

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE
SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

3 / 2015

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, F. Moliterni, G. Niccolini, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valenzise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

S. Amorosino, E. Cardi, G. Conte, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Moliterni,
M. Pellegrini, M. Sepe, D. Siclari, V. Troiano

TRIBUNALE DI TORINO

SENTENZA DEL 10 GIUGNO 2014

Obblighi informativi degli intermediari - Obbligo di informazione continuativa - Verifica dell'adeguatezza del portafoglio del cliente nel suo insieme - Variazione delle informazioni riguardanti le caratteristiche dei servizi - Variazione dei livelli di rischio dei titoli presenti in portafoglio - Esclusione

L'obbligo in capo agli intermediari di informare i propri clienti riguarda le caratteristiche generali dei servizi e attività di investimento svolte ma non anche qualsiasi variazione dei livelli di rischio dei titoli acquistati in precedenza ed ancora presenti nel portafoglio degli investitori.

L'obbligo di informazione continuativa prevede solo la verifica dell'adeguatezza del portafoglio del cliente nel suo insieme e non già di ogni singolo titolo in esso presente.

Il mantenimento di un rating elevato fino al giorno della dichiarazione d'insolvenza, prova che il mercato finanziario non ha mai identificato, prima di tale data, la possibilità di un default dell'emittente, con la conseguenza che non può rimproverarsi alla banca di non aver previsto il default dell'emittente Lehman Brothers.

* * *

[...]

MOTIVI DELLA DECISIONE

Con citazione notificata il 26 novembre 2012 [...] ha evocato in giudizio dinanzi a questo Tribunale la banca [...] esponendo che:

- Nel mese di agosto 2007 aveva richiesto ad un funzionario della banca convenuta indicazioni sui propri investimenti di capitale [...] e del personale della banca le aveva proposto un piano di investimento in obbligazioni Lehman Brothers FRN 11, fornendo rassicurazioni in merito alla sicurezza del rimborso del capitale investito, all'ottimo rendimento dell'investimento ed alla assoluta assenza di rischio;
- Il 6 agosto 2007 essa aveva quindi acquistato obbligazioni Lehman per un controvalore complessivo di euro 80.000 [...];
- Dal momento della conclusione dell'acquisto non aveva ricevuto alcuna informazione circa l'andamento dei titoli da parte della banca, nonostante il 15 settembre 2008 la banca statunitense emittente, in considerazione del grave dissesto finanziario in cui si trovava, avesse deciso di ricorrere alla procedura concorsuale statunitense denominata Chapter 11;
- Il 16 settembre 2008 la banca aveva per la prima volta comunicato alla attrice la variazione del livello di rischio dei titoli obbligazionari acquistati [...];
- Il successivo 2 ottobre 2008 la banca aveva comunicato il dissesto finanziario dell'emittente [...].

Tanto premesso in fatto, ha affermato di aver avuto intenzione di investire i propri risparmi in titoli privi di rischio, e di non aver potuto adeguatamente valutare l'investimento a causa della mancanza di qualsiasi spiegazione circa la natura, i rischi e le implicazioni che potevano derivare dall'acquisto delle obbligazioni Lehman, avendo la banca omesso di consegnarle il documento sui rischi generali sugli investimenti in strumenti finanziari ed anche di fornire qualsiasi informazione in merito all'andamento dei titoli.

Ha quindi prospettato la violazione da parte della banca degli obblighi di comportamento posti a carico degli intermediari finanziari dall'articolo 21 Tuf e dagli articoli 26, 27, 28, 61 e 62 del regolamento Consob 11522 del 1998, per il mancato assolvimento degli obblighi di informazione e l'esecuzione di operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione, oltre che per aver operato in conflitto di interessi per aver tenuto più in generale una condotta contraria alle regole di comportamento sancite dal testo unico della finanza [...]

Ha quindi affermato la nullità dei contratti di acquisto dei titoli obbligazionari in questione per violazione di norme imperative, in subordine la annullabilità dei medesimi contratti per vizio del consenso, in ulteriore subordine la risoluzione degli stessi per inadempimento della banca e, infine, la condanna della stessa al risarcimento del danno per responsabilità precontrattuale ed extracontrattuale. [...]

* * *

L'attrice nel rispondere al questionario di analisi del proprio profilo finanziario dichiarò:

- Di aver investito in passato in prodotti monetari a breve termine [...];
- Di aver investito in passato in prodotti obbligazionari [...] con la consapevolezza del medio grado di rischio di tali prodotti [...];
- Di avere un orizzonte temporale di investimento di tipo medio compreso tra 3 e 5 anni e di essere disposta a tollerare oscillazioni moderate del valore di portafoglio, riconoscendo conclusivamente di avere un'esperienza molto alta, una media propensione al rischio e come obiettivo di investimento quello di perseguire la rivalutazione del capitale investito [...].

La nullità degli ordini per violazione di norme imperative

Tale nullità deriverebbe, secondo la prospettazione dell'attrice, dalla violazione delle norme che disciplinano gli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario finanziario e del divieto di agire in conflitto di interessi.

Occorre al riguardo evidenziare che la Corte di Cassazione ha affermato che la c.d. nullità virtuale del contratto si verifica solo quando la contrarietà a norme imperative attiene ad elementi intrinseci dello stesso (struttura e contenuto) e non ricorre, pertanto, nel caso di violazioni delle prescrizioni dettate dalla disciplina di settore a carico dell'intermediario, con riferimento alle modalità di espletamento della sua attività nei rapporti con la clientela [...], in quanto tali norme attengono a comportamenti tenuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del "contratto-quadro" di negoziazione – o più in generale nello svolgimento dell'attività di intermediazione – estranei alla fattispecie negoziale (cfr. Cass. Sez. I n. 19024 del 29.9.2005).

Le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno infine escluso che, fuori dai casi espressamente previsti dal d.lgs. 58/1998 (quale ad esempio la violazione di cui all'articolo 23, comma 1, prescrivente la forma scritta per i contratti relativi alla prestazione dei servizi di finanziamento), la violazione dei doveri di comportamento posti a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario comporti la nullità dei contratti stipulati o degli ordini di investimento impartiti in esecuzione dei contratti medesimi (Cass. Sezioni Unite nn. 26724 e 26725 del 2007). [...]

La violazione dei doveri d'informativa e trasparenza legislativamente previsti a carico dell'intermediario, infatti, in difetto di apposita previsione normativa, non può comportare in alcun caso un'ipotesi di nullità ex art. 1418 c.c., primo comma, in quanto una nullità di tal genere deve dipendere dalla violazione di una norma disciplinante la struttura della fattispecie e non gli oneri comportamentali di uno dei contraenti: l'opposta conclusione porterebbe, tra l'altro all'introduzione di una nullità virtuale desunta dall'interprete avente una disciplina più severa (rilevabilità anche d'ufficio) delle nullità espressamente previste dal Tuf, che d'altro canto, se avesse voluto prevedere la nullità per violazione di doveri comportamentali, lo avrebbe potuto (e dovuto per esigenze di coerenza sistematica) fare, dal momento che per altre violazioni la nullità è stata statuita (Cass. Sent. 19024 del 2005).

Ne consegue l'infondatezza della domanda di accertamento della nullità delle operazioni di investimento disposte dall'attrice per violazione di norme imperative. Del pari infondata risulta la domanda di risoluzione contrattuale, proposta in via subordinata dall'attrice.

La domanda di risoluzione per inadempimento

Tale domanda, se riferita al contratto quadro di negoziazione, non può essere accolta, in quanto l'inadempimento, anche qualora sussistente, non potrebbe ritenersi di particolare gravità, considerando che è pacifico, e si ricava comunque dagli estratti conto dei titoli dell'attrice, che quest'ultima ha effettuato nel corso del tempo, a partire dalla conclusione del contratto quadro, numerose altre operazioni di investimento nell'ambito dello stesso contratto-quadro, in relazione alle quali non sono stati mossi addebiti alla banca.

Né può essere accolta la domanda di risoluzione degli ordini di borsa di acquisto delle obbligazioni Lehman: la Corte di Cassazione ha invero chiarito, nella sentenza citata delle Sezioni Unite, che gli obblighi di cui si discute attengono, con riferimento ai singoli ordini, alla fase precontrattuale.

È stato in particolare chiarito che *“Dalla violazione dei doveri di comportamento che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario discende la responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, per le violazioni in sede di formazione del contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti, ovvero al responsabilità contrattuale, con relativo obbligo risarcitorio ed eventuale risoluzione del predetto contratto, per le violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione, ma non la nullità di quest'ultimo o dei singoli atti negoziali conseguenti, in difetto di previsione normativa in tal senso”* (Cassazione civile, sez. un. 19 dicembre 2007, n. 26724).

Ora, nel caso di specie, l'attrice ha domandato, come accennato, la risoluzione dei contratti di acquisto dei titoli Lehman in questione e la restituzione di tutta la

somma investita: l'ordine, però, come notato, costituisce una operazione di tipo prettamente esecutivo del rapporto di mandato (art. 1711 c.c.) costituito mediante la conclusione del contratto quadro di negoziazione, con la conseguenza che esso non è suscettibile di risoluzione.

NE consegue il rigetto della domanda subordinata di risoluzione proposta dall'attrice e con essa di quella, conseguente, di restituzione.

Le domande di annullamento per vizio del consenso

Quanto alla domanda di annullamento delle medesime operazioni per dolo o errore, fondata sull'assunto che i titoli oggetto di tali ordini sarebbero stati venduti alla attrice tacendole deliberatamente i rischi insiti nelle operazioni e che, pertanto, il suo consenso sarebbe stato dato con errore, essenziale e ben riconoscibile dalla banca convenuta (ed anzi addirittura frutto del dolo dei funzionari della stessa), sull'oggetto del contratto o della prestazione o sulla qualità della stessa, non sembra che le lamentate omesse informazioni da parte della intermediaria, circa l'affidabilità insufficiente dei titoli acquistati nel momento in cui sia stato effettuato l'investimento, siano determinanti per ravvisare un errore essenziale, ai fini dell'annullamento del contratto, posto che si tratta di caratteristica comune ai titoli corporate, contraddistinti da oscillazioni sensibili nelle quotazioni e da elevata redditività, e che non incidono sulla natura o sull'oggetto del contratto (cfr. in tal senso, Trib. Roma, 13 giugno 2005).

Non sembra, dunque, possa essere ravvisato un errore sull'oggetto del contratto (ex art. 1429, comma 1, n. 1, c.c.), atteso che le parti volevano concludere ed hanno concluso un contratto di investimento e che il diritto trasferito corrisponde a quello che l'investitore intendeva acquisire al proprio patrimonio.

Neppure sembra ravvisabile un errore sull'oggetto della prestazione (ex art. 1429, comma 1, n. 2, c.c.) atteso che l'investitore ha inteso acquistare un pacchetto di titoli del tipo di quelli effettivamente trasferiti dalla intermediaria su ordine del cliente.

Non sembra, dunque, vi sia divergenza tra oggetto della operazione programmata e oggetto che in concreto è stato acquisito al patrimonio della cliente, giacché la redditività del titolo è solo un attributo connesso, non già alle qualità del prodotto, bensì ad una serie di circostanze che, complessivamente considerate, individuano o delineano la rischiosità dell'investimento.

Questa non attiene all'oggetto del contratto, ma alla sfera dei motivi in base ai quali la parte si è determinata a concludere un determinato contratto, con la conseguente irrilevanza della sua valutazione al fine della formazione del consenso della attrice (cfr. in tal senso, Trib. Parma, 21.3.2007, n. 381).

La domanda di risarcimento del danno

Per ciò che concerne la domanda di risarcimento dei danni per violazione degli obblighi informativi ed inadeguatezza delle operazioni deve rilevarsi che, alla luce del profilo di rischio e degli obiettivi di investimento dichiarati dalla stessa attrice, che risultano, peraltro, del tutto coerenti con le risultanze e la composizione del suo deposito titoli e la sua operatività pregressa, non sembra che l'acquisto in questione possa essere considerato inadeguato per tipologia, oggetto, dimensione o frequenza, agli obiettivi di investimento ed al profilo di rischio in quanto nei due depositi di cui l'attrice era titolare figuravano titoli di analoga rischiosità (considerata l'estrema affidabilità e l'eccellente rating dei titoli Lehman all'epoca del loro acquisto da parte dell'attrice), gli stessi non hanno determinato uno squilibrio nella composizione del patrimonio mobiliare dell'attrice, risultavano emessi da società ritenuta assai affidabile e sono stati acquistati solamente in due occasioni. [...]

Alla stregua di queste risultanze, circa la composizione del patrimonio mobiliare dell'attrice e gli acquisti dalla stessa effettuati in precedenza, gli intendimenti dell'attrice e le informazioni che potevano esserle fornite dalla convenuta (posto che all'epoca dei due acquisti l'insolvenza della Lehman non era in alcun modo immaginabile), non sembra che le due operazioni di acquisto di titoli Lehman censurate possano essere ritenute inadeguate agli obiettivi di investimento ed al

profilo di rischio dell'attrice, né pare ravvisabile un nesso di causa tra il dedotto inadempimento agli obblighi informativi ed il danno lamentato dall'attrice.

Come è noto, l'art. 29 del reg. Consob 11522/98 invocato dall'attrice stabilisce al riguardo che:

“Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione. Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'articolo 28 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati. Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”.

Ne consegue, come accennato, che gli intermediari debbano specificamente segnalare l'inadeguatezza delle operazioni che comportino investimenti con rischio differente rispetto a quello dichiarato dai clienti o desumibile dagli investimenti precedenti e da tutte le altre informazioni in loro possesso, esigendo, per procedere all'esecuzione, apposito ordine scritto. [...]

Ne consegue l'infondatezza della domanda risarcitoria dell'attore per inadeguatezza delle operazioni censurate.

Infondata risulta anche la domanda di risarcimento dei danni per violazione degli obblighi informativi, perché l'evidenziato profilo di rischio dell'attrice, desunto dall'entità e dalla composizione del suo portafoglio titoli e dalla sua operatività (oltre che da quanto dichiarato dall'attrice medesima), induce a ritenere che essa, anche qualora avesse ricevuto maggiori informazioni in ordine alle caratteristiche dei titoli e, soprattutto, alla emittente (peraltro neppure noti alla generalità degli

operatori), li avrebbe acquistati egualmente, con la conseguente insussistenza della necessaria relazione causale tra il prospettato inadempimento dell'intermediario ed il danno lamentato.

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

Non pare, dunque ravvisabile, come evidenziato, la necessaria relazione causale tra la condotta della intermediaria ed il danno lamentato dall'attrice, che nel suo portafoglio deteneva titoli del tutto assimilabili a quelli di cui si controverte, e dunque può presumersi avrebbe egualmente disposto gli acquisti in questione anche se avesse ricevuto maggiori informazioni su tali titoli, tenendo conto di quelle all'epoca acquisibili dagli operatori.

Non sembra, poi, ravvisabile il conflitto di interessi prospettato dalla attrice in ragione dei rapporti intercorrenti tra la banca convenuta e la società gestrice del mercato EUOTLX, laddove i titoli erano stati negoziati, in quanto non risulta che la banca convenuta abbia svolto attività di collocamento o sollecitazione all'acquisto delle obbligazioni Lehman, né ciò è stato dedotto dalla attrice, e la circostanza della partecipazione in tale società per il tramite della banca [...] non determina in

capo all'intermediario un conflitto di interessi per la negoziazione dei titoli neppure in precedenza presenti nel proprio portafoglio (in senso identico si veda la sentenza numero 3440/2011 di questo tribunale del 30 aprile 2012, che si condivide).

Gli inadempimenti successivi alla disposizione degli ordini

L'attrice lamenta anche inadempimenti della banca convenuta nella fase successiva alla disposizione degli ordini, per avere la stessa omesso di informarla dell'andamento del titolo, come invece avrebbe dovuto fare secondo quanto previsto dalla normativa di settore, sia sulla base di quanto previsto dall'art. 20 del prospetto PattiChiari.

Sembra, al riguardo, del tutto condivisibile la ricostruzione compiuta nella sentenza di questo stesso Tribunale sopra citata, anche ai sensi e per gli effetti dell'articolo 118 delle norme di attuazione del codice di procedura, secondo cui l'obbligo normativo degli intermediari di informare i proprio clienti delle variazioni delle informazioni fornite ai sensi degli articoli da 29 a 32 del regolamento Consob 16910/2007 (applicabile a decorrere dal 30.6.2008) riguarda le caratteristiche generali dei servizi e attività di investimento svolte, ma non anche, come invece sostenuto dall'attrice, anche qualsiasi variazione dei livelli di rischio dei titoli acquistati in precedenza ed ancora presenti nel portafoglio degli investitori. [...]

Altrettanto condivisibile e persuasiva risulta l'esclusione compiuta nella medesima sentenza della esistenza di un obbligo convenzionale dell'intermediario, nei confronti dell'investitore, di comunicare a quest'ultimo ogni variazione significativa del livello di rischio dei titoli, riguardando la relativa avvertenza derivante dall'adesione da parte della convenuta al consorzio PattiChiari, trascritta dalla banca nell'ordine, la possibile uscita dall'elenco delle obbligazioni predisposto dal Consorzio, come emerge chiaramente dalla relativa guida illustrativa, e non anche le mere variazioni del livello di rischio dei singoli titoli acquistati. [...]

Non sembrano, in conclusione, ravvisabili gli inadempimenti della banca convenuta lamentati dalla attrice e da quest'ultima posti a fondamento delle sue domande

risarcitorie, giacché la banca comunicò alla attrice tempestivamente l'uscita delle obbligazioni Lehman dall'elenco di quelle a basso rischio di cui all'elenco predisposto dal Consorzio PattiChiari immediatamente dopo la verifica dei presupposti di tale esclusione, e comunque entro il termine di 48 ore prescritto, non essendosi in precedenza verificati i presupposti di tale uscita e non essendo dovuta, di conseguenza, alcuna comunicazione.

Tutte le domande proposte dalla attrice debbono, in conclusione, essere respinte.

Non si ravvisano, infine, ragioni per discostarsi dalla regola secondo cui le spese seguono la soccombenza con la conseguenza che l'attrice deve essere condannata a rifonderle per intero alla banca convenuta. [...]

P.Q.M.

Il Tribunale, definitivamente pronunciando nella causa in epigrafe indicata, ogni altra domanda, eccezione e deduzione disattesa e respinta, così provvede:

- Respinge tutte le domande proposte da [...] nei confronti della [...];
- Condanna [...] a rimborsare alla [...] le spese processuali che si liquidano in Euro 10.1 per compensi, oltre rimborso forfettario del 15% sui compensi, c.p.a. ed i.v.a.

Così deciso in Torino, addì 10 giugno 2014, con sentenza depositata in Cancelleria in pari data, interamente redatta dall'estensore mediante scritturazione elettronica.

**IL RISCHIO EMITTENTE ED I CONFINI DEGLI OBBLIGHI
INFORMATIVI DELL'INTERMEDIARIO:
ANCORA SUL CASO LEHMAN BROTHERS.* (**)**

**(The issuer risk and the boundaries of disclosure requirements of dealer:
still on the case of lehman brothers)**

SOMMARIO: 1. Il caso: acquisto di obbligazioni Lehman Brothers e mancata segnalazione dello stato di difficoltà dell'emittente - 2. Obblighi informativi dell'intermediario ed obblighi di correttezza - 3. Diligenza e buona fede in capo all'intermediario - 4. La controversa natura del contratto concluso tra intermediario ed investitore: implicazioni sulla risolvibilità per inadempimento - 5. Nullità virtuale e normativa di settore - 6. Annullabilità del contratto di investimento e vizi del consenso. Connessioni con la profilatura del cliente e la rischiosità dell'investimento - 7. Le "forzature" adottate sulle valutazioni del rischio emittente e la mancata convergenza sugli indicatori di rischio oggettivo

1. Con la sentenza in commento si affronta ancora una volta il tema della validità dei contratti di sottoscrizione delle obbligazioni Lehman Brothers e delle potenziali responsabilità delle banche collocatrici.

Nel caso di specie, l'investitore (cliente *retail*), dopo essersi consultato con il proprio istituto bancario, nel 2007 aveva acquistato due *tranches* di obbligazioni Lehman (per un controvalore complessivo di Euro 80.000), le quali facevano parte di un elenco di titoli a basso rischio-rendimento redatto conformemente al c.d. progetto "Patti Chiari", alla quale aveva aderito la banca intermediaria. Tali obbligazioni, come noto, subivano una massiccia perdita di valore, alla luce delle difficoltà finanziarie incontrate dall'emittente, culminate con il ricorso alla

procedura concorsuale (il famoso *Chapter 11* della legge fallimentare statunitense)¹.

In virtù della mancata segnalazione dello stato di difficoltà dell'emittente, l'investitore riteneva la banca inadempiente agli obblighi di comportamento stabiliti dal Testo Unico della Finanza (TUF) e pertanto chiedeva la dichiarazione di nullità dei contratti di investimento stipulati per violazione di norma imperativa (ed in subordine l'annullabilità per vizi del consenso o la risoluzione per inadempimento) ed il risarcimento dei danni subiti.

L'istituto di credito replicava sottolineando che l'investitore era un proprio cliente da svariati anni, che era stata regolarmente effettuata la profilatura dello stesso e che quest'ultimo aveva dichiarato – in sede di stipula del contratto di deposito titoli (nel 1999) – di avere una elevata esperienza e conoscenza degli strumenti finanziari, richiedendo espressamente alla banca l'acquisto delle obbligazioni Lehman.

Inoltre, il tracollo della situazione finanziaria di tale emittente non era in alcun modo prevedibile e le informazioni fornite al cliente non potevano essere trasmesse precedentemente, poiché le notizie sull'andamento della banca Lehman non erano ancora pubbliche (fino alla dichiarazione di insolvenza²) e dunque non potevano essere conosciute neanche dalla banca negoziatrice.

Il Tribunale adito non ha individuato responsabilità di natura contrattuale con riferimento agli ordini di acquisto di tali obbligazioni; allo stesso modo non ha

* Contributo approvato dai revisori.

(**) *Le opinioni espresse nel presente contributo sono strettamente personali e non impegnano in alcun modo l'Istituto di appartenenza (Consob).*

¹In generale, sul punto, si rimanda per tutti a TABB, *The Law of Bankruptcy*, second edition, Foundation Press, 2009; MASSA, *Il diritto concorsuale statunitense fra risanamento e liquidazione*, in *Il fallimento*, 2003, 9, 954.

²Il 15 settembre 2008 la Lehman Brothers Holdings Inc. ha annunciato l'intenzione di avvalersi del Chapter 11 del Bankruptcy Code statunitense annunciando debiti bancari per 613 miliardi di dollari, debiti obbligazionari per 155 miliardi e attività per un valore di 639 miliardi (cfr. press release: http://www.lehman.com/press/pdf_2008/091508_lbhi_chapter11_announce.pdf).

ritenuto di individuare alcun errore essenziale e ben riconoscibile ascrivibile alla banca che potesse invalidare l'ordine di acquisto delle obbligazioni³.

2. La crisi economico-finanziaria iniziata nel primo decennio del ventunesimo secolo (e tutt'ora in corso⁴) ha avuto enormi ripercussioni nel rapporto tra intermediari e risparmiatori/investitori⁵. Sulle ragioni di tale crisi⁶ sono stati scritti fiumi di inchiostro, ma la principale problematica affrontata nei vari filoni giurisprudenziali che hanno caratterizzato la vicenda Lehman Brothers (e non solo: vedasi il caso dell'acquisto di bond argentini, i crack Cirio e Parmalat ecc.⁷) è rappresentata dalla natura e dall'estensione degli obblighi informativi cui sono tenuti gli intermediari ai sensi di legge.

³ Ugualmente non sono stati riscontrati gli estremi per un risarcimento danni, poiché non è stato ravvisato alcun obbligo vincolante – né di legge né negoziale (in virtù dell'adesione al consorzio Patti Chiari) – per l'intermediario in merito ad ogni oscillazione dei profili di rischio relative alle obbligazioni acquistate dal cliente. Nessun comportamento inadempiente è stato dunque ritenuto ascrivibile nei confronti dell'istituto di credito che ha proceduto alla definizione degli ordini di acquisto del cliente.

⁴Sul tema ampiamente CAPRIGLIONE, SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, Torino, 2012; CAPRIGLIONE, SEMERARO, *Financial crisis and sovereign debt: the European Union between risks and opportunities*, in *Law and economics review*, 2012, 4; MASERA, *The great financial crisis. Economics, regulation and risk*, Roma, 2009; CAPRIGLIONE, TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Torino, 2014. Con specifico riferimento all'Italia, si rimanda più diffusamente a CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929-2009) Il caso italiano*, Padova, 2009.

⁵In merito all'aleatorietà di alcune tipologie negoziali adottate dalle banche, si rimanda a CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004.

⁶Tali ragioni sono state adeguatamente riassunte nell'abuso della leva finanziaria, l'eccessiva dipendenza da fonti di finanziamento a breve, la sottovalutazione delle categorie di rischio, l'insufficiente livello di trasparenza nella cartolarizzazione, l'eccessiva complessità dei prodotti strutturati, l'uso distorto dei sistemi di remunerazione dei *managers*, la carenza di controlli da parte delle preposte autorità di vigilanza e soprattutto l'adozione di una *corporate governance* deficitaria di efficienti controlli interni e di sistemi tesi ad evitare e/o neutralizzare i conflitti di interesse (cfr. BENCINI, *Il caso Lehman Brothers: cause di default e prospettive di tutela*, visionabile su www.associazionepreite.it. Si rimanda anche a ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2009, 83; CAVALIERI, *Una riflessione sulle cause e sulle responsabilità della crisi globale*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2009, 100).

⁷Sul tema esaustivamente PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007; COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. It.*, 2006, 537; ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 6, 604; PELLEGRINI, *Brevi note sulla vexata quaestio dei bonds argentini*, in *Giur. Merito*, 2005, 11, 2281.

La contrattazione tra due soggetti così diversi come un investitore *retail* ed un intermediario è di per sé asimmetrica⁸ ed - in una visione di tipo paternalistico - il diritto interviene per minimizzare queste asimmetrie informative attraverso alcuni necessari obblighi posti in capo agli intermediari. Talvolta però il diritto cerca di operare delle forme di “compensazione sociale” per riequilibrare le posizioni negoziali operando delle “forzature” che travalicano valutazioni di puro diritto per sfociare in una diversa distribuzione del rischio finanziario originariamente assunto dall’investitore⁹.

La principale fonte dei citati obblighi informativi è rinvenibile nell’art. 21 del TUF, secondo il quale nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento i soggetti abilitati devono, *inter alia*, “comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati” e “acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati”¹⁰. La regolamentazione adottata successivamente al recepimento della Direttiva MiFID¹¹ ha modificato i regimi di appropriatezza ed adeguatezza, ma non ha mutato i termini generali del problema¹². Lo scopo della regolamentazione sopra menzionata è dunque

⁸Per tutti, ROPPO, *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico*, in *Corr. Giur.*, 2009, 267.

⁹Cfr. PELLEGRINI, *La responsabilità dell’intermediario per “solidarietà creditoria” in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca borsa tit. credito*, 2008, 2, 171; PELLEGRINI, *L’inaccettabile conferma di un orientamento giurisprudenziale da tempo superato*, in *Riv. trim. dir. ec.* 2010, 215. Si veda pure PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in CAPRIGLIONE, *L’ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, 840.

¹⁰Tali obblighi peraltro vengono meglio specificati dalla normativa secondaria (Regolamento Consob n. 11522 del 1° luglio 1998 e successive modifiche). In particolare, il citato Regolamento Intermediari in vigore nel 2007 stabiliva la necessaria conoscenza dei servizi e delle attività prestate in modo da adeguarle alle richieste della clientela (art. 26) nonché la necessità di ottenere dal cliente tutte le notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, e la sua propensione al rischio (art. 28).

¹¹In dottrina si segnala sul punto GABRIELLI, *Il ruolo dell’informazione nel nuovo regolamento intermediari Consob*, in *Corr. merito*, 2008, 401.

¹²Sottolineano l’insussistenza di un generale obbligo informativo continuativo nel contesto sia del previgente, sia dell’attuale quadro normativo, GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell’investitore all’intermediario*, in *Contratto e impresa*, 2005, 589, NIGRO, *Ancora sulla configurabilità di un generale obbligo di alert di fonte legale: spunti di riflessione dalla MiFID Review*, in *La Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2013, 10, 893.

condurre l'investitore ad una scelta di investimento consapevole. Per raggiungere tale obiettivo, l'intermediario deve agire in buona fede, adempiendo i suoi doveri con la diligenza richiesta e senza tacere alcuna informazione di quelle in suo possesso.

La *questio iuris* si focalizza sulla valutazione dell'esistenza di un obbligo della banca di monitorare in via periodica e continuativa i mutamenti di rischiosità dei titoli detenuti dai propri clienti, nonché sulla valutazione della possibilità che la stessa banca, con riferimento ai titoli Lehman Brothers, sfruttando la propria (presunta) posizione privilegiata, avesse potuto conoscere le problematiche dell'emittente anche prima della dichiarazione di *default* di quest'ultimo.

Il Tribunale di Torino ha stabilito che tale obbligo continuativo in capo all'intermediario è insussistente da un punto di vista regolamentare e non possa essere ricondotto neanche a violazioni dell'obbligo di eseguire in buona fede le disposizioni contrattualmente previste. Questa visione fortemente ancorata al dato normativo - regolamentare evita di agevolare quelle soluzioni di "compensazione sociale" che cercano di tutelare il risparmiatore, distribuendo il rischio a sfavore del soggetto con la maggiore solvibilità e con una posizione di privilegio sul mercato finanziario¹³ (i.e. la banca).

L'obbligazione di agire in modo che i clienti "siano sempre adeguatamente informati" presenta però dei limiti oggettivi. Essa riguarda le "caratteristiche generali dei servizi e attività di investimento svolte", e può riguardare gruppi omogenei di strumenti finanziari aventi le stesse caratteristiche¹⁴, ma non può implicare, secondo l'opinione dominante, un'attività di valutazione continua dei *rating* relativi ai singoli titoli in portafoglio ai clienti. Peraltro, il *rating* è sì un indice

¹³Amplius in PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento*, in CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, 808.

¹⁴Per il Tribunale di Torino "una simile disposizione regolamentare [i.e. artt. 29 e ss. del Regolamento Intermediari], del resto, appare del tutto coincidente con l'assetto normativo comunitario ove non è previsto alcun obbligo di una specifica informativa post-vendita circa le variazioni di rischio di ogni singolo strumento finanziario detenuto in portafoglio dai singoli clienti".

rilevante per valutare la capacità degli emittenti di far fronte alle obbligazioni, ma non è l'unico indice sul quale fondare dette valutazioni¹⁵.

Per tale gravosa obbligazione sussisterebbe dunque l'impossibilità della prestazione da parte della banca¹⁶. I confini di tale obbligazione sarebbero inoltre molto incerti, poiché il concetto di "modifica rilevante" del profilo di rischio dell'obbligazione (che farebbe scattare l'obbligo di informazione nei confronti del cliente¹⁷) è opinabile ed è soggetto a margini valutativi parametrabili alle caratteristiche di ogni singolo cliente¹⁸.

3. I profili di diligenza nell'adempimento delle prestazioni e la buona fede che deve permeare l'esecuzione dei contratti pongono delicati interrogativi al riguardo. In particolare, ci si è interrogati sull'ampiezza del dovere di diligenza dell'intermediario, sulla posizione "privilegiata" della banca e sulla buona fede della stessa¹⁹.

Sebbene il dovere di diligenza in capo ad un soggetto specializzato²⁰ come può essere un intermediario finanziario sia logicamente più esteso di quello di un singolo investitore²¹, tale dovere non può travalicare il limite della ragionevolezza,

¹⁵Va comunque sottolineato che "L'obbligo di informazione gravante sull'intermediario non sottrae il risparmiatore al rischio connesso all'acquisto dei prodotti finanziari ma lo aiuta semplicemente a gestirlo. Si deve quindi ritenere che l'elevato rendimento dei titoli, l'avvertenza in proposito contenuta nel documento sui rischi generali di investimento unitamente al rating attribuito dalle agenzie specializzate costituiscano per un investitore non sprovveduto elementi più che sufficienti a renderlo edotto del rischio" (Trib. Parma 24 maggio 2007, visionabile su www.ilcaso.it).

¹⁶Contra SANGIOVANNI, *Obbligazioni Lehman Brothers e tutele degli investitori*, in *Contratti*, 2010, 3, 221, secondo il quale gli obblighi informativi dell'intermediario sono continui.

¹⁷Cfr. articoli 31 e 34 del Regolamento Intermediari della Consob.

¹⁸Amplius in NIGRO, *Ancora sulla configurabilità di un generale obbligo di alert di fonte legale: spunti di riflessione sulla MiFID review*, in *La Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2013, 10, 888.

¹⁹Cfr. Cass. Sez. I, Sent. 6 agosto 2008, n. 21250.

²⁰Sul tema PARRELLA, *L'informativa successiva alla compravendita di strumenti finanziari*, in *Società*, 2012, 1201; GRECO, *Rileggere le regole dell'informazione nel rapporto tra intermediario e risparmiatore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2014, 3, 938.

²¹Gli obblighi informativi che l'art. 21 del TUF pone a carico degli intermediari riguardano un tipo di conoscenza che è più della semplice informazione sui prodotti da loro offerti, conoscenza che si estende alla loro provenienza, alla situazione degli stessi nei mercati, alla loro destinazione tra il pubblico dei consumatori. Si tratta di conoscenza che l'investitore risparmiatore, per esperienza, per

avendo in considerazione anche la disponibilità delle informazioni in capo all'intermediario²².

Pertanto, la banca non può considerarsi *ex se* in una posizione privilegiata in merito alle informazioni sul *rating* dei titoli inclusi nei portafogli dei propri clienti, non potendo vantare alcuna "rendita informativa" nei confronti delle agenzie di *rating*²³. Prima della notizia del *default* di Lehman Brothers, dunque, non essendoci stata nessuna alterazione del *rating* delle obbligazioni in questione, nulla può essere addebitato all'intermediario, poiché non vi erano elementi oggettivi sui quali poter basare una previsione di scarsa affidabilità dell'emittente.

Detto ciò, verranno di seguito brevemente esaminate le domande di parte attrice sviluppate nei confronti dell'intermediario.

4. Elemento preliminare alle disquisizioni sugli obblighi informativi dell'intermediario e sugli eventuali profili di responsabilità, è la natura degli ordini di acquisto che il cliente fa pervenire alla banca; natura che è a tutt'oggi controversa.

Non manca chi considera tali ordini aventi contenuto negoziale, anche se non prettamente autonomi e collegati ad un contratto quadro per l'esecuzione di un servizio o attività di investimento. Secondo questa teoria, i singoli ordini di acquisto potrebbero pertanto configurarsi come negozi autonomi, che prendono la forma di mandato in caso di negoziazione per conto terzi e di contratti di compravendita in caso di negoziazione per conto proprio²⁴. La natura di atto negoziale implicherebbe l'autonoma risolvibilità dell'ordine²⁵.

cultura o per diverso campo lavorativo non potrà mai acquisire (in tal senso Tribunale di Roma, 8 ottobre 2004, visionabile su www.ilcaso.it).

²²Per l'affermazione della responsabilità dell'intermediario quale responsabilità da contatto sociale, vedasi Trib. Rimini, 21 luglio 2007, visionabile su www.ilcaso.it.

²³Sul tema BOCCHINI, *In principio erano le informazioni*, in *Giur. comm.*, 2008, 35.

²⁴In tal senso Tib. Venezia, 30 maggio 2007, in *Società*, 2008, 11, 1393.

²⁵In tal senso Trib. Ferrara, 19 agosto 2009; Trib. Piacenza, 28 luglio 2009, visionabili su www.ilcaso.it.

A ben vedere, però, ogni ordine appare inserito in un rapporto negoziale già in essere tra intermediario ed investitore; non si tratterebbe pertanto di un negozio autonomo, né di un negozio collegato, bensì di un “tassello” del rapporto negoziale che non ha propria causa: esso si fonda infatti sul rapporto di mandato sottoscritto in precedenza. Seguendo tale impostazione, l’ordine di acquisto dei singoli titoli da parte del cliente non può inquadrarsi in un rapporto autonomo di mandato, ma si sostanzia in un’istruzione del mandante al mandatario per l’esecuzione del mandato: rappresenta dunque un negozio d’attuazione²⁶.

È questa la strada argomentativa percorsa dal Tribunale di Torino, il quale ritiene di non poter accogliere la domanda di risoluzione contrattuale, poiché colloca gli ordini di negoziazione nella fase precontrattuale e non nel momento genetico del contratto di investimento²⁷. Gli ordini in questione, secondo il Tribunale adito, rappresentano operazioni *“di tipo meramente esecutivo del rapporto di mandato costituito mediante la conclusione del contratto quadro di negoziazione, con la conseguenza che esso non è suscettibile di risoluzione”*²⁸.

In essenza, la violazione dei doveri informativi relativi alle specifiche caratteristiche del titolo negoziato ed all’inadeguatezza dell’operazione, non può condurre alla risoluzione della singola operazione²⁹, in quanto detta violazione può incidere solo

²⁶Per tale ricostruzione Trib. Firenze, 29 maggio 2006, visionabile su www.ilcaso.it. In dottrina GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell’investitore all’intermediario*, in *Contratto e impresa*, 2005, 589.

²⁷Viene citata la famosa sentenza delle Sezioni Unite della Cassazione secondo la quale *“la violazione dei doveri d’informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d’investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d’intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d’investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d’intermediazione finanziaria in questione. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può però determinare la nullità del contratto d’intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell’art. 1418 c.c., comma 1”* (Cass. SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, 3, 784).

²⁸Dette operazioni, effettuate successivamente dall’intermediario per conto del cliente, costituiscono il momento attuativo del precedente contratto d’intermediazione. *Contra* Trib. Ferrara, 20 maggio 2010, visionabile su www.ilcaso.it.

²⁹Trib. Roma, 24 maggio 2013, visionabile su www.ilcaso.it.

sulla fase precedente la trattativa ed essere quindi fonte di responsabilità precontrattuale³⁰.

5. Anche la domanda di nullità riferita agli ordini di acquisto è stata respinta dal Tribunale del capoluogo piemontese.

Al riguardo, va rimarcato come nel diritto finanziario non possa parlarsi indistintamente di nullità riferita a tutti i potenziali inadempimenti; peraltro, occorre a monte una valutazione degli scopi di tutela perseguiti dalla normativa e dalla natura pubblicistica degli stessi³¹. Con specifico riferimento alla nullità del contratto per contrarietà a norme imperative in difetto di espressa previsione in tal senso (cd. nullità virtuale), deve trovare conferma la tradizionale impostazione secondo la quale, ove non altrimenti stabilito dalla legge, unicamente la violazione di norme inderogabili concernenti la validità del contratto è suscettibile di determinarne la nullità e non già la violazione di norme, anch'esse imperative, riguardanti il comportamento dei contraenti, la quale può essere fonte di responsabilità.

Ne discende che, mancando una esplicita previsione normativa, debba escludersi che la violazione dei menzionati doveri di comportamento possa determinare, a norma dell'art. 1418, comma I, c.c., la nullità del cosiddetto contratto quadro o dei singoli atti negoziali posti in essere in base ad esso.

La Cassazione conferma in sostanza una siffatta impostazione³². L'assenza di specifico richiamo alla nullità da parte della normativa di settore è dunque dirimente. In altre parole, quando all'intermediario vengono rimproverate delle

³⁰Trib. Udine, 5 marzo 2010, visionabile su www.ilcaso.it.

³¹La distinzione, nell'ambito della disciplina dettata in tema di intermediazione finanziaria, tra adempimenti prescritti a pena di nullità (ad esempio per la prescrizione della forma scritta del contratto per la prestazione dei servizi di investimento) ed altri obblighi di comportamento pure posti a carico dell'intermediario, ma non a pena di nullità, impedisce una generalizzata qualificazione di tutta la disciplina della intermediazione mobiliare come di ordine pubblico, di per sé presidiata dalla nullità virtuale di cui all'art. 1418 c.c. (cfr. Trib. Rovigo, 20 gennaio 2011).

³²Cass. SS.UU. sent. 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Danno e Resp.*, 2008, 5, 525.

mananze dal punto di vista degli oneri comportamentali, questi ultimi non possono essere considerati come facenti parte della struttura della fattispecie normativa; l'interprete non può spingersi fino ad individuare delle ipotesi carenti da un punto di vista della determinatezza della fattispecie e che comportino un rimedio così radicale quale quello della nullità³³.

6. Un'ulteriore domanda avanzata in via subordinata, ed anch'essa respinta dal Tribunale di Torino, concerne l'annullabilità del contratto di investimento.

Per potersi affermare l'annullabilità devono sussistere dei vizi del consenso tali da aver alterato la corretta percezione della realtà del contraente (i.e. l'investitore) e dunque averlo indotto a sottoscrivere un contratto a condizioni che, se percepite correttamente, lo avrebbero indotto a desistere dal perseguire il proprio investimento. L'onere della prova su tale circostanza spetta all'investitore³⁴.

In sostanza, l'elemento discriminante per le valutazioni del caso appare essere ancora una volta la rischiosità dell'investimento. Tale caratteristica, però, non incide nel caso di specie né mutando l'oggetto dell'operazione (titoli corporate Lehman Brothers) né sull'oggetto del contratto (contratto di investimento); tutt'al più la rischiosità funge da elemento motivante o demotivante alla conclusione dell'investimento.

Ai fini dell'errore richiesto per l'annullamento del contratto è quindi irrilevante il successivo andamento e peggioramento dei titoli al fine della

³³Sul tema Cass. civ. Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e Resp.*, 2006, 1, 25.

³⁴Il vizio deve derivare da un errore essenziale e riconoscibile: questo errore consisterebbe nella errata valutazione sui rischi dei titoli, derivante dal comportamento della banca che avrebbe taciuto su tali rischi; il tutto presupponendo che qualora avesse ricevuto adeguate informazioni al momento della contrattazione, l'investitore non avrebbe certamente compiuto l'operazione. Ai fini della valutazione sulla sussistenza di vizi del consenso è necessario far riferimento alle caratteristiche dell'investitore. Sarà più arduo considerare quest'ultimo in errore su profili valutativi inerenti al rischio di un titolo acquistato laddove dalla profilatura effettuata dalla banca emerga che il cliente sia un esperto investitore con considerevole propensione al rischio (sul punto vedasi Trib. Parma 17 novembre 2005, visionabile su www.ilcaso.it).

formazione del consenso e dunque della scelta di investimento consapevole da parte del cliente³⁵.

7. L'esigenza di mettere in evidenza un sostanziale squilibrio tra le parti contrattuali, ha fatto in modo che si enfatizzasse il ruolo dell'intermediario quale "operatore qualificato" sul mercato mobiliare³⁶, in posizione di sostanziale vantaggio informativo rispetto al risparmiatore; vantaggio che, secondo alcuni, dovrebbe implicare la necessaria conoscenza di informazioni sull'emittente molto dettagliate che esulano dal *rating* creditizio assegnato da soggetti esterni³⁷.

La diligenza richiesta all'intermediario (ex art. 1176 c.c.) si "dilata" ad ogni tipo di operazione, verso la quale l'"accorto banchiere" deve, per essere esente da responsabilità, dimostrare una diligenza particolarmente qualificata³⁸.

Ciò è senz'altro vero, anche se sembra che a volte si sia andato un po' oltre. La responsabilità dell'intermediario è stata alquanto "forzata" in alcuni casi, dando per scontati degli elementi dei quali non vi era alcuna prova concreta sulla quale fondare una decisione avversa all'intermediario. Esemplificando, si può agevolmente notare che, laddove si afferma che *"è [...] vero che la situazione critica dell'economia statunitense ed in particolare delle banche americane quantomeno dall'estate 2008 era nota e ciononostante [...] appare dunque evidente come gli elementi riportati non possono sempre considerarsi indice di assoluta sicurezza del titolo e soprattutto come, in ogni caso, [...] l'ottimo rating [...] non esonerino l'intermediario dal fornire precise informazioni, di cui era senz'altro in possesso, concernenti la tipologia del titolo offerto all'investitore e la variazione*

³⁵«La redditività del titolo infatti "non attiene all'oggetto del contratto, ma alla sfera dei motivi in base ai quali la parte si è determinata a concludere un determinato contratto, con la conseguente irrilevanza della sua valutazione al fine della formulazione del consenso della [parte] attrice" (Trib. Parma, 21 marzo 2007 n. 381, visionabile su www.ilcaso.it).

³⁶ Cfr. App. Torino, 28 febbraio 2014, n. 767, visionabile su www.dirittobancario.it.

³⁷Sulla configurabilità dell'obbligo di informazione continua in capo agli intermediari vedasi PICARDI, *Nuovi sviluppi giurisprudenziali in tema di responsabilità degli intermediari*, in *Dir. e giur.*, 2007, 192.

³⁸Per tali concetti si rimanda a Cass., sent. 12 giugno 2007, n. 13777, in *Contratti*, 2007, 11, 990.

*qualitativa del rischio non ricollegato affatto alla semplice più lunga scadenza del titolo, ma proprio alla natura dell'emittente*³⁹, si dimentica che i *rumors* riportati dalla stampa (gli unici senz'altro rinvenibili come indici di pericolosità del titolo prima del *default* di Lehman Brothers) non possono essere considerati come elementi per fondare un giudizio definitivo sulla particolare rischiosità dell'investimento. Di altre informazioni non si può avere la certezza (*“senz'altro in possesso”*)⁴⁰.

Appare dunque apodittico stabilire che - in un caso analogo a quello del quale si discute - *“la banca intermediaria non poteva, infatti, non essere a conoscenza della situazione di difficoltà dell'emittente [...]”*⁴¹, non essendovi la prova della disponibilità di informazioni (evidentemente non pubbliche) sul rischio emittente.

In sostanza, non vi è convergenza di idee sugli indicatori di rischio⁴² da utilizzare per valutare la affidabilità dei titoli emessi da un emittente. Nella pratica ci si affida usualmente ad un consulente tecnico⁴³; tale dato conferma la difficoltà di valutazione da parte degli organi giudicanti, ma non può certo giustificare delle “manovre” di allargamento della responsabilità degli intermediari che non trovano conforto a livello legislativo (“manovre” che penalizzano gli intermediari, soggetti

³⁹Cfr. App. Torino, 28 febbraio 2014, n. 767, visionabile su www.dirittobancario.it. Si veda anche Trib. Aosta, 22 marzo 2012, n. 131.

⁴⁰La discrezionalità nel considerare i menzionati *rumors* come indici di aumento del rischio del titolo, *“con conseguente passaggio del titolo dall'area del basso rischio ad un livello di rischio significativo”*, potrebbe difatti creare notevoli problematiche relative alle differenze di trattamento ed alla ragionevolezza delle differenziazioni (sul tema Trib. Catanzaro, 19 ottobre 2011, n. 685, visionabile su www.dirittobancario.it.)

⁴¹Cfr. Trib. Salerno, 20 ottobre 2012.

⁴²Gli indicatori di rischio utilizzati dagli analisti finanziari sono principalmente: il VaR (cd. *Value at Risk*), calcolato su base giornaliera e/o settimanale, dell'obbligazione; l'andamento dei CDS (*Credit Default Swap*); il livello di liquidità (attraverso l'indice azioni medie su attivi medi); l'andamento e composizione delle passività totali della società emittente; il rapporto di indebitamento mediante l'ausilio dell'indice *Leverage*; la volatilità storica e implicita del prezzo delle azioni; l'*Earning Per Share ratio*; la distribuzione temporale dei titoli di debito emessi dalla Banca; l'evoluzione storica del prezzo delle azioni e della capitalizzazione di mercato (cd. *Market Cap*), del prezzo delle obbligazioni e del *rating*.

Si rimanda in giurisprudenza a Trib. Aosta, 22 marzo 2012, n. 131; App. Torino, 28 febbraio 2014, n. 767.

⁴³Cfr. App. Torino, 19 febbraio 2014, n. 349.

notoriamente maggiormente solvibili e storicamente meno esposti al rischio fallimento (c.d. “*too big to fail*”⁴⁴).

Una prudente valutazione che possa essere considerata compatibile con la diligenza richiesta all'accorto banchiere deve essere ancorata a dati oggettivi⁴⁵ e non variabili soggettivamente e discrezionalmente. Appare dunque sostenibile il fatto “*che le principali società di rating avevano continuato a classificare la banca americana come molto affidabile anche dal punto di vista del pagamento delle cedole*”, rendeva “*realisticamente non prevedibile un suo fallimento e non prevedibile nemmeno l'atteggiamento “non interventista” adottato dal governo americano soprattutto se posto in relazione all'atteggiamento dallo stesso tenuto con riferimento ai casi accaduti in precedenza*”⁴⁶.

Su queste basi può fondarsi la assenza di inadempimenti contrattuali da parte dell'intermediario, tanto più se gli obblighi nei confronti della clientela sono rispettati *per tabulas* (attraverso una corretta attività di profilatura), come nel caso *de quo*⁴⁷.

Si può concludere, dunque, che valutazioni di natura “sociale” non possono “estendere” gli obblighi di legge oltre quanto formalmente disposto

⁴⁴Per tutti GIANNINO, *The regulation of the ‘too big to fail banks’ under the European merger control: many difficulties and a suggestion*, in *Riv. dir. banc.*, 21, 2013; ROSS SORKIN, *Too big to fail*, ed.it, Novara, 2010; WILMARTH, *Reforming Financial Regulation to Address the Too-Big-To-Fail Problem*, in *Brooklyn Journal of International Law*, Vol. 35, pp. 707-783, 2010; GWU Legal Studies Research Paper No. 509; GWU Law School Public Law Research Paper No. 509, visionabile su: <http://ssrn.com/abstract=1645921>; WILMARTH, *Too Big to Fail, Too Few to Serve. The potential Risk of National Bank*, in *Iowa Law Review*, 1992.

⁴⁵L'oggettività del processo di determinazione delle condizioni da applicare alle operazioni è uno dei capisaldi per guidare *ex ante* la discrezionalità degli intermediari anche con riferimento alla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi; cfr. Comunicazione Consob n. DIN/9019104 del 2 marzo 2009.

⁴⁶Cfr. Trib. Monza, 24 febbraio 2014, n. 605. In dottrina, D'AURIA, *Prevedibilità del default ed appropriatezza dell'informazione: il caso Lehman Brothers*, in *Corr. merito*, 2013, 3, 262.

⁴⁷D'altronde, l'eccezionalità degli eventi che hanno condotto al fallimento di Lehman Brothers e l'oggettiva imprevedibilità del tracollo finanziario di tale emittente, non potendo essere addebitati alla negligenza dell'intermediario, hanno giustificato la mancata condanna della banca anche in contenziosi – sullo stesso tema – conclusi all'estero, fondata più che altro sulla giustificazione delle

normativamente. Ulteriori obblighi rispetto a quelli derivanti dal TUF possono essere eventualmente circoscritti a quanto espressamente negoziato tra le parti.

Pertanto non si potrà che concordare con le argomentazioni del Tribunale di Torino, secondo il quale la permanenza di un *rating* rimasto invariato all'interno del margine di sicurezza sino ai giorni immediatamente antecedenti al *default*, nonché l'assoluta incertezza e impraticabilità di criteri di valutazione di rischio diversi dalla valutazione di *rating*, costituiscono circostanze sufficienti per ritenere che gli intermediari non fossero tenuti a cogliere tempestivamente il rischio di *default* delle obbligazioni Lehman Brothers al fine di informare i clienti per tempo⁴⁸.

Pertanto, la sussistenza di un c.d. obbligo di *alert* nei confronti dell'investitore che abbia ad oggetto l'andamento degli strumenti finanziari sarebbe "particolarmente ampio e gravoso e dai confini oggettivamente incerti"⁴⁹, confermando così l'impossibilità di rintracciare tale obbligo nella legislazione vigente⁵⁰.

I ragionamenti sul punto devono considerare la logica incertezza derivante dai parametri che l'intermediario dovrebbe utilizzare a tal fine; ciò crea una naturale arbitrarietà, che mal si concilierebbe con un obbligo di natura legale⁵¹.

perdite subite dai risparmiatori come conseguenza del rischio dei mercati (cfr. Corte di Appello di Londra, Rubenstein v HSBC Bank [2012] EWCA Civ 1184, visionabile su www.dirittobancario.it).

⁴⁸In tal senso, la semplice flessione del prezzo dei titoli, se accompagnata dalla stabile permanenza di un *rating* positivo presso le agenzie internazionali, non può ritenersi circostanza tale da indurre gli intermediari a formulare una valutazione di rischio in termini negativi, dovendosi escludere che alla banca intermediaria possa essere rimproverata alcuna violazione dell'obbligo di monitoraggio e informazione (vedasi pure Trib. Parma, 9 luglio 2012, n. 977).

⁴⁹Cfr. Trib. Trapani, 3 aprile 2013.

⁵⁰Cfr. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento: gli obblighi degli intermediari*, in GABRIELLI, LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, 232; NIGRO, *Ancora sulla configurabilità di un generale obbligo di alert di fonte legale: spunti di riflessione dalla MiFID review*, in *Nuova giur. civ. commentata*, 2013, 10, 893. In giurisprudenza, si rimanda a Trib. Rimini, 27 marzo 2013. Tutt'al più il concetto potrebbe essere "stressato" in vista della necessità di fornire al cliente un'informazione adeguata, ma senza comunque poter giungere all'individuazione di una "rigida" obbligazione di natura continua e basata su ogni potenziale informazione dalla quale poter desumere un andamento negativo dei titoli in portafoglio. In senso sostanzialmente analogo, DI AMATO, *I servizi di investimento*, in AMOROSINO, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 105.

⁵¹Si rimanda anche ad ABBATE, *Gli obblighi informativi e la responsabilità dell'intermediario nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2006, 488.

Di conseguenza, l'invio dell'*alert* soltanto dopo la degradazione ufficiale del *rating* delle obbligazioni in questione appare conforme agli obblighi assunti, non potendosi richiedere comportamenti più "gravosi" né invocare una mancata diligenza dal punto di vista professionale. Diversamente si richiederebbe all'intermediario qualcosa che esula dall'oggetto del contratto stesso.

Vittorio Mirra

Dottorando di ricerca in "Diritto ed Impresa", LUISS Guido Carli

Avvocato della Consob