione dell'investitore. Brevemente, accedendo alla tesi della natura contrattuale del "*master agreement*", la "scure" della nullità che dovesse abbattersi su di esso travolgerebbe "a cascata" anche i conseguenti atti esecutivi. Questi ultimi – risultando, di conseguenza, destituiti del relativo fondamento causale – si profilerebbero quali spostamenti patrimoniali ingiustificati e in quanto tali, a loro volta, affetti dalla medesima patologia che inficia il contratto-quadro. Da tale assunto discenderebbe, quale logico corollario, il carattere del tutto superfluo delle doglianze formulate rispetto ai singoli ordini di esecuzione che, come visto, non assumono autonoma dignità negoziale. In altri termini, sarebbe sufficiente indirizzare il "meccanismo demolitorio" innescato dall'azione di nullità, ex art. 1421 c.c., unicamente contro il contratto di mandato, ciò ingenerando il crollo dell'intero "edificio negoziale", coerentemente con il pensiero condiviso dai fautori della tesi monista. Cionondimeno, qualificandosi come indebiti indistintamente tutti gli spostamenti di ricchezza che abbiano formato oggetto degli investimenti compiuti dal risparmiatore attraverso l'acquisto di prodotti finanziari, saranno perciò assoggettabili a ripetizione anche le somme impiegate in operazioni poi rivelatesi fruttifere e, dunque, tutt'altro che sgradite al cliente<sup>17</sup>. Un sì chiaro inconveniente – secondo taluni, ai limiti del paradosso –

---

<sup>15</sup> Secondo l'applicazione del principio generale del *simul stabunt, simul cadent*. A proposito della tesi del collegamento negoziale si veda, in particolare, S. PAGLIANTINI, *Usi (ed abusi) di una concezione teleologica della forma: a proposito dei contratti bancari c.d. monofirma (tra legalità del caso e creatività giurisprudenziale)*, in *Contr.*, 2017, 6, pp. 679 ss.

<sup>16</sup> A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 32. In particolare, l'A. critica le predette tesi sul presupposto che le stesse trascurano il dato inerente la cooperazione offerta dall'intermediario al cliente, in sede di scelta del singolo investimento da compiere.

<sup>17</sup> Ove la declaratoria di inefficacia del contratto-quadro dovesse travolgere, conformemente con la tesi unitaria, anche quegli ordini di investimento che abbiano avuto un esito fausto per il cliente cfr. con lo specifico approfondimento de S. PAGLIANTINI, *Neoformalismo contrattuale*, in *Enc. dir., Annali*, III, Milano, 2011, pp. 982 ss., il quale ipotizza l'esperibilità da parte dell'intermediario di un'apposita domanda riconvenzionale volta ad ottenere la restituzione, in questo caso, delle poste attive acquisite al patrimonio del risparmiatore per effetto di un investimento poi colpito da nullità "derivata".

concretantesi nella paralisi dell'interesse del cliente ad eccepire la nullità del contratto-quadro (derivante, ad esempio, da vizi di forma *ex art. 23 cit.*), secondo una "logica salvifica" degli effetti patrimonialmente favorevoli apportati dagli investimenti susseguenti, *a contrario*, sembrerebbe assente nella diversa ipotesi in cui si decidesse di aderire alla seconda teoria, *ut supra* illustrata. Difatti, prediligendo l'impostazione ricostruttiva antitetica alla prima e fondata sul c.d. contratto-normativo – che autorevole dottrina, con ulteriore sforzo esplicativo, ha qualificato come «*strumento di secondo grado*»<sup>18</sup> – si conferisce alla parte debole del rapporto la facoltà di "parcellizzare" la causa di nullità, facendola valere – secondo la propria convenienza – soltanto con riferimento agli ordini di investimento/disinvestimento con esito negativo. Per il vero, neppure un siffatto parametro "opportunistico" di valutazione delle scelte rimediali è andato esente da critiche. Si ritiene che l'opportunità conferita al risparmiatore di selezionare – quali oggetto di contestazione in via separata rispetto all'impugnativa del contratto-quadro – soltanto determinati ordini di borsa, conformemente alla tesi che riconosce loro autonomo valore negoziale, aprirebbe la strada a prevedibili abusi delle strategie difensive. Così facendo, l'investitore sarebbe posto in una condizione a lui sì favorevole da consentirgli di piegare la disciplina della ripetizione dell'indebito in funzione di puri calcoli utilitaristici<sup>19</sup>, tanto da sollevare dubbi in merito alla correttezza di simili iniziative ed al rispetto del principio di buona fede contrattuale *ex artt. 1175 e 1375 c.c.*; ciò tanto più se il contratto a monte difetti dei requisiti di forma prescritti, a pena di nullità *ex art. 23 t.u.f.*, da cui seguirebbe la nullità, indistintamente, di tutti gli ordini a valle, difettando l'accordo-base<sup>20</sup>. Malgrado le inevase perplessità ampiamente descritte, in tempi

---

<sup>18</sup> perché differentemente dal contratto ordinario, non «*provvede direttamente e concretamente a dare assetto a interessi patrimoniali delle parti*», così F. MESSINEO, voce *Contratto normativo*, in *Enc. dir.*, vol. X, Milano, 1962, pp. 117 ss. Sul punto, merita un accenno il chiarimento reso da illustri teorici sul *discrimen* corrente tra contratto normativo e preliminare. Come si è giustamente osservato, entrambi i contratti ricadrebbero nella categoria dei negozi preparatori. Tuttavia, è opportuno rammentare che in virtù del contratto-normativo, in quanto semplice mezzo di predisposizione della disciplina di (altri) futuri contratti, le parti si obbligano soltanto a conformarsi alle regole ivi dettate in ipotesi di successive eventuali contrattazioni tra le stesse. Non si vincolano, invece, a contrarre ulteriormente, sicché la mancanza di pattuizioni non configurerebbe un'ipotesi di responsabilità da inadempimento contrattuale né varrebbe a giustificare il ricorso della controparte al rimedio di cui all'art. 2932 c.c. Per un maggiore approfondimento della questione, si rinvia al testo di C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. 3, Milano, 2000, pp. 37-38.

<sup>19</sup> tesi ad escludere iniziative processuali in relazione a quegli unici strumenti finanziari dai cui frutti e valore residuo il cliente abbia ricavato un utile, rispetto al capitale originariamente investito per l'acquisto o vendita dello stesso.

<sup>20</sup> In merito alla dibattuta questione relativa alla c.d. "nullità selettiva" del contratto quadro, nel silenzio della legge, è di particolare interesse il dibattito dottrinale e giurisprudenziale ampiamente

recenti e in più occasioni, i giudici di Piazza Cavour – operando un *revirement* rispetto al granitico orientamento che era venuto consolidandosi, in passato, all’esito delle menzionate sentenze, pronunciate nel 2007 dal Supremo organo nomofilattico – si sono mostrati propensi a riconoscere l’autonoma risolvibilità dei singoli ordini di investimento<sup>21</sup>. Nel dettaglio, si segnalano una serie di decisioni relative all’inadempimento dell’intermediario ai propri obblighi informativi imposti dalla normativa di legge e di regolamento Consob, nel merito dei quali ci si addenterà a breve. Con tali arresti, i giudici di legittimità hanno rimarcato come la fase consecutiva dei singoli ordini di acquisto non andrebbe relegata entro gli angusti spazi definitivi della mera esecuzione “meccanica e ripetitiva” del rapporto. Invero, l’avviso della Cassazione è stato quello secondo cui, piuttosto, si tratterebbe di una fase realmente decisionale dell’attività di investimento e, come tale, nucleo portante di quest’ultima<sup>22</sup>. Tale ragionamento è valso a convincere gli stessi giudici della natura propriamente negoziale degli stessi, superando i limiti della sopra richiamata tesi unitaria. Muovendo da tali assunti, l’opinione giurisprudenziale maggioritaria è oggi nel senso che l’investitore possa agire per la risoluzione degli ordini di acquisto, singolarmente e autonomamente considerati, purché l’inadempimento posto in essere dall’intermediario non sia di scarsa importanza. E in proposito gli Ermellini hanno chiarito, ancora, che «*il buon esito dell’investimento non elimina l’eventuale*

---

sviluppato a partire dalla nota pronuncia della Cass. 25 gennaio 2018, n. 1869 in *I nuovi orientamenti della Cassazione civile*, 2019, VII, pp. 446 ss. con nota di A. DALMARTELLO, *L’uso selettivo della nullità nei contratti di intermediazione finanziaria al vaglio delle Sezioni Unite*. Sulla questione, v. diffusamente RORDORF, *Buona fede e nullità selettiva nei contratti d’investimento finanziario*, in *Questione giustizia*, 2020.

<sup>21</sup> In questo senso, fra tutte, cfr. con Cass. Civ., sez. I, 23 maggio 2017, n. 12937, in *il Corriere giuridico* 2018, VI, con la quale i giudici del Collegio ammettono di propendere per la scelta di dare continuità al consolidato indirizzo dell’autonoma risolvibilità ponendo a sostegno, in particolare modo, il seguente ragionamento: «*tale possibilità non deriva - è importante osservare qui - dalla sussistenza di una speciale normativa di protezione dell’investitore o di favore per il medesimo. Discende, piuttosto, da un’indicazione che trova la sua fonte di base nelle regole proprie del comune diritto contrattuale. Nei rapporti contrattuali di carattere complesso, con prestazioni dotate di individualità funzionale e/o giuridica o comunque con prestazioni non intrinsecamente inscindibili, l’inadempimento di una delle prestazioni o di una parte delle prestazioni ben può non venire a incidere sull’interesse del contraente non inadempiente a conservare le utilità che il relativo contratto gli ha già procurato o che comunque è idoneo a procurargli*» (p. 774).

<sup>22</sup> In proposito, scrivono i giudici di Cassazione, «*ché qui si concentrano, in particolare, la decisione relativa allo strumento finanziario in cui nel concreto investire; quella inerente alla misura di concreto investimento nello stesso; come pure quella relativa alla scelta dello specifico momento in cui si viene a dare vita reale all’investimento: è qui che si valuta, nel dettaglio, l’opportunità delle condizioni che il mercato offre in quel dato segmento temporale*» cfr. Cass. civ., Sez. I, 23 maggio 2017, cit., pp. 773 ss.

*inadempimento dell'intermediario, limitandosi a escludere solo la produzione effettiva di un danno patrimoniale»<sup>23</sup>. Partendo da siffatte indefettibili premesse, il prosieguito dello studio investe il cuore della presente indagine, scendendo nel merito delle innumerevoli implicazioni civilistiche riconducibili alla violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari finanziari. Nel dettaglio, in questa precisa sede ci si soffermerà – come anticipato – sugli aspetti relativi agli obblighi informativi incombenti sulla banca intermediaria, tralasciando invece lo studio dei vizi che concernono la forma dei contratti *de quibus*.*

#### **4. L'intrinseca valenza degli obblighi informativi quale strumento principe di correzione delle asimmetrie contrattuali.**

Secondo consuetudine linguistica ormai diffusa, il paradigmatico sintagma "risparmio tradito" costituisce l'espressione che racchiude in sé l'ingente mole di contenzioso venuto sedimentandosi nel corso dell'ultimo ventennio in dipendenza della sottoscrizione di strumenti finanziari ad alto rischio. È d'uopo evidenziare che – nell'ambito del peculiare filone giurisprudenziale che rinviene la propria scaturigine nella contrattualistica bancario-finanziaria – ha assunto un peso nevralgico l'accertamento giudiziale di sviluppi patologici nel rapporto negoziale che, il più delle volte, sono apparsi imputabili al proliferare di atteggiamenti negligenti da parte degli operatori finanziari. Com'è noto e già in parte anticipato in apertura, il "tratto relazionale" che avvince questi ultimi ai clienti evidenzia, mediamente, una netta dissonanza tra i rispettivi piani conoscitivi di partenza. La manifesta ed ontologica inferiorità del risparmiatore, almeno in astratto, distorce la naturale fisionomia delle contrattazioni: difatti, il regolare dipanarsi delle stesse è inevitabilmente inficiato dalla circostanza fattuale ed obiettiva che vede il cliente presentarsi al cospetto dell'intermediario quale soggetto, tipicamente, sfornito dei sussidi tecnici e cognitivi utili a scongiurare una percezione "edulcorata" degli investimenti che intende operare sul mercato. Quanto sin qui descritto spiega la ragione per la quale – nel comparto relativo alle negoziazioni dei prodotti finanziari – il principio di autoresponsabilità, su cui pure si impronta l'agire del cittadino comune in svariate aree del diritto civile, è "soppiantato" in buona misura da quello di affidamento del contraente debole nella professionalità dell'agente

---

<sup>23</sup> Si veda, a margine della citata Cass. civ. del 23 maggio 2017, la nota di F. LEMETRE, *Inadempimento degli obblighi dell'intermediario e autonoma risolvibilità dei singoli ordini di investimento*, in *il Corriere giuridico* 2018, VI, pp. 776 ss. Si v. altresì Cass. civ., sez. I, 7 luglio 2017, n. 16861.

intermediario, preposto a coadiuvare il primo nella gestione del suo portafoglio. Per tale motivo l'agente, stante il bagaglio di competenze da lui possedute nel settore e l'intrinseca complessità operativa connaturata ai mercati finanziari, è investito dal legislatore di una composita serie di obblighi informativi (c.d. *mandatory disclosure*), che individuano perciò l'*ubi consistam* dell'attività di intermediazione. L'informazione funge, così, da anello di congiunzione tra le regole settoriali dettate dal diritto bancario in materia e la più ampia normazione civile. A tal proposito, l'operazione di rilettura sistematica degli istituti sostanziali e processuali propri del diritto civile – allo scopo di adeguarli al peculiare dinamismo della borsa – ha tratto spunto prevalente dalla *ratio* giustificativa della disciplina dettata a tutela del consumatore, quale soggetto che idealmente si pone su un piano contrattualmente finitimo ed affine rispetto a quello occupato dall'investitore. Pertanto è ammissibile ritenere che l'informazione, così considerata, si ammanta del medesimo valore che la stessa assume ai sensi del d.lgs. n. 206/2005 (cod. cons.), in cui viene menzionata tra i diritti fondamentali dei consumatori ex art. 2 co. 2 lett c). L'approdo interpretativo teso a "giuridicizzare" l'informazione e ad enfatizzarne il ruolo con riferimento al momento formativo dell'accordo contrattuale costituisce un segmento piuttosto recente all'interno del panorama ordinamentale civilistico. Difatti una visione portatrice di maggiori sensibilità e attenzioni verso la parte svantaggiata del rapporto indentifica lo snodo terminale di un lungo e tormentato *excursus* giurisprudenziale, atteso che il c.d. dovere di traferire le proprie "conoscenze" è rimasto per lungo tempo confinato all'area del solo ufficio di testimone. Secondo una prospettiva storicamente condizionata, il concetto di trasparenza si proiettava unicamente nell'acquisizione all'interno del giudizio civile di informazioni processualmente opache, ignote alle parti o a una di esse, oltreché rilevanti ai fini del decidere<sup>24</sup>. Ferma restando la volontà di non dilungarsi oltremodo nel dettagliare gli aspetti relativi all'evoluzione storico-giuridica del valore dell'informazione, mette conto rilevare – per quel che qui interessa – che gli obblighi in parola vengono ormai pacificamente strutturati secondo una logica bifasica. Al riguardo, si ritiene infatti che nell'ambito dei servizi e delle attività di negoziazione dei prodotti finanziari un flusso informativo trasparente e

---

<sup>24</sup> Ove si volessero scandagliare in maniera maggiormente approfondita le tappe di cui si compone l'*iter* dottrinale e giurisprudenziale in materia e culminanti nel riconoscimento di un accentuato valore intrinseco dell'informazione all'interno dell'architettura negoziale, si rinvia all'interessante *focus* offerto da C. GRANELLI, *Gli obblighi informativi nella formazione dell'accordo contrattuale* in *Nuova giur. civ. comm.* 2018, n. 7/8, CEDAM, pp. 1200 ss.

attendibile deve necessariamente svilupparsi seguendo un tracciato bidirezionale, che trascende la mera assoluzione dell'obbligo di esternalizzazione formale dei dati conoscitivi in possesso dell'intermediario<sup>25</sup>. Seguendo una tale impostazione, del resto corroborata dalla lettura del testo della norma guida in materia, contenuta all'art. 21 t.u.f., l'attività facente capo al prestatore dei servizi di intermediazione si sdoppia in due momenti, attraverso una scansione diacronica del rapporto. Il primo di tali momenti coincide con la ricezione "statica" e, dunque, con un contegno passivo del professionista, che si "limita" a raccogliere dal diretto interessato tutte le notizie funzionali alla corretta "profilatura" di quest'ultimo<sup>26</sup>, «*in qualità di cliente al dettaglio (anche detto retail) o cliente professionale*»<sup>27</sup>. Attraverso tale operazione niente affatto agevole e consistente, appunto, nell'etichettatura del *consumer* e del relativo profilo di rischio, l'operatore qualificato mira ad approfondire la conoscenza del proprio cliente, in particolare circa la sua «*esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché la sua propensione al rischio*» (art. 28 co. 1 lett. a. Regolamento Intermediari 1998, d'ora innanzi R.I.)<sup>28</sup> e, su tali basi, successivamente formula – come a breve si dirà – un giudizio di appropriatezza degli investimenti in chiave estremamente individualizzata, ossia secondo il migliore interesse di quel particolare cliente. Tale classificazione modulata su base delle informazioni di cui il professionista è reso edotto e da cui si evince il grado di conoscenze in materia da parte del risparmiatore è utile per verificare se questi sia effettivamente in grado di comprendere la portata dei rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerti comportano. Quanto sin qui detto

---

<sup>25</sup> In questo senso, si v. A. ZURLO, *L'autonomia degli oneri informativi rispetto all'adeguatezza della singola operazione in Responsabilità civile e previdenza*, 2019, IV, pp. 1199 ss.

<sup>26</sup> Il principio in parola è recepito, in termini generali, dal cit. art. 21, co. 1 lett. b), a tenore del quale: i soggetti abilitati a prestare le attività ed i servizi di investimento devono «*acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati*».

<sup>27</sup> Così come previsto ai sensi dell'art. 168 R.I. 1998 (attuato con delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018).

<sup>28</sup> La vasta gamma di informazioni che devono essere raccolte presso i clienti, alla luce di tutte le caratteristiche del servizio di consulenza in materia di investimenti da prestare loro, sono oggi esplicitate ed ulteriormente chiarite dal nuovo art. 167 R.I. 1998 (attuato con delibera n. 20307/2018) che indica separatamente ai commi 4 e 5 le informazioni riguardanti, rispettivamente, la situazione finanziaria di un cliente, comprensive dei «dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito regolare, le attività, comprese le attività liquide, gli investimenti e beni immobili e gli impegni finanziari regolari» e quelle relative ai suoi obiettivi di investimento, che concernono «dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le preferenze in materia di rischio, il profilo di rischio e le finalità dell'investimento».

confluisce nella fondamentale regola di condotta sinteticamente descritta e racchiusa all'interno della formula anglosassone, d'uso corrente nella normativa di settore, nota come c.d. "know your customer rule". Su tale ultimo precetto comportamentale si innesta, poi, l'ulteriore regola del c.d. "know the security rule", che funge da spartiacque rispetto al precedente frangente dell'operazione di profilatura, segnando il passaggio all'interno del secondo segmento del rapporto di intermediazione<sup>29</sup>. Tale momento – cronologicamente e logicamente successivo al primo e che vede l'intermediario assumere un ruolo attivo – è connotato da un'"inversione di direzione" rispetto a quella precedentemente seguita dal flusso informativo. La regola poc'anzi espressa si traduce quindi nell'obbligo in capo al professionista, in quanto fisiologico detentore delle informazioni tecniche necessarie alla gestione del risparmio, di illustrare al suo cliente la natura, i rischi ed ogni altro carattere essenziale del servizio o del prodotto offerti<sup>30</sup>. Affinché detto generico dovere comportamentale possa ritenersi realmente assolto in ossequio ai canoni della diligenza e della correttezza – consacrati ai sensi degli artt. 1175 e 1375 c.c. ed eloquentemente ribaditi dal già citato art. 21 t.u.f., unitamente all'ulteriore criterio della trasparenza – è necessario che la trasmissione delle informazioni rilevanti avvenga in maniera chiara, precisa ed esauriente. Si dice infatti che il c.d. dovere del *clari loqui* rappresenta un indefettibile corollario applicativo del più esteso dovere d'informazione, in quanto la regola generale della trasparenza dispiega i suoi effetti non solo sul piano contenutistico, ma anche su quello relativo alle modalità di comunicazione. In altri termini, l'equivocità dei moduli sottoposti all'investitore per la sottoscrizione produce un effetto equipollente a quello correlato alla mancanza di trasparenza negli stessi: ossia quello di essere fonti di squilibrio tra le parti e di iniquità aggravatrici dell'ontologico disallineamento informativo di partenza, di cui si è ampiamente parlato. Per dirla con le parole di certi autori «*un testo contrattuale non chiaro è un testo che non informa*». Per tali ragioni, il dovere di chiarezza – lungi dall'esaurire le sue sconfinato

---

<sup>29</sup> In proposito v. anche G. FANCIARESI, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario tra nullità e responsabilità* in *Corriere giuridico*, 2017, XI, pp. 1370 ss.

<sup>30</sup> Il contenuto dell'informativa destinata al risparmiatore si apprende dalla lettura degli artt. 169-170 R.I., dedicati alla illustrazione al *consumer* di tutte le notizie conoscibili, conformemente alla diligenza professionale richiesta, e riguardanti rispettivamente, la prima delle norme suindicate, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento, le avvertenze sui rischi associati e l'indicazione del se gli strumenti in questione siano destinati alla clientela al dettaglio ovvero a quella professionale; l'art. 170, invece, copre l'area delle informazioni che insistono, specificamente, sulle questioni relative ai costi, oneri e modalità di pagamento connessi ai servizi di investimento ed ai servizi accessori raccomandati al cliente.

potenzialità operative su un piano di pure formalità attinenti al contenuto del contratto di intermediazione – non può ritenersi osservato in ipotesi in cui il professionista, in concreto, abbia sottoposto al *consumer* una moltitudine di documenti disseminati di “oscuri” tecnicismi, senza con ciò chiarirne il significato<sup>31</sup>. Ciò posto, tuttavia, si rende necessario esaminare un ulteriore profilo che investe e condiziona anch’esso l’effettivo livello di conoscenze che, a mezzo delle informazioni trasmesse gli dall’intermediario, abbia conseguito il cliente relativamente al prodotto finanziario in cui si accinge ad investire i propri risparmi. A scanso di equivoci, giova precisare che non ogni informazione, per quanto precisa e dettagliata, si traduce per ciò stesso in una corretta valutazione dello strumento finanziario da parte dell’investitore, come se l’obiettivo dell’intermediario di rendere pienamente intellegibili alla controparte negoziale gli astrusi meccanismi di funzionamento del mercato finanziario e dei relativi prodotti costituisse un automatismo consequenziale alla sola circostanza di averne semplificato e linearizzato la descrizione. A questo proposito, si rende necessario stabilire altresì – da parte del giudice chiamato a valutare la responsabilità della banca – se le informazioni *de quibus* siano state non solamente, ad un primo approccio, percepite dal cliente ma anche da questi assimilate e quindi comprese, interpretate e infine consapevolmente utilizzate in sede di assunzione delle susseguenti scelte di investimento. Il problema della comprensibilità e piena consapevolezza del dato contrattuale, nella sua reale consistenza, esige inevitabilmente che l’agente intermediario abbia attentamente calibrato, in rapporto al livello di alfabetizzazione della controparte, le modalità attraverso le quali renderla edotta. In altri termini l’obbligo informativo, come sin qui enucleato, non può che vantare un contenuto proteiforme, giacché suscettivo di atteggiarsi diversamente sia sotto il profilo oggettivo, in funzione della tipologia di operazione da porre in essere, sia in chiave soggettiva, modulandosi secondo le peculiarità, personali e professionali, proprie dei soggetti coinvolti, quali emergono all’esito dell’opera di profilatura “empirica” condotta a monte dal professionista. Soltanto tale passaggio garantirebbe al cliente un’adesione realmente cosciente e volontaria al

---

<sup>31</sup> La necessità di una comunicazione efficace, in quanto ispirata al fondamentale dovere di chiarezza, è comune altresì alla disciplina contenuta nel codice del consumo (ove è declinata in termini di comprensibilità delle informazioni da parte del consumatore) ed è anche condivisa dall’art. 166 cod.ass., a tenore del quale «*Il contratto e ogni altro documento consegnato dall’impresa al contraente va redatto in modo chiaro ed esauriente*». Sul tema, nello specifico, si veda G. LIACE, *La nozione di chiarezza nel diritto bancario e dei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2017, VI, GIUFFRÈ, pp. 967 ss.



documento sottoscritto, fuggendo *in toto* il pericolo di una "breccia nella sua libertà negoziale", anche se nella prassi si osserva che la «*sequela di eventi* (in parola) *raramente trova effettiva realizzazione*»<sup>32</sup>. Da ultimo, la predetta finalizzazione del flusso informativo dall'intermediario all'investitore si configura quale presupposto logico della fase finale del contratto, relativa alla prestazione dei servizi di investimento e di impronta marcatamente esecutiva rispetto alle precedenti. Come già in parte anticipatosi, il professionista dovrà astenersi dall'agire in borsa per conto del cliente quando l'investimento, che in concreto si voglia realizzare, non superi indenne il vaglio del giudizio di adeguatezza e appropriatezza in relazione alle caratteristiche dello stesso risparmiatore (c.d. *suitability rule*)<sup>33</sup>. Laddove invece il predetto filtro di adeguatezza abbia dato esito positivo, gli oneri in commento si arricchiscono di un'ulteriore dovere dell'intermediario, consistente nel monitorare in modo costante l'andamento dei titoli acquistati dal cliente sulla base del binomio rischi-rendimenti. Ne consegue, perciò, il dovere in capo al professionista di valutare periodicamente un riadeguamento delle raccomandazioni fornite in vista dell'obiettivo della migliore tutela del risparmio<sup>34</sup>. L'accentuato *enforcement* che in questa sede caratterizza gli obblighi informativi si giustifica in ragione della inequivoca volontà del legislatore di elevarli al rango di preminente strumento di "manutenzione" delle asimmetrie "genetiche" del contratto. Tale scenario normativo non può che tradursi, corrispondentemente, in una dilatazione (*rectius*, appesantimento) della portata applicativa della clausola della buona fede contrattuale, concepita

---

<sup>32</sup> Di questo avviso, F. GRECO – M. LECCI, *Op. cit.*, in *Responsabilità civile e previdenza*, III, 2018, pp. 755 ss. Gli AA., in particolare, osservano che: «nella contrattazione in materia finanziaria (di natura complessa per i non specialisti del settore), diviene difficile delimitare i casi in cui il contraente, se pur non pienamente consapevole dei reali effetti, avrebbe comunque stipulato il contratto, da quelli in cui la formazione della volontà è stata inficiata dalla falsa rappresentazione degli effetti medesimi, determinando così l'invalidità della pattuizione» (p.764).

<sup>33</sup> Si v., per una disamina maggiormente approfondita a proposito della c.d. *suitability rule*, A. ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2010, vol. LXIII, VI, GIUFFRÈ, pp. 728 ss. Con precipuo riferimento ai caratteri distintivi intercorrenti tra le regole di adeguatezza e di appropriatezza adoperate, in questa fase negoziale, dall'intermediario, si attesta che i (pregressi) profili di criticità sul punto risultano assorbiti dall'attuale normativa dalla quale si evince che tali regole vengono ad essere modulate con riferimento alla prestazione di distinte aree di servizi. In particolare, «adeguatezza per consulenza e gestione di portafogli; appropriatezza per i servizi di impronta esecutiva».

<sup>34</sup> Sempre con riferimento alla c.d. valutazione di adeguatezza, si legge nel testo del nuovo art. 171 R.I. 1998 (come modificato con la delibera Consob cit. del 15 febbraio 2018) che la valutazione periodica dell'adeguatezza debba avere cadenza annuale, al fine di migliorare il servizio. Tuttavia, precisa anche che la «*frequenza di tale valutazione è incrementata sulla base del profilo di rischio del cliente e del tipo di strumenti finanziari raccomandati*».

in chiave funzionale. Già principio portante del nostro sistema giuridico, riconosciuto sia a livello costituzionale, attraverso una lettura evolutiva dell'art. 2 Costituzione, sia a livello di normazione codicistica, nella quale si rinvencono molteplici riferimenti alla buona fede<sup>35</sup>, la clausola *de qua*, appositamente rivisitata alla luce del peculiare contesto finanziario ed in forza della lettura in combinato disposto degli artt. 1176 co. 2 c.c. e 21 co. 1 lett. a) t.u.f., si carica di significati ulteriori rispetto ai suoi tradizionali contenuti codicistici. In sostanza, può ritenersi che essa si atteggi quale principio di c.d. «sovraordinata diligenza professionale»<sup>36</sup>, delineando il perimetro dei comportamenti entro il quale può dispiegarsi lecitamente l'operato degli attori qualificati all'interno dei mercati finanziari. Ciò anche in virtù del fatto che la prestazione che è ragionevolmente esigibile dagli stessi intermediari travalica il mero atto materiale della vendita od acquisto di un prodotto finanziario. In altri termini, costoro, non impersonando il ruolo di semplici esecutori materiali, si accollano un vero e proprio incarico gestorio-fiduciario con uno slancio quasi "proattivo" a tutela del risparmio del cliente (c.d. *need of protection*), da cui originano conseguenzialmente doveri di assistenza continuativa.

### **5. Inadempimento ai doveri comportamentali dell'intermediario: quali le sorti del contratto?**

Alla stregua di quanto precede, è incontrovertibile che gli obblighi informativi così cristallizzati e gravanti sull'intermediario – oltre ad avere ricadute positive in termini di stabilizzazione (c.d. *welfare*) del mercato finanziario – assolvono, secondo una chiave di lettura che gli specialisti del settore definiscono "microprudenziale", il duplice compito di "correttivo informativo" dei processi decisionali degli investitori e, a un tempo, di garanzia giuridica per lo stesso intermediario. Questi infatti, ottemperando ai predetti obblighi, andrà esente da responsabilità. A questo proposito, si pone la necessità di traslare brevemente il *focus* della presente analisi sull'aspetto, a ben vedere trascurato dalla normativa di settore, che investe l'inquadramento della responsabilità bancaria da violazione degli obblighi sopra menzionati e l'ulteriore tematica delle sorti del contratto infirmato dall'esistenza di "zone d'ombra" dall'angolo visuale

---

<sup>35</sup> La clausola in parola permea di sé tutte le fasi (di formazione, interpretazione ed esecuzione) del vincolo contrattuale e perciò si ritrova diffusamente nel Libro IV del codice civile, in quanto menzionata ex artt. 1175, 1358, 1359, 1366 e 1375 c.c. Per ulteriori approfondimenti in materia di buona fede contrattuale, si v. più estesamente R. GALLI, *Nuovo corso di diritto civile*, 2017, CEDAM.

<sup>36</sup> In tal senso A. ZURLO, *Op. cit.*, 2019, IV, p. 1208.

dell'investitore. Su questo versante, le diverse impostazioni proposte in via pretoria si attestano su posizioni divergenti, in quanto polarizzate su un'antitetica lettura del funzionamento delle tutele privatistiche. Cionondimeno, è dato riscontrare un *continuum* che avvince i più recenti arresti giurisprudenziali, di merito e di legittimità. Con le già richiamate sentenze coeve del 2007 – note anche come “sentenze Rodorf”, dal nome del loro estensore – il Giudice di Legittimità, nella sua più autorevole composizione, aveva avuto occasione di rimarcare la consueta distinzione civilistica intercorrente tra regole di validità e regole di condotta, calandola nel contesto contraddistinto dall'*agere* specifico degli intermediari<sup>37</sup>. La ritenuta inderogabilità di tale fondamentale criterio anche nel settore *de quo* rendeva, perciò, cogente l'esigenza di espungere *in toto* la predicabilità della più radicale soluzione della nullità ex art. 1418 c.c., *sub specie* di nullità virtuale<sup>38</sup>, in presenza di violazioni di sole regole comportamentali da parte dell'intermediario. Al riguardo, spiegavano gli Ermellini che – in assenza di indici legislativi orientanti nella opposta direzione – la violazione dei surriferiti doveri comportamentali sarebbe apparsa inidonea a riverberarsi sulla validità genetica del contratto stipulato con il cliente<sup>39</sup>. Invero, trattandosi di vizi funzionali, gli stessi sarebbero naturalmente destinati a produrre una responsabilità di tipo precontrattuale – nel caso abbiano inciso sugli obblighi che precedono od accompagnano la stipulazione dei contratti in parola – valendo ad

---

<sup>37</sup> M. PALADINI, A. RENDA, D. MINUSSI, *Manuale di diritto civile*, Milano, GIUFFRÈ, 2019, pp. 1581 ss.

<sup>38</sup> Perciò a tenore del comma primo della medesima disposizione, sull'asserito presupposto, condiviso da pronunce meno recenti, che le norme contenute agli artt. 21, lett. a) e b) del t.u.f., nonché agli artt. 28-29 del R.I. 1998 hanno natura imperativa e come tale inderogabile, in considerazione degli interessi pubblicistici, anche di rango costituzionale (47 Cost.) che l'impianto normativo mira a tutelare. In particolare, si osserva che le conseguenze di tali violazioni andrebbero verificate in termini di incidenza, nel caso concreto, su elementi essenziali dell'atto negoziale ex 1325 c.c., ciò comportandone la nullità. Nullità che a sua volta importerebbe, come noto, la restituzione dell'importo versato dal cliente per l'operazione finanziaria; ai fini del risarcimento invece occorrerebbe la prova dell'entità del danno in concreto patito dal risparmiatore (altrimenti, in difetto, liquidato equitativamente dal giudice). Tra le numerose pronunce di merito affermanti la nullità ex 1418.1 c.c. del contratto di acquisto di strumenti finanziari concluso in violazione dei doveri di comportamento imposti agli intermediari si v. *ex plurimis* Trib. di Trani 13 febbraio 2007 in *Corti pugliesi*, 2008, n. 85, con nota di MANCO; Trib. di Milano 20 luglio 2006, in *Nuova giur. civ.*, 2007, I, 809, con nota di TOMMASINI; Trib. di Pesaro 10 aprile 2006, in *Corti marchigiane*, 2007, 128; Trib. di Mantova 12 novembre 2004, in *Danno e resp.*, 2005, n. 614, con nota di V. ROPPO.

<sup>39</sup> Contrariamente a quanto ritenuto dai fautori della “tesi demolitoria” incentrata sulla nullità, i quali asserivano tra l'altro che il principio generale della trasparenza non fosse da considerarsi soltanto alla stregua di un “precetto di comportamento” facente capo all'intermediario, quanto piuttosto come vero e proprio “requisito genetico” degli atti negoziali in questione.

integrare la possibilità per il cliente, vittima dei comportamenti scorretti della controparte in sede di trattative, di agire in via risarcitoria *ex art. 1337 c.c.*. Coerentemente con un tale argomentare giudiziale, laddove invece la violazione si sia concretata *in executivis*, assumerebbe i caratteri di un vero e proprio inadempimento contrattuale (o inesatto adempimento) del generale dovere di protezione e degli specifici obblighi di prestazione incombenti sul contraente forte che, a sua volta, può essere causa di risoluzione del contratto<sup>40</sup> se sussistono gli estremi di gravità postulati dall'art. 1455 c.c. e che (al pari della nullità originariamente ipotizzata) fa sorgere un obbligo restitutorio del *tantundem* a carico della banca<sup>41</sup>. Tuttavia, ad onta della dirompente portata chiarificatrice assunta dalle citate decisioni del massimo Consesso, si è fatta spazio una corrente interpretativa che – sotto la spinta di un approccio definito per l'appunto paternalistico – è sembrata riproporre la *vexata quaestio* delle sorti del contratto d'intermediazione, inizialmente culminata con le sentenze del 2007. Incrementando la casistica giurisprudenziale, con particolare riferimento ai contratti di "*interest rate swap*", tale filone ha così svilito il valore della *summa divisio* fra regole di condotta e di validità, riproponendo il rimedio della declaratoria di nullità. Un siffatto indirizzo muove però dal presupposto del difetto di meritevolezza degli interessi perseguiti dalle parti su base del giudizio *ex art. 1322 c.c.*, ovvero sia del difetto di causa in concreto<sup>42</sup>, "accantonando",

---

<sup>40</sup> Sempre congiuntamente al rimedio risarcitorio valevole indipendentemente dalla collocazione temporale della violazione.

<sup>41</sup> In proposito, cfr. tra gli altri F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, in *Quad. banca borsa tit. cred.*, Milano, 2010, p. 135. Merita altresì menzione l'orientamento condiviso da certa giurisprudenza di merito che assume che la violazione dei doveri informativi possa incidere sul consenso, al più, inquinandolo anche se appare difficile credere che possa eliderlo del tutto. Pertanto, si configurerebbe – secondo detta tesi giurisprudenziale – un'ipotesi di annullabilità del contratto *de quo*; all'interno di un siffatto insieme di pronunce è opportuno distinguere quelle in cui il giudice parla di "dolo omissivo" della banca che ometta di fornire al cliente le informazioni cui è tenuta in forza del dovere di diligenza particolarmente qualificata, ai sensi dell'art. 1176.2 c.c. (in tal senso, Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005 in *Giur. It.*, 2006, III, p. 521 nota di COTTINO) e quelle in cui invece si ritiene venga in rilievo un «*errore essenziale e riconoscibile*» da parte dell'intermediario (cfr. Trib. Parma 17 novembre 2004; *a contrario*, v. Trib. Roma Sez. II, 16 maggio 2005 in *Contratti*, 2006, 5, p. 497; Cass. civ. sez. I, 19 ottobre 2012, n. 18039 in *CED Cassazione*, 2012). Più in generale, si v. G. FAPPIANO, *Gli obblighi informativi degli intermediari finanziari al vaglio della giurisprudenza*, in *Contratti* 2019, IV, pp. 424 ss., cui si rinvia per un'analisi completa degli orientamenti giurisprudenziali che hanno contribuito a precisare la natura della responsabilità dell'intermediario e i rimedi giudiziali esperibili dal cliente investitore.

<sup>42</sup> Emblematica in tal senso è Cass. civ. sez. I, 31 luglio 2017, n. 19013. A tal proposito, precisa il Collegio che la cura dell'interesse oggettivo del cliente – in forza della normativa dei citati artt. 21 t.u.f. e 26 R.I. 1998 – «*si va a inserire nell'ambito della generale valutazione di meritevolezza degli*

invece, il richiamo all'art. 1418, primo comma c.c.. Ad ogni modo, è indubbio che il *fil rouge* che oggi affascia le pronunce dell'ormai consolidata giurisprudenza di legittimità riecheggia l'insegnamento "tramandato" dalle Sezioni Unite, nel senso di voler limitare l'indiscriminato ricorso al rimedio "demolitorio" ex art. 1418 c.c.. Difatti ai giudici è sembrato che questa deriva sia stata alimentata da un ingiustificato<sup>43</sup> "stravolgimento creativo" del tradizionale sistema di tutele civilistiche da parte dell'interprete. Sistema che, però, l'interprete stesso non è autorizzato a sovvertire adducendo il solo argomento che il settore normativo costituito dal t.u.f. e dal regolamento Consob è «*contrassegnato da una elevata prevalenza dell'interesse pubblico*»<sup>44</sup>. Conclusivamente, i giudici nomofilattici possono pertanto dirsi concordemente allineati nel ritenere che le omissioni, ascrivibili all'intermediario e inquinanti la decisione del risparmiatore sull'*an* della stipulazione del contratto ovvero la corretta esecuzione dello stesso, debbono ricondursi al novero di quelle «*regole di responsabilità*»<sup>45</sup> che, in quanto strettamente connesse alle circostanze del caso concreto, sono per ciò stesso inidonee ad essere sanzionate con la nullità.

## **6. L'irrelevanza della profilatura del cliente in termini di "elevata propensione al rischio" agli effetti della prova del nesso causale.**

Come sin qui riproposto, il variegato dibattito giurisprudenziale è sembrato spesso sconfinare in un modello che alcuni autori sono soliti definire "quasi-normativo"<sup>46</sup>, in quanto contraddistinto dall'impavido intento dei giudici di sopperire, in via interpretativa, alle lacune regolamentari proprie della materia. Cionondimeno, il rigore delle soluzioni coniate sulla base dei classici principi civilistici si imbatte nelle sfuggenti logiche che orientano l'andamento dei prodotti negoziati sui mercati mobiliari, rischiando di condurre a risultati connotati da non meno accentuate sfumature di aleatorietà e incertezza. Al riguardo, l'attivismo degli interpreti in soccorso del risparmiatore reca con sé il

---

*interessi prescritta dall'art. 1322 c.c.*». In dottrina, si v. per tutti G. LENER, *Il nuovo «corso» giurisprudenziale della meritevolezza degli interessi* in *Foro it.*, 2018, V, col. 221.

<sup>43</sup> Stante l'«*assenza di disposizioni specifiche, di principi generali o di regole sistematiche che lo prevedano*». Così, *mutatis mutandis*, SS.UU. cit. n. 26724.

<sup>44</sup> In tal senso, Trib. di Parma, 7 giugno 2005, in *Giuraemilia.it*, 2005.

<sup>45</sup> Così, G. FANCIARESI, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario tra nullità e responsabilità* *Op. cit.*, p. 1377.

<sup>46</sup> La paternità della locuzione è da attribuirsi a F. BASSAN, *La riforma della regolamentazione bancaria. Dalla discrezionalità delle scelte a una flessibilità di sistema*, in *Banca impr. soc.*, 2017, p. 385. Sul punto, si v. anche F. GRECO – M. LECCI, *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi*, *op. cit.*, pp. 771 ss. in cui nello specifico gli AA. parlano di «*volatilità giurisprudenziale*».

rischio costante di sfociare in una vera e propria paralisi del sistema dei rapporti contrattuali relativi ai servizi di investimento. Ed è proprio la costante ricerca di ottimizzazione della tutela degli interessi del cliente-risparmiatore che ha ispirato anche i più recenti interventi della Corte di legittimità. In particolare negli ultimi anni, la Cassazione si è soffermata, con meticolosa attenzione, sullo studio di una delle macro-aree che costellano la sterminata galassia della responsabilità civile degli intermediari finanziari: quella relativa al legame eziologico intercorrente tra inadempimento del professionista e danno patito dal cliente e dunque, sul piano propriamente processuale, relativa alla distribuzione degli oneri probatori tra i due terminali contrattuali. Ancora prima di addentrarsi *in subiecta materia*, è di preliminare importanza fissare a mente le coordinate normative dettate dal codice civile. Il caposaldo in tema di responsabilità da inadempimento delle obbligazioni contrattuali è costituito dalla previsione contenuta all'art. 1218 c.c., norma che – adattando alla materia della imputabilità dell'inadempimento *ex contractu* il principio generale di cui all'art. 2697 c.c. – enuclea la regola probatoria secondo la quale, qui, vige una presunzione di colpa in capo al debitore in caso di inadempimento, superabile da quest'ultimo solo con l'offerta della prova *«che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile»*. A tali norme si frappone, puntualizzandone la portata, l'art. 23 co. 6 t.u.f., a tenore del quale: *«spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova (positiva) di aver agito con la specifica diligenza richiesta»*, non essendo sufficiente la mera prova dell'assenza di negligenza. Perciò, in ipotesi di (lamentata) violazione degli obblighi informativi, di precipuo interesse in questa disamina, sull'intermediario incomberebbe il dovere di provare che le informazioni – la cui mancanza o incompletezza formino oggetto di contenzioso – siano state correttamente fornite o che, alternativamente, quelle addotte dal ricorrente a motivo della relativa doglianza esulino dal novero di quelle altrimenti dovute. Di riflesso, spetterebbe all'investitore allegare specificamente l'inadempimento dei predetti obblighi, fornire la prova del danno e dimostrare altresì il nesso di causalità ricorrente tra il pregiudizio e il dedotto inadempimento, anche sulla base di presunzioni. Per lungo tempo, i giudici di piazza Cavour si sono assestati su una posizione univoca in punto di causalità, replicando pedissequamente nelle ipotesi *de quibus* il tradizionale meccanismo operativo del riparto degli oneri in sede giudiziale. Si apprende infatti dalla lettura di un'ampia congerie di pronunce in tema che, versandosi in ipotesi di causalità omissiva, la prova del nesso eziologico veniva scrutinata secondo i criteri

generalmente applicati, ossia in ossequio alla regola del "più probabile che non". Detta regola, come noto, postula l'impiego del giudizio controfattuale: in altri termini, collocando ipoteticamente in luogo della condotta omessa quella legalmente dovuta – secondo un giudizio necessariamente probabilistico condotto sul modello della prognosi postuma – si sarebbe dovuto dimostrare che «l'investitore, laddove adeguatamente informato, avrebbe desistito dall'investimento rivelatosi poi pregiudizievole». Ciò in quanto soltanto *bypassando*, in termini a sé favorevoli, il filtro frapposto da un siffatto cruciale giudizio, riguardato attraverso la lente dell'*id quod plerumque accidit*, il cliente sarebbe potuto addivenire all'agognato accertamento giudiziale della responsabilità dell'intermediario negligente<sup>47</sup>. A ben vedere, però, una consimile soluzione si è mostrata da subito foriera di problematicità sul piano ermeneutico. Il ragionamento espresso nei termini suesposti, volto ossia a conferire un valore probatorio assorbente al giudizio controfattuale presuntivo, è difatti apparso viziato da una macroscopica incoerenza di fondo di natura giuridico-sistemica. Anzitutto, così operando, gli interpreti finivano per giustificare un indiscriminato esonero da responsabilità dell'intermediario. Infatti, secondo l'orientamento pretorio in commento, il giudizio sarebbe dovuto culminare inevitabilmente nella reiezione della domanda attorea da parte del decidente, ogniqualvolta lo stesso attore-investitore non fosse riuscito a confutare la tesi di controparte, incentrata sulla sussistenza di una peculiare propensione al rischio da parte del cliente. Propensione (induttivamente) ricavata dalle pregresse scelte d'investimento del risparmiatore e che, a sua volta, nel caso concreto – asseveravano i sostenitori del giudizio prognostico – lo avrebbe sospinto del pari al compimento di quella ulteriore scelta investitrice (di cui si duole), anche nell'opposta evenienza in cui il suo fabbisogno informativo fosse stato soddisfatto dal professionista secondo *leges artis*. Pertanto, la principale censura mossa avverso tali argomentazioni è risultata compendiabile in due punti focali: il primo secondo cui, così opinando, veniva valorizzato il "*profilo speculativo*" del cliente tanto da renderlo elemento

---

<sup>47</sup> A tal proposito, si v., *ex plurimis*, Cass. civ. [ord.], sez. I, 24 aprile 2018, n. 10111 in *Intermediazione e consulenza finanziaria* 2018, n. 154, in cui si legge altresì che: «Tale giudizio per sua natura non si presta alla prova diretta, ma solo a quella presuntiva, occorrendo desumere (nel rispetto del paradigma di gravità, precisione e concordanza previsto dall'articolo 2729 c.c.) dai fatti certi emersi in sede istruttoria se l'investitore avrebbe tenuto una condotta, quella consistente nel recedere all'investimento, ormai divenuta nei fatti non più realizzabile (Cass. n. 17194/2016)». Nello stesso senso, cfr. Cass. civ., sez. I, 28 febbraio 2018, n. 4727 in *Giur. it.*, 2019, p. 293, con nota di CALDARELLI; Cass. civ., sez. I, 29 ottobre 2010 n. 22147 su [www.italgiureweb.giustizia.it](http://www.italgiureweb.giustizia.it).

in grado persino di comprovare l'irrelevanza civilistica dell'inadempimento dell'intermediario, quando in realtà si trattava di circostanza priva di «*capacità indiziante*»; il secondo aspetto critico, che a sua volta si pone quale logico corollario del primo, era quello per cui veniva ad essere del tutto "marginalizzata" e svilita la portata valoriale degli obblighi informativi, mandando esente la banca da qualsivoglia responsabilità, pur in presenza di una grave lesione degli stessi. Orbene, sulla scorta di siffatte considerazioni, con i più recenti arresti il giudice della nomofilachia ha inteso ribaltare il pregresso indirizzo giurisprudenziale e assumere, ancora una volta, vesti garantiste nei confronti della posizione creditoria (*id est*, del contraente debole). Pertanto, il filone testé richiamato è stato bollato come immeritevole di continuità, patendo – a giudizio del Collegio – un'evidente frattura sul piano logico-giuridico rispetto alla strategica centralità comunemente riconosciuta, nell'economia dell'operazione complessiva, al momento informativo che è congegnato (volendo prendere in prestito una metafora dall'architettura) quale "architave portante dell'intera struttura negoziale" tra banca e cliente, sulla quale si gioca la tenuta del medesimo rapporto sinallagmatico<sup>48</sup>.

### **7. Cass. civ. n. 7905/2020: lo stato dell'arte in punto di causalità.**

Da tali statuizioni<sup>49</sup> ha preso l'abbrivio l'orientamento, oggi prevalente, in ordine ai principi regolatori dell'*onus probandi* specificamente rivisitati alla luce del precetto contenuto all'art. 23 t.u.f.. In questo rinnovato bilanciamento di prospettive, teso a conciliare le istanze di protezione del contraente debole con il profilo speculativo di quest'ultimo, s'innesta la recente pronuncia n. 7905, emessa il 17 aprile scorso. Nella vicenda in commento, i giudici delle Corti territoriali erano investiti delle domande con le quali gli attori chiedevano l'annullamento dei contratti di acquisto di obbligazioni da loro conclusi e la condanna della banca convenuta alla restituzione delle somme impiegate per l'acquisto dei titoli, oltre che al risarcimento dei danni patiti, lamentando in

---

<sup>48</sup> Per meglio esprimere questi concetti, si riportano in proposito le parole dei giudici di legittimità: «*L'esclusione del nesso causale desunta dalla Corte territoriale dalla cd. prova controfattuale (...) integra la violazione del richiamato sistema integrato di protezione dell'investitore che permea la disciplina normativa dalla fase precontrattuale fino alle conseguenze dannose dell'esecuzione degli ordini d'investimento, prescrivendo una rigida conformazione delle prestazioni di carattere informativo a carico dell'intermediario, in ordine alle quali deve indefettibilmente essere fornita la prova positiva per evitare le conseguenze risarcitorie (o solutorie) dell'inadempimento*». Cfr. Cass. civ., sez. I, 28 febbraio 2018, n. 4727 (ordinanza) in *Giurisprudenza italiana* 2019, pp. 293 ss.

<sup>49</sup> Tra le prime pronunce con cui la Cassazione – nel compiere il "cambio di rotta" – rivitalizza il ruolo specifico dell'informazione, si v. Cass. civ., sez. I, 18 maggio 2017, n. 12544.



particolare un comportamento dell'intermediario (ritenuto) non conforme al parametro di specifica diligenza richiesto ai sensi del surrichiamato art. 23 t.u.f..<sup>50</sup>. Assunte queste necessitate premesse, la Prima Sezione della Corte si è dovuta confrontare, primariamente, con il *decisum* del giudice d'appello di Firenze il quale aveva ben accolto l'argomentazione probatoria addotta dall'intermediario, ai fini del nesso causale. In particolare, la banca aveva costruito la sua difesa sull'assunto della ininfluenza del *deficit* informativo (addebitato) rispetto alle scelte compiute dai clienti-sottoscrittori, motivandolo sulla scorta «*degli investimenti in precedenza effettuati dai vari risparmiatori in strumenti speculativi e rischiosi, come azioni e obbligazioni strutturate convertibili*» (c.d. giudizio controfattuale). Sulla base di un siffatto quadro empirico, debitamente comprovato in via documentale dalla banca, al decidente in seconde cure era apparso agevole associare gli attori a quella classica figura di investitori connotati da un'alta propensione speculativa, valevole ad escludere di per sé la sussistenza del nesso causale tra i danni da questi sofferti e l'inadempimento del professionista. Tanto puntualizzato i giudici di Cassazione, con l'annotata pronuncia, colgono l'occasione per affermare, ancora una volta con estrema chiarezza, la relativa posizione in tema di distribuzione degli oneri probatori tra le parti del rapporto di intermediazione finanziaria. Dopo una ricognizione sistematica delle principali fonti regolative degli obblighi comportamentali facenti capo agli intermediari, il giudice di ultima istanza passa a definire il regime probatorio vigente in materia, perimetrando le aree ascrivibili ai contraenti, descrivendone i presupposti ed eleggendone i limiti ex art. 1218 c.c.. Entro le coordinate unificanti così tracciate, la scure del sindacato di legittimità si abbatte sulla parte motiva della sentenza di merito in cui il giudice territoriale ha *in toto* trascurato di valutare la rilevanza causale dell'inadempimento degli obblighi informativi, arroccandosi su posizioni che al Supremo Collegio paiono in completo stridore con quello che la stessa Corte di Cassazione considera ormai come *ius receptum*. In particolare il Collegio, nel solco dei principi da ultimo consacrati da una recentissima sentenza a Sezioni

---

<sup>50</sup> Nel caso di specie, quanto al contenuto delle formulate doglianze, gli attori hanno dedotto di aver «*subito vere e proprie sollecitazioni all'investimento da parte dei dipendenti della Banca convenuta, che avevano loro evidenziato la natura particolarmente vantaggiosa delle operazioni proposte*»; hanno lamentato «*la mancata consegna del contratto di intermediazione, del prospetto informativo e di un documento sui rischi connessi alle operazioni finanziarie*»; hanno infine sostenuto «*di non essere stati informati dell'alto rischio insito nell'operazione (...)*». Cfr. Cass. civ. Sez. I, 17 aprile 2020, n. 7905 in *foro.it*.

Unite del 2019<sup>51</sup>, ribadisce che l'obbligo informativo gravante sull'intermediario assolve ad una nevralgica funzione sistematica, giacché preordinato al riequilibrio dell'asimmetria del patrimonio conoscitivo-informativo delle parti in favore del cliente e «*in tal modo a consentire all'investitore una scelta consapevole e razionale*». Muovendo da un siffatto inamovibile baluardo giuridico, la Cassazione enuncia il principio di diritto secondo cui «*l'inadempimento dei doveri informativi da parte della banca intermediaria costituisce di per sé un fattore di disorientamento dell'investitore che condiziona in modo scorretto le sue scelte di investimento e ingenera una presunzione di riconducibilità alla banca intermediaria della responsabilità dell'operazione finanziaria*». Quindi – con ulteriore sforzo esplicativo – i giudici di legittimità puntualizzano che dalla condotta con cui il professionista abbia omesso di fornire al risparmiatore le notizie in concreto più adeguate, poiché confacenti al soddisfacimento di specifiche esigenze del singolo rapporto<sup>52</sup> e da lui «*conoscibili in base alla necessaria diligenza professionale*»<sup>53</sup>, scaturisca *ex se* una presunzione legale di sussistenza del nesso causale tra inadempimento informativo e pregiudizio, «*in quanto tali informazioni costituiscono i reali fattori per decidere, in modo effettivamente consapevole, se investire o meno*». Dall'anzidetta *praesumptio* – connaturata all'assolvimento di oneri informativi ragionevolmente esigibili e generalmente fronteggiabili dal soggetto che operi in veste di professionista del settore bancario-finanziario – i giudici fanno così discendere una peculiare *species* di responsabilità civile, declinata quale ipotesi di responsabilità (da violazione) di *status*, giacché attinge la sfera giuridica del responsabile-gestore dell'operazione economica. Trattasi, però, di presunzione avente natura *iuris tantum ex artt. 2727-2728 c.c.*, suscettiva di prova contraria da parte dell'intermediario che, malgrado l'appesantimento del suo carico probatorio, può vincerla adducendo, sulla base di elementi univoci e concludenti, «*la sussistenza di sopravvenienze capaci di deviare il corso della catena causale derivante dall'asimmetria informativa*». Sotto quest'ulteriore aspetto, i giudici

---

<sup>51</sup> Il richiamo che fa il Collegio è a Cass. civ., S.U., 4 novembre 2019, n. 28314, di cui è possibile approfondire il testo in *Foro.it*, 2020, parte I, col. 946.

<sup>52</sup> «in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente; (...) [le] indicazioni idonee a descrivere la natura, la quantità e la qualità dei prodotti finanziari ed a rappresentarne lo specifico coefficiente di rischio» cfr. *Id.*, 4 novembre 2019, n. 28314.

<sup>53</sup> Sempre con riferimento al contenuto degli obblighi in parola, vi si ricomprende l'esplicitazione da parte della banca: «in modo puntuale, di tutte le specifiche ragioni idonee a rendere un'operazione inadeguata rispetto al profilo di rischio dell'investitore, ivi comprese quelle attinenti al rischio di default dell'emittente con conseguente mancato rimborso del capitale investito».

della Cassazione – ricollegandosi alla prima parte della motivazione – destituiscono di qualsivoglia fondamento la tesi della Corte d'appello, mettendo in luce le fallacie argomentative<sup>54</sup> sottese al ragionamento del giudice territoriale nella parte in cui accoglie la possibilità per l'intermediario di spendere a proprio favore il giudizio probabilistico basato sul modello della prognosi postuma, assumendo (erroneamente) ad «*elemento indiziante*» il generico riferimento alle «*scelte pregresse di investimento degli investitori*»<sup>55</sup>. Al riguardo spiegano gli ermellini che, invero, si tratta di elementi neutri, siccome del tutto insufficienti a ricostruire – anche solo ipoteticamente – il presumibile contegno che l'investitore avrebbe assunto qualora fosse stato correttamente informato. A sostegno, argomentano che anche il soggetto «*speculativamente orientato*» deve potersi autodeterminare liberamente nell'ambito di tutte le opzioni ugualmente rischiose ed alla luce dei fattori di rischio opportunamente segnalatigli<sup>56</sup>. Aderendo a tale *iter* logico, *a fortiori*, prive di reale valore inferenziale nel giudizio di accertamento del nesso di causalità risulterebbe altresì «*l'adeguatezza dell'operazione al profilo di rischio del cliente*», così come «*la buona conoscenza del mercato finanziario*» da lui mostrata; quest'ultima, tutt'al più, potrebbe fungere da indizio della capacità dell'investitore di «*distinguere tra investimenti consigliabili e sconsigliabili*», permanendo pur sempre in capo al creditore tutto

---

<sup>54</sup> A voler essere maggiormente precisi, i giudici parlano di «*mera apparenza del discorso giustificativo*».

<sup>55</sup> La tesi fatta propria dalla Cassazione è stata invero criticata in dottrina in quanto estendendo l'inversione dell'onere probatorio anche al nesso causale i giudici di legittimità sembrerebbero aver unito due piani concettualmente distinti: «*prova positiva della diligenza, da un lato, e causalità giuridica, dall'altro*», tanto più laddove, come nel caso di specie, di causalità omissiva ove – a giudizio dell'Autore – «*l'intermediario inadempiente risulterebbe sempre e comunque responsabile, anche nel caso in cui l'applicazione del giudizio contro fattuale determinasse una valutazione diversa escludendo la causalità omissiva*». In tal senso, v. G. CALDARELLI, *Viraggio in chiave oggettiva per la responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Giur. It.*, 2019, 2, pp. 293 ss., nota a sentenza Cass. civ., sez. I, 28 febbraio 2018, n. 4727. Dello stesso avviso, MAGGIOLLO, *Servizi e attività di investimento*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da CICU, MESSINEO, continuato da SCHLESINGER, Milano, 2012, p. 546, il quale muove da un dato letterale di fondo costituito dal richiamato art. 23 co. 6 t.u.f., che nulla dice in merito al rapporto di causalità ed appare perciò inidoneo a fondare una deroga rispetto al generale regime probatorio.

<sup>56</sup> Sia pure in pronunce diverse da quella in commento la Cassazione, nelle parti riferentesi alla determinazione del *quantum* da liquidarsi in favore del creditore, è giunta ad escludere che l'intermediario inadempiente possa giovare pur solo dell'applicazione del 1227 co. 1 c.c. (concorso colposo dell'investitore), ai fini di veder attenuata la sua responsabilità, dal momento che neppure la scelta del cliente di disattendere i consigli di disinvestimento ricevuti una volta che si sia data esecuzione ad un ordine in assenza di adeguata informativa varrebbe a testimoniare una sua volontaria esposizione al rischio. Cfr. Cass. civ. sez. 1, 31 agosto 2015, n. 17333 in *CED Cassazione*, rv. 636539-01 (m).

l'interesse a ricevere «*le necessarie informazioni sullo specifico prodotto oggetto dell'operazione*». Riprendendo perciò il discorso in termini positivi, il Collegio osserva che la prova contraria consentita ai fini del giudizio controfattuale debba assumere, invece, una pregnante concretezza, esemplificativamente ravvisabile in tutte le ipotesi in cui la banca dimostri che il cliente, allorquando debitamente avvertito del rischio in altra successiva ed analoga occasione, ha in concreto optato per l'investimento, seppur questo sia apparso da subito connotato da profili di rischio non dissimili da quello per cui è stata incardinata la causa. In definitiva, i giudici hanno cassato la sentenza impugnata, rinviando alla Corte di appello di Firenze, in accoglimento del motivo riferito al nesso causale con cui i ricorrenti avevano denunciato la «*violazione o falsa applicazione di legge in relazione all'art. 21 e art. 23, comma 6, TUF, artt. 26, 28 e 29 Reg. Consob 11522/1998*».

### **8. Spunti conclusivi sulla rilettura in chiave oggettiva della responsabilità dell'intermediario finanziario.**

Tirando le fila del discorso, si può correttamente concludere nel senso che i più recenti approdi giurisprudenziali mostrano, rispetto al passato, una più consistente inclinazione tutelare nei confronti del soggetto asseritamente debole del rapporto di intermediazione finanziaria, stravolgendo l'assetto avallato, come visto, dai giudici di legittimità sino a pochi anni fa e "forgiato", invece, sulla rigida prova dell'eziologia tra danno e inadempimento a carico del cliente. Sulla scorta di quanto sin qui brevemente illustrato, non è mancato chi – tra gli autori – non abbia paventato il rischio di una tendenziale oggettivizzazione della responsabilità dell'intermediario, ravvisandovi i connotati propri della responsabilità da posizione<sup>57</sup>, tanto che alcuni di essi – seppur interpretando l'opinione condivisa da una corrente minoritaria della dottrina – sono giunti persino a identificarvi un parallelo con le ipotesi di responsabilità *ex art. 2050*

---

<sup>57</sup> Sull'analisi dell'emblematico "viraggio in chiave oggettiva" del modello di responsabilità degli intermediari finanziari cfr.: G. CALDARELLI, *Op. cit.*, p. 300 che affronta la tematica alla luce di un'interessante prospettiva comparatistica con le contigue aree della responsabilità del medico e dell'avvocato, arricchendola di riflessioni sul ritenuto processo di rivalizzazione da parte dei giudici di legittimità della classica dicotomia tra obbligazioni di mezzi e di risultato, che pareva invece «avviata ad un irreversibile crepuscolo dogmatico». La paternità di tale ultima espressione appartiene invece a E. CARBONE, *Onere della prova - sviluppi in tema di onere probatorio e adempimento delle obbligazioni* in *Giur. It.*, 2018, 11, pp. 2516 ss.; tra gli altri autori che parlano di un'estensione dell'istituto della responsabilità oggettiva nella materia della responsabilità degli intermediari finanziari si v. anche MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, a cura di ROJASELQUETA-VARDI, *Oltre il soggetto irrazionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 207.

c.c., accostando la gestione degli strumenti finanziari ad una vera e propria «attività pericolosa»<sup>58</sup>. Ciò posto, in conclusione, chi scrive ritiene che non possa farsi a meno di condividere l'approccio dottrinale che ha lucidamente preso le distanze da una ricostruzione che irrealisticamente intravede nel perseguimento della «perfetta informazione» la «panacea di tutti i mali (da) cui è afflitto l'investitore», trascurando il peso cospicuo che pur rivestono – agli effetti del processo di concretizzazione del flusso informativo – fattori esogeni (estranei) alla sfera giuridica dell'intermediario. Ciò che accade, secondo quanto supportato dalle scienze comportamentali, nelle ipotesi in cui – per esempio – sulla scia dell'iniziale percezione positiva suscitata dall'intermediario, si instauri tra banca e cliente un rapporto sorretto da un consenso negativamente condizionato dalla pura e semplice «percezione sociale o personale di convenienza dell'affare»<sup>59</sup>. Nell'ottica di mitigare le incertezze giurisprudenziali che precarizzano le sorti dell'investitore è al centro di dibattiti di crescente interesse l'opportunità per lo stesso risparmiatore di ricorrere, in via alternativa, ai c.d. A.D.R. bancari (meccanismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia), al novero dei quali, nel 2017, si è aggiunto l'Arbitro per le controversie finanziarie (A.C.F.), istituito presso la Consob<sup>60</sup>.

---

<sup>58</sup> Sia consentito rinviare, sul punto, a DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *I contratti*, 2005, p. 709.

<sup>59</sup> Tali osservazioni traggono spunto dalle riflessioni condotte da F. GRECO - M. LECCI, *Op. cit.*, in *Responsabilità civile e previdenza*, III, 2018, p. 763. Gli AA. approfondiscono la questione dei c.d. *bias* psicologici che si ripercuotono sul rapporto negoziale, in termini di irrazionalità delle scelte compiute dall'investitore. Tali fisiologiche distorsioni cognitive non rilevano giuridicamente sotto il profilo dei vizi dell'atto, invero, perfettamente valido in tutte le ipotesi in cui il professionista abbia correttamente assolto al suo compito informativo.

<sup>60</sup> Si rinvia a G. PERCOCO, *Le procedure di ADR nel settore finanziario: dalla Camera di Conciliazione e Arbitrato presso la CONSOB all'Arbitro per le Controversie Finanziarie* in *Riv. Dell'arbitrato*, 2017, 1, pp. 191 ss.; BONIFACIO, *Arbitrato per le Controversie Finanziarie: alcune riflessioni*, in *www.elegal.it*, 2017; DOLMETTA-MALVAGNA, *Sul nuovo «ADR Consob»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, pp. 251 ss.