



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI MILANO – BICOCCA

SCUOLA DI DOTTORATO
IN SCIENZE GIURIDICHE

Curriculum in diritto privato

**La responsabilità da prospetto
dell'emittente e dell'intermediario
finanziario**

Andrea Belotti

Matricola: 760803

XXVII Ciclo - a.a. 2013/2014

Coordinatore: Chiar.ma Prof.ssa Margherita Ramajoli

Tutor: Chiar.mo Prof. Bruno Inzitari

Piazza Ateneo nuovo, 1 – 20126 Milano

INDICE

CAPITOLO I

RESPONSABILITA' DA PROSPETTO: SOGGETTI ATTIVI E PASSIVI

1. L'asimmetria informativa fra gli operatori finanziari e i potenziali sottoscrittori	5
2. I soggetti attivi e passivi nell'azione di responsabilità per il prospetto	19
2.1 L'emittente, l'offerente, il garante, le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto.....	34
2.2. Gli intermediari quali responsabili del collocamento.....	54

CAPITOLO II

LA RESPONSABILITA' DELL'EMITTENTE

1. Natura della responsabilità da prospetto.....	61
2. Natura della responsabilità dei soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f.....	64
2.1. Premessa	64
2.2. Tesi della responsabilità extracontrattuale	67
2.3. Tesi (preferibile) della responsabilità precontrattuale	76
3. Responsabilità precontrattuale quale responsabilità contrattuale.....	95

CAPITOLO III

LA RESPONSABILITA' DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

1. Gli intermediari finanziari.....	105
-------------------------------------	-----

2. Qualificazione giuridica del rapporto intercorrente fra investitore e intermediario.....	110
3. Natura giuridica.....	116
3.1. La tesi dell'Ufficio di diritto privato	116
3.2. Tesi del collegamento negoziale	118
3.3. Teoria (preferibile) del contratto quadro quale contratto di mandato	125
4. Natura della responsabilità dei soggetti di cui all'art. 94, co. 9,t.u.f.....	134
4.1. Tesi della variabilità della natura giuridica	134
4.2. Tesi della responsabilità extracontrattuale	138
4.3. Tesi (preferibile) della responsabilità precontrattuale prima della stipulazione del contratto quadro e contrattuale dopo la stipulazione dello stesso	142
5. Le tutele e il danno.....	161
5.1. Premessa	161
5.2. Nullità del contratto quadro.....	163
5.3. Annullabilità del contratto per vizi del consenso	170

5.4. Tesi (preferibile) della responsabilità
precontrattuale prima della stipulazione del
contratto quadro e possibilità di risoluzione
contrattuale dopo la stipulazione dello stesso ..173

Bibliografia.....191

Capitolo I

Responsabilità da prospetto: soggetti attivi e passivi

1. L'asimmetria informativa fra gli operatori finanziari e i potenziali sottoscrittori

La storia dell'ultimo decennio ha posto in evidenza la situazione di molti piccoli risparmiatori che, facendo affidamento sulle informazioni (non sempre corrette e complete) ottenute dagli operatori finanziari e ponendo la propria fiducia nella trasparenza del mercato, hanno investito ingenti somme di denaro subendo talvolta gravi perdite patrimoniali¹.

Nei contratti finanziari un ruolo di rilievo viene assunto dalle informazioni fornite ai clienti non

¹ Si pensi alle vicende *Enron* e *Worldcom*, alle emissioni di obbligazioni effettuate dall'Argentina nonché da società appartenenti ai gruppi *Cirio* e *Parmalat*. E' conseguito un imponente contenzioso promosso dai risparmiatori delusi da investimenti che si sarebbero poi rivelati disastrosi al fine di recuperare quanto investito. Nello specifico, agendo in giudizio, venivano lamentate condotte scorrette degli intermediari finanziari sotto il profilo dell'inosservanza degli obblighi di informazione. Per un'analisi dei casi *Enron* e *Parmalat* si veda Sapelli, *Giochi proibiti. Enron e Parmalat capitalismi a confronto*, Milano, 2004.

professionali² i quali non posseggono spesso la competenza e gli strumenti necessari per valutare la

² La Direttiva dell'Unione europea 2014/65/UE del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (MiFID II), all'art. 4, co. 1, n° 9 definisce il "cliente" come "la persona fisica o giuridica alla quale un'impresa di investimento presta servizi di investimento o servizi accessori" suddividendolo in due grandi categorie: il "cliente al dettaglio" e il "cliente professionale". Quest'ultimo, ai sensi dell'allegato II della citata direttiva, è colui che "possiede l'esperienza, le conoscenze e le competenze necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e di valutare correttamente i rischi che assume". Il cliente considerato professionale può chiedere in ogni caso "un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. Questo livello maggiore di protezione verrà concesso quando un cliente considerato professionale conclude un accordo scritto con l'impresa di investimento per non essere considerato come cliente professionale ai fini delle norme di comportamento applicabili. Tale accordo precisa quale o quali sono i servizi o le operazioni o il tipo o i tipi di prodotti o operazioni ai quali si applica". Nessuna definizione viene invece fornita per il "cliente al dettaglio" se non in termini negativi quale "cliente che non sia cliente professionale". Analoghe disposizioni erano già state previste dalla direttiva MiFID (direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE recepita in Italia con d.lgs 17 settembre 2007, n. 164). Si veda inoltre l'Allegato n° 3 del Regolamento Intermediari secondo cui "un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume".

Sul punto Inzitari-Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 4.

Nel proseguo della trattazione quando si farà riferimento al "cliente" in generale ovvero all' "investitore" senza ulteriori

rispondenza al vero di quanto emerge dai prospetti informativi.

Il legislatore si preoccupa, al fine di tutelare il funzionamento del mercato finanziario, di preservarne la trasparenza con lo scopo di accrescere la fiducia degli investitori nel mercato.

La trasparenza costituisce del resto quel fondamentale prerequisito per il corretto funzionamento del mercato al fine di una corretta tutela dell'investitore, visto sia nella prospettiva statica di chi sia titolare di valori mobiliari sia in quella dinamica di chi opera sul mercato³.

Le regole di condotta poste a carico dell'emittente e dell'intermediario hanno un duplice scopo: nella prospettiva economica quello di evitare l'inefficienza di mercato; nella prospettiva giuridica invece di eliminare la "disuguaglianza sociale" presente nel contratto, ripristinando l'effettiva libertà negoziale delle parti. In questo senso i concetti di "efficienza" ed "equità" sono precondizioni necessarie al fine di soddisfare un'utilità sociale "*ovvero lo sviluppo del mercato e financo la tutela del risparmio in tutte le sue forme (art. 47 Cost.)*"⁴.

Nel rapporto tra emittente e sottoscrittori potenziali di prodotti finanziari sussiste innanzitutto un problema di asimmetria informativa che, inevitabilmente, condiziona il valore dell'investimento sottoscritto dall'investitore⁵.

specificazioni, si intenderà richiamare il "*cliente non professionale*".

³ Fratini, *Diritto dei mercati finanziari*, Bari, 2013, 341.

⁴ Sul punto Sartori, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *www.ilcaso.it*.

⁵ La problematica dell'asimmetria informativa è tipica, in generale, dei rapporti contrattuali di massa, specie di quelli relativi ad oggetti che, di per sé, siano complessi da un punto di vista sia tecnico-

I rapporti sussistenti tra le parti infatti non solo intervengono fra un professionista e un soggetto inesperto in ambito finanziario ma hanno anche ad oggetto un bene che, in ogni caso, l'investitore avrebbe grande difficoltà a valutare autonomamente per la naturale complessità che lo contraddistingue.

Appare evidente però che le informazioni necessarie all'investitore per valutare il suo effettivo interesse all'acquisto di strumenti finanziari sono in possesso dell'emittente o dell'intermediario ovvero di coloro che hanno l'interesse maggiore alla conclusione del contratto⁶.

L'operatore professionale ha la possibilità di accedere ad una maggiore quantità di informazioni; diversamente dall'investitore, ha inoltre gli strumenti necessari, l'esperienza e la professionalità per comprendere con esattezza l'operatività dei diversi prodotti finanziari.

La disuguaglianza conoscitiva di fatto sussistente tra i contraenti genera un obbligo di informazione il quale non riguarda tutto ciò che è già noto alla controparte bensì tutte quelle informazioni che si presume sia opportuno che l'investitore conosca⁷.

I prezzi d'altra parte riflettono le informazioni disponibili cosicché il valore degli strumenti finanziari è direttamente connesso alla quantità e alla qualità delle informazioni da essi incorporate. Ne consegue che un'errata informazione può ledere in primo luogo

giuridico che tecnico-economico come, appunto, gli strumenti finanziari. Sul punto si veda Guerinoni, *Contratti di investimento e responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2010, 52.

⁶ Facci, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 1 ss.

⁷ Grisi, *L'obbligo precontrattuale d'informazione*, Napoli, 1990, 125.

l'interesse degli investitori che concludono operazioni di finanziamento a condizioni svantaggiose rispetto al reale valore dello strumento finanziario (qualora le informazioni siano troppo "benevole" nei confronti dell'emittente); può inoltre ledere, all'opposto, l'interesse della società emittente qualora l'informazione non corretta rappresenti la società stessa con connotati negativi non rispondenti a realtà⁸.

L'informazione assume pertanto un ruolo centrale in questo contesto a tal punto che, potendo produrre un'utilità socialmente apprezzabile, viene qualificata come un autonomo bene giuridico⁹.

⁸ Si veda Caridi, *Danno e responsabilità da informazione la mercato secondario*, Milano, 2012, 132 secondo cui "il danno che si produce per effetto di una informazione falsa o inesatta diffusa al mercato finanziario assume (...) le sembianze di un Giano bifronte, presentandosi, da un lato ed in via diretta, come danno al mercato, ossia come lesione dell'interesse pubblico al corretto funzionamento dei meccanismi di corretta formazione dei prezzi, e, dall'altro e contemporaneamente, sebbene in via indiretta, come lesione del diritto di ogni singolo investitore di poter fare affidamento nel corretto funzionamento del mercato".

⁹ Valongo, *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Milano, 2012; Bartolomucci, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *NGCC*, 2009, 440. Inoltre, da un punto di vista economico, l'informazione è da intendersi quale bene uguale a qualsiasi altro. E' stato infatti osservato che ogni scelta viene assunta sulla scorta delle informazioni possedute. Si decide, ad esempio, di acquistare un determinato prodotto e non un secondo perché viene ritenuto più sicuro e conveniente in base alle informazioni possedute cosicché è plausibile pensare che, se fossimo in possesso di maggiori informazioni relativamente ad un prodotto, ne acquireremmo un altro. D'altra parte anche il successo commerciale delle singole imprese è strettamente

Chi decide di porre in essere un investimento dovrà conoscere il grado di rischio del titolo al fine di poter operare una scelta consapevole al momento della sottoscrizione in base agli obiettivi prefissati nonché alla propria esperienza e capacità patrimoniale.

Sotto il profilo strutturale, va sottolineato che quando l'informazione è rivolta al mercato finanziario presenta una bipartizione rispetto alla fonte.

Le informazioni che provengono dalla società emittente o da soggetti legati a questa da vincoli economici¹⁰ (informazione primaria) vengono integrate da quelle fornite dagli informatori secondari quali i *gatekeepers* e gli intermediari informativi (informazione secondaria)¹¹ che ne garantiscono la completezza e la veridicità¹².

connesso con le soluzioni tecniche adottate. (Gallo, *Asimmetrie informative e dovere di informazione*, in *RDC*, 2007, 5, 647). La dottrina contraria fonda il proprio convincimento sul fatto che un autonomo bene giuridico debba strutturalmente essere connesso al godimento in forma esclusiva (Zeno-Zencovich, *Cosa*, in *Digesto*, sez. civ., IV, Torino, 1989, 455). Questa posizione non può però accogliersi. Va infatti considerato, in primo luogo, che l'art. 810 c.c. postula l'idoneità del bene ad essere "oggetto di diritti" e non di "diritti esclusivi", in secondo luogo che esistono beni (si pensi al paesaggio, art. 9 Cost.) che sono certamente beni giuridici benché non siano configurabili in godimento esclusivo e quali oggetto del diritto soggettivo individuale (Perlingieri, *L'informazione come bene giuridico*, in *RaDC*, 1990, 326 ss.).

¹⁰ Sul punto si veda Cap. I, § 2.1.

¹¹ Caridi, *op. cit.*, 78.

¹² D'altra parte un'informazione non corretta lede, in primo luogo, l'interesse degli investitori che pongono in essere operazioni di investimento o disinvestimento a prezzi diversi rispetto a quelli che vi sarebbero stati in assenza di "elementi di disturbo". Anche gli emittenti però potrebbero subire un danno a causa della

Si pensi alle informazioni che, ai sensi degli artt. 21 ss. t.u.f., devono essere riportate dagli intermediari finanziari nonché agli obblighi che la disciplina civilistica e regolamentare impone ad altri soggetti quali, ad esempio l'eventuale garante, le società di revisione ecc.

Il legislatore ha pertanto previsto, in primo luogo, la pubblicazione di un prospetto informativo ovvero di un documento con cui quanti intendano effettuare una sollecitazione all'investimento comunicano sia all'autorità di vigilanza che al mercato le caratteristiche dell'operazione che si vuole realizzare; con il citato prospetto vengono fornite *“tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti”* (art. 94, co. 2, t.u.f.).

E' un documento che contemporaneamente incide sia sul generale interesse ad una corretta e completa informazione al mercato sia sull'interesse del singolo investitore al rispetto dei principi di buona fede e correttezza nella fase antecedente la conclusione del contratto.

Il prospetto contiene inoltre una nota di sintesi che, con linguaggio non tecnico e concisamente, fornisce le informazioni chiave nella lingua in cui il prospetto è stato

circolazione di notizie non veritiere e screditanti sui titoli emessi. Si pensi, ad esempio, alle false o inesatte informazioni rilasciate dalla società di revisione o sintetizzate nei *rating* assegnati dalle omonime agenzie. Sul punto Caridi, *op. cit.*, 108. Nel presente lavoro verrà focalizzata l'attenzione sugli obblighi informativi dell'emittente e degli intermediari finanziari.

in origine redatto evidenziando i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta.

Il contenuto del prospetto è dettagliato nel Regolamento Emittenti come adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche.

E' depositato presso la Consob secondo le modalità specificate dalla stessa con propria comunicazione, nonché messo a disposizione del pubblico dall'emittente o dall'offerente il prima possibile e, in ogni caso, non oltre l'inizio dell'offerta (art. 9 Regolamento Emittenti).

Questo può avvenire in tre modi¹³: in primo luogo mediante inserimento in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione nello Stato in cui è effettuata l'offerta; in secondo luogo su supporto cartaceo e gratuitamente, presso la sede legale dell'emittente e presso gli uffici degli intermediari incaricati del collocamento; infine in forma elettronica nel sito internet dell'emittente o, se del caso, nel sito degli intermediari incaricati del collocamento.

In quest'ultima ipotesi l'emittente, l'offerente e gli intermediari incaricati del collocamento consegnano gratuitamente a chi ne faccia richiesta una copia cartacea del prospetto stesso (Art. 9, co. 3, Regolamento Emittenti). In ogni caso l'art. 9, co. 1, del citato regolamento prevede che il prospetto pubblicato secondo una delle prime due modalità sia pubblicato anche in forma elettronica.

Specifici obblighi informativi sono posti a carico anche degli intermediari finanziari.

Ai sensi dell'artt. 21 ss. t.u.f. a questi è imposto di operare, nei rapporti col cliente, sulla base di un contratto

¹³ A seguito della delibera n. 18612 del 17 luglio 2013 che ha modificato l'art. 9, co. 1, Regolamento Emittenti.

scritto e “informato” che deve essere consegnato in copia al cliente stesso¹⁴.

Al fine di risolvere il problema delle asimmetrie informative sussistenti fra l’intermediario e l’investitore¹⁵, la qualità contrattuale deve essere idonea “*a porre l’utente in condizione di trarre dalla sua semplice consultazione gli elementi necessari per esprimere un consenso consapevole e, quindi, assumere una scelta negoziale responsabile. I contratti sottoposti agli investitori per la sottoscrizione devono quindi essere redatti con chiarezza al fine di consentire una precisa ed immediata rilevazione della portata economica dell’operazione*”¹⁶.

Il contratto deve contenere una puntuale informativa quanto ai servizi offerti, alle loro caratteristiche specificando il periodo di efficacia, le modalità di modifica e rinnovo del contratto nonché le remunerazioni spettanti all’intermediario¹⁷.

Prima della conclusione del contratto, i soggetti abilitati devono acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare perché essi siano adeguatamente informati evitando di utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali poco chiare o fuorivanti (art. 21, co. 1, lett. b-c, t.u.f.).

Dovranno quindi informarsi quanto al profilo di esperienza e di propensione al rischio dell’investitore¹⁸

¹⁴ Art. 23, co. 1, t.u.f. nonché art. 37, co. 1, Regolamento Intermediari. Sul punto si veda Valongo, *op. cit.*, 66.

¹⁵ In ossequio al generale criterio della trasparenza.

¹⁶ Trib. Vercelli, 30 novembre 2006, in *www.ilcaso.it*. Sul punto Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 39.

¹⁷ Si veda sul punto l’art. 37, co. 2 t.u.f.

¹⁸ Gli operatori finanziari dovranno in ogni caso verificare periodicamente la propensione al rischio dell’emittente non potendo limitarsi esclusivamente alle informazioni raccolte prima

nonché adottare ogni ragionevole misura per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra i clienti adottando idonee misure organizzative al fine di evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti (art. 21, co. 1-*bis*, lett. a, t.u.f.).

La dottrina si è chiesta se il conflitto di interessi sussista solo quando l'intermediario abbia un interesse contrastante con quello dell'investitore che non permetta di soddisfare pienamente la prevista redditività dell'investimento¹⁹ oppure sussista anche quando l'intermediario sia portatore di un interesse proprio che determini un pregiudizio in capo al cliente²⁰.

Deve ritenersi preferibile la prima posizione per cui può affermarsi il conflitto di interessi quando l'intermediario finanziario sia portatore di un interesse incompatibile con quello dell'investitore. L'intermediario

della conclusione del contratto quadro. Come infatti evidenziato anche dalla giurisprudenza di merito (Trib. Trani, 30 maggio 2006, in *RCP*, 2007, 614 ss.), le informazioni necessarie per individuare il profilo di rischio del cliente acquisite nella fase antecedente alla stipulazione del contratto quadro non possono dispiegare i loro effetti su tutte le operazioni successive, ove appena si consideri che la propensione al rischio è soggetta a mutevoli scelte individuali dipendenti dalle disponibilità finanziarie, dalla natura del prodotto, dalle prospettive di investimento, dall'opportunità di impiego del denaro a breve, medio o lungo termine ecc.

¹⁹ Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 118 ss.; Maffei, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *RDC*, 2007, 71 ss.; Maffei, "Equo trattamento" e cura dell'interesse nella prestazione dei servizi di investimento, in www.ilcaso.it.

²⁰ Luminoso, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di rappresentanza*, Milano, 2004, 50.

utilizza cioè i propri poteri per perseguire proprie utilità. Il conflitto si rivela soprattutto quando l'intermediario trasferisce sull'investitore i rischi dei prodotti finanziari che detiene in proprio²¹.

Quando poi le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, informano gli stessi della natura generale e delle fonti dei conflitti di interesse (art. 21, co. 1-*bis*, lett. b, t.u.f.).

Pertanto, diversamente dagli ordinari rapporti privatistici dove il conflitto di interesse è un'anomalia, nell'ambito del mercato finanziario il legislatore sembra prendere atto della diffusione del conflitto di interessi prevedendo, in primo luogo, la prevenzione dei conflitti di

²¹ In questo senso Trib. Roma, 27 novembre 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Venezia, 27 settembre 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *GI*, 2004, 2125. Si veda inoltre Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *www.ilcaso.it* il quale ha escluso la sussistenza di un conflitto di interessi quando il prezzo di vendita è in linea con il prezzo di mercato. In particolare il Tribunale ha ritenuto che la situazione di conflitto di interessi, pur sussistente, “*non abbia concorso a cagionare il pregiudizio lamentato. Trattasi infatti di un conflitto di scarso rilievo e nella specie improduttivo di danno, tenuto conto che non risulta contestato il fatto che la Banca abbia venduto ad un prezzo in linea con il mercato ed atteso che non ha applicato commissioni sulla vendita*”. Come evidenziato dalla dottrina però (Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 120; Maffeis, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito dei consumatori*, in *Contr.*, 2005, 14) quest'ultima posizione deve criticarsi in quanto non può certo ritenersi sufficiente la conformità del corrispettivo alla quotazione del titolo per escludere il pregiudizio per l'investitore. Quest'ultimo infatti, se avesse avuto maggiori informazioni, avrebbe potuto valutare il rischio di insolvenza dell'emittente; avrebbe anche potuto decidere di investire in modo diverso le proprie risorse finanziarie.

interesse e, qualora questa situazione sia inevitabile, stabilendo regole di trasparenza e parità di trattamento degli investitori.

Prevale infatti l'idea per cui, diversamente da quanto previsto dagli artt. 1394 e 1395 c.c., ai fini del conflitto di interessi è irrilevante il danno subito dal cliente; gli obblighi informativi imposti dal legislatore all'intermediario assumono un'autonoma importanza in quanto la preventiva conoscenza del loro oggetto è un momento essenziale nella formazione della volontà dell'investitore²².

Pertanto mentre la disciplina civilistica opera *ex post* consentendo, con l'annullabilità del contratto, l'eliminazione degli effetti dell'atto viziato, le disposizioni

²² D'Aquino, *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario. Parte II: valutazione di adeguatezza e di appropriatezza. Conflitti di interesse ante e post MiFID. Informazioni per i prodotti non negoziati nei mercati regolamentati. Obbligo di monitoraggio dei titoli acquistati dal cliente*, in *GM*, 7-8, 2012, 1745 ss. In senso analogo si è espressa anche la Direttiva dell'Unione europea 2014/65/UE del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE (MiFID II).

Ai sensi dell'art. 23 della stessa infatti "gli Stati membri prescrivono che le imprese di investimento adottino ogni idonea misura per identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali imprese (...) e i loro clienti (...). Quando le disposizioni organizzative o amministrative adottate dall'impresa di investimento (...) per impedire conflitti di interesse lesivi degli interessi della propria clientela non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, l'impresa di investimento informa chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti di interesse e delle misure adottate per mitigare tali rischi".

normative e regolamentari di settore intervengono *ex ante* favorendo in questo modo l'assunzione da parte dell'investitore di scelte informate e consapevoli²³.

Nelle pagine che seguono ci si propone di analizzare la natura della responsabilità (se precontrattuale, contrattuale, extracontrattuale o da contatto sociale) in capo all'emittente e all'intermediario responsabile del collocamento nel caso di danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto.

Nello specifico, dopo aver analizzato le diverse teorie sostenute da dottrina e giurisprudenza, si cercherà di dimostrare la natura precontrattuale della responsabilità sia dei soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f. che dell'intermediario responsabile del collocamento di cui all'art. 94, co. 9, t.u.f.

Tanto l'emittente quanto l'intermediario, come detto, sono soggetti attivi nella predisposizione di una corretta informazione societaria finalizzata a sollecitare l'interesse dell'investitore che si concretizzerà poi in un investimento, in un mancato investimento o in un disinvestimento.

Il loro atteggiamento è da interpretarsi come precontrattuale: nella fase prenegoziale (anche in assenza di trattative specifiche) l'emittente e l'intermediario sono tenuti ad osservare i doveri di veridicità e comunicazione che gli impongono di rendere edotta in modo completo ed esatto la controparte relativamente alle circostanze che rivestono una rilevante importanza per la propria decisione.

²³ Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 132; d'altra parte deve ritenersi che tale circostanza avvalori la tesi che si intende sostenere relativamente alla responsabilità (precontrattuale) dell'intermediario finanziario (cap. III, § 4.3).

Il prospetto, infatti, è da intendersi quale atto prodromico alla conclusione del contratto. Grazie al prospetto informativo si condiziona il processo decisionale dell'investitore ossia la formazione della volontà di concludere un contratto di cui l'emittente abbia valutato ed approvato il contenuto.

La violazione dell'obbligo di corretta redazione dello stesso da parte dell'emittente deve conseguentemente ricondursi ad un' ampia nozione di responsabilità precontrattuale, dovendo per ciò intendersi qualunque responsabilità derivante da comportamenti antigiuridici compiuti precedentemente al perfezionamento di un rapporto contrattuale.

Nella fase prodromica del contratto d'altro canto sussiste anche in capo all'intermediario un obbligo precontrattuale di informazione la cui violazione genera una responsabilità (precontrattuale) in capo all'intermediario stesso.

2. I soggetti attivi e passivi nell'azione di responsabilità per il prospetto

Ai sensi dell'art. 94, co. 1, t.u.f., coloro che intendano effettuare un'offerta pubblica di acquisto sono tenuti a pubblicare, dopo l'approvazione della Consob²⁴, un prospetto informativo.

Tale prospetto deve indicare in forma facilmente comprensibile (a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti) le informazioni necessarie affinché gli investitori possano giungere ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici, sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti (art. 94, co. 2, t.u.f.).

Il prospetto è, da un punto di vista civilistico, quel documento che incide sia sull'interesse individuale quanto al rispetto dei principi di correttezza e buona fede sia sull'interesse collettivo al fine di garantire una corretta informazione rivolta al mercato in generale²⁵.

Inoltre il legislatore (art. 94, co. 7, t.u.f.) impone che vengano menzionati in supplementi del prospetto eventuali fatti nuovi significativi, errori materiali o imprecisioni

²⁴ La quale, inoltre, ai sensi dell'art. 94, co. 5, t.u.f., può esigere che l'emittente o l'offerente includa nel prospetto informazioni supplementari. Compito della Commissione è infatti quello di consentire che gli intermediari forniscano ai potenziali sottoscrittori quelle informazioni chiare e necessarie perché i destinatari siano il più possibile garantiti.

²⁵ Mazzeo, *La responsabilità da prospetto*, in *LRC*, 2007, 6, 571 ss.

relative alle informazioni contenute nel prospetto stesso tali da influire sulla valutazione dei prodotti finanziari.

Stante la decisiva importanza assunta dall'informazione nella negoziazione di strumenti finanziari, rilevante è la responsabilità (c.d. da prospetto) conseguente alla pubblicazione di un prospetto non corretto o incompleto.

L'ipotesi di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f. (concernente la responsabilità dell'emittente, dell'offerente, dell'eventuale garante nonché delle persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto) è stata distinta²⁶ dalla fattispecie di cui all'art. 95, co. 2, t.u.f. secondo cui la Consob "*individua con regolamento le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'emittente, l'offerente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti*". In questo caso infatti la responsabilità non è limitata al prospetto essendo invece formulata in modo più ampio e comprensivo di tutte le condotte che si realizzano nel processo di offerta al pubblico (è stata definita, infatti, quale responsabilità "*da doveri accessori al prospetto*")²⁷. Ulteriore conferma si trae dal fatto che la norma è da applicarsi non solo, come nel caso dell'art. 94, co. 9, t.u.f., al responsabile del collocamento, ma anche ai singoli intermediari incaricati di eseguire il collocamento stesso.

Sussiste responsabilità da prospetto in capo a quei soggetti (fra cui l'emittente, gli intermediari finanziari, la

²⁶ Sangiovanni, *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, in *RC*, 2011, 12, 852.

²⁷ Sangiovanni, *op.cit.*, 852.

Consob ecc.²⁸) che, violando norme di legge o standard professionali, hanno causato danni a carico degli investitori; ciò si verifica qualora questi ultimi abbiano sottoscritto, acquistato o venduto titoli fondando la propria decisione su un' offerta al pubblico, un prospetto di quotazione o un documento d'offerta²⁹ non completi o veritieri³⁰.

Tale responsabilità venne elaborata dalla dottrina³¹ prima e dalla giurisprudenza³² poi, a seguito dell'introduzione della legge 7 giugno 1974, n. 216 (in tema di mercato mobiliare).

Queste norme disponevano che coloro che intendessero procedere all'acquisto o alla vendita di azioni o di obbligazioni convertibili mediante offerta al pubblico, avrebbero dovuto preventivamente darne comunicazione alla Consob indicando le condizioni, le modalità e i termini di svolgimento dell'operazione (art 18, legge n. 216/1974). Nulla disponevano però relativamente alla necessità di un prospetto né specificavano in modo

²⁸ Oggetto della presente analisi sarà però, solamente, la posizione dei soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f. nonché dell'intermediario responsabile del collocamento (art. 94, co. 9, t.u.f.).

²⁹ Artt. 95 ss., 113 ss., 102 t.u.f.

³⁰ Macchiavello, *La responsabilità da prospetto tra creazione, interpretazione e lacune*, in www.giuri.unige.it.

³¹ Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, 525 il quale qualifica la "responsabilità da prospetto" come "responsabilità per la perdita subita dai risparmiatori sollecitati all'acquisto di valori mobiliari da una informazione incompleta, fuorviante o falsa, proveniente dalla stessa società emittente e fatta propria dagli intermediari finanziari che si occupano del collocamento dei titoli sul mercato".

³² Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *BBTC*, 1988, II, 532 nonché in *NGCC*, 1988, I, 499; App. Milano, 2 febbraio 1990, in *BCTC*, 1990, II, 734 nonché in *GI*, 1992, I, 2, 49.

analitico le informazioni che si sarebbero dovute fornire al pubblico³³.

Successivamente, con legge 23 febbraio 1977, n. 49, veniva demandato alla Consob il potere di disporre le condizioni necessarie per l'ammissione dei titoli alla negoziazione. La stessa, con Regolamento adottato con delibera del 24 giugno 1977, n. 233, dispose che la società, i cui titoli fossero stati ammessi alle negoziazioni del mercato ristretto, avrebbe dovuto pubblicare, prima della data stabilita per l'inizio delle contrattazioni, un prospetto che esplicitasse le notizie della società³⁴.

Anche il legislatore impose in seguito di pubblicare un prospetto informativo: in primo luogo grazie alla legge 23 marzo 1983, n. 77 (art. 12), con cui si prescriveva che *“ogni sollecitazione al pubblico risparmio deve essere effettuata previa pubblicazione di un prospetto informativo riflettente l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e la evoluzione dell'attività di chi propone l'operazione, redatto secondo le disposizioni di carattere generale determinate dalla Commissione Nazionale per la Società e la Borsa”*; in secondo luogo con la legge 4

³³ Nello specifico, l'art. 18, L. 7 giugno 1974, n. 216 disponeva che *“coloro che intendono procedere all'acquisto o alla vendita di azioni o di obbligazioni convertibili mediante offerta al pubblico, devono preventivamente darne comunicazione alla Commissione nazionale per le società e la borsa, indicando le condizioni, le modalità e i termini di svolgimento dell'operazione. Entro venti giorni dalla data di ricezione di tale comunicazione, la Commissione può stabilire i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica nonché i dati e le notizie che deve contenere. L'omissione della comunicazione alla Commissione o la inosservanza delle prescrizioni da essa stabilite sono punite con l'ammenda da lire 2 milioni a lire 20 milioni”*.

³⁴ D'Alfonso, *Responsabilità da prospetto informativo*, Napoli, 2002, 85.

giugno 1985, n. 281 il cui art. 12, modificando il testo del citato art. 18 del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, disponeva che *“ogni sollecitazione al pubblico risparmio deve essere effettuata previa pubblicazione di un prospetto informativo riflettente l'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e la evoluzione dell'attività di chi propone l'operazione, redatto secondo le disposizioni di carattere generale determinate dalla Commissione nazionale per le società e la borsa”*.

Solo con il d.lgs. n. 51/2007 però (in attuazione della direttiva n. 2003/71, c.d. Direttiva Prospetti, con cui sono state apportate rilevanti modifiche all'art. 94 t.u.f.³⁵) veniva espressamente introdotta un'apposita disciplina in tema di responsabilità da prospetto.

Infatti se anche prima esisteva, come visto, una normativa che evidenziava la necessità del prospetto, non sussisteva una disciplina specifica che affrontasse le conseguenze di una sua mancata pubblicazione.

Con la citata direttiva sono stati invece introdotti, fra gli altri, i commi 8° e 9° dell'art. 94 t.u.f.³⁶

³⁵ Ai sensi dell'art. 6, par. 1, dir. 2003/71, *“Gli Stati membri dispongono che la responsabilità per le informazioni fornite in un prospetto sia attribuita almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi. Le persone responsabili sono chiaramente indicate nel prospetto con la loro qualifica e la loro funzione o, nel caso di persone giuridiche, la denominazione e la sede sociale; deve inoltre essere riportata una loro attestazione certificante che, per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata”*.

³⁶ Relativamente all'art. 94, co. 9, t.u.f. si veda Cap. I, § 2.2.

Ai sensi dell'art. 94, co. 8 t.u.f. *“l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuna in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto³⁷, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso”*.

Deve preliminarmente osservarsi che la dottrina si è chiesta se la disposizione in oggetto preveda, quanto alla formula *“ciascuna in relazione alle parti di propria competenza”*, una deroga alla solidarietà che discenderebbe dall'unicità del danno rispetto al concorso di diverse condotte³⁸.

³⁷ Quanto all'ipotesi di omissione di informazioni, si pensi ad una casa farmaceutica che non specifichi nel prospetto la pendenza di una grossa causa relativamente al brevetto su cui si basa il suo fatturato. In questa ipotesi, chiaramente, qualora la società dovesse risultare soccombente nella causa, si ridurrebbe drasticamente il valore delle azioni dell'emittente acquistate dagli investitori ad un prezzo più elevato. Relativamente invece all'ipotesi di informazioni non veritiere, si pensi al caso della medesima società che nel prospetto indichi che un importante brevetto ha una durata di molti anni mentre, in realtà, è vicino a scadenza (Si veda Jacur, *La responsabilità da prospetto*, in www.economia.unimib.it/DATA/personale/segr.IUDICA/hotfolder/10/resp_prospetto.pdf).

³⁸ Rescigno, *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 471.

Una prima posizione³⁹, ponendo l'accento sul termine “*nonché*”, ritiene sussista anche in questo caso un'ipotesi di responsabilità solidale.

Pertanto dovrebbe sussistere solidarietà fra “*l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante*” nonché “*le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto*”⁴⁰.

Una simile interpretazione sarebbe conforme al *favor* del legislatore nei confronti del creditore o del danneggiato sia in materia contrattuale (art. 1294 c.c.) sia in materia extracontrattuale (art. 2055 c.c.), cosicché se il danno consegue a diverse azioni di più soggetti responsabili, i creditori hanno facoltà di rivolgersi a propria scelta ad uno dei responsabili per l'adempimento della totalità⁴¹.

Anche qualora non fossero solvibili tutti i debitori, l'investitore potrebbe veder soddisfatto il proprio credito.

Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui l'emittente dichiara *default* dopo aver collocato i titoli: l'investitore potrebbe rivolgersi agli altri soggetti partecipanti alla redazione del prospetto al fine di veder risarcito il danno subito⁴².

³⁹ Bruno, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *BBTC*, 2008, 787; Fiorio, *Società per azioni costituzione e finanziamento*, in *Cottimo-Sarale (a cura di)*, Torino, 2013, 908 il quale evidenzia che la scelta di un regime di responsabilità cumulativo (e non alternativo come consentito dalla direttiva) è temperata dalla previsione, di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f., per cui i soggetti responsabili rispondono “*ciascuno in relazione alle parti di propria competenza*”.

⁴⁰ Bruno, *op. cit.*, 787.

⁴¹ Sartori, *La responsabilità da prospetto informativo*, in *www.dirittobancario.it*, 2011.

⁴² Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 237.

D'altra parte, ai sensi dell'art. 1294 c.c., i condebitori sono tenuti in solido se dalla legge o dal titolo non risulta diversamente.

Inoltre la solidarietà eviterebbe al creditore la necessità di esercitare un'azione per ogni creditore e limitatamente alle rispettive quote con un notevole beneficio specie nel caso in cui l'asimmetria informativa non consenta all'investitore di stabilire con certezza le violazioni compiute da ogni debitore coinvolto⁴³.

Recentemente anche la Suprema Corte ha sposato una simile interpretazione⁴⁴. Si evidenzia che quando un medesimo danno è provocato da più soggetti, per inadempimenti di contratti diversi, intercorsi rispettivamente tra ciascuno di essi e il danneggiato, questi soggetti sono considerati corresponsabili in solido.

Infatti, sia in tema di responsabilità contrattuale che di responsabilità extracontrattuale, se un unico evento dannoso è imputabile a più persone, al fine di ritenere la responsabilità di tutte nell'obbligo risarcitorio, è sufficiente, in base ai principi che regolano il nesso di causalità ed il concorso di più cause efficienti nella produzione dell'evento, che le azioni od omissioni di ciascuno abbiano concorso in modo efficiente a produrlo⁴⁵.

Nel caso di intermediazione finanziaria viene evidenziato che non v'è dubbio sussista concorso perché il danno è stato prodotto dalla azione concorrente dell'emittente e dell'intermediaria che ha indotto in errore i risparmiatori.

⁴³ Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., 238.

⁴⁴ Cass., Sez. I, 12 dicembre 2013, n. 27875, in *RCP*, 2014, 3, 859.

⁴⁵ Tale posizione è sostenuta anche da Cass., Sez. III, 30 marzo 2010, n. 7618, in *Dresp.*, 2010, 10, 897 nonché da Cass., Sez. II, 11 maggio 2012, n. 7404, in *GCM*, 2012, 5, 600.

Deve però ritenersi preferibile l'opinione di altra dottrina⁴⁶ che ritiene non corretto qualificare come solidale la citata responsabilità⁴⁷.

Appare decisivo l'argomento che fa leva sull'utilizzo del termine "ciascuno" in luogo di "ciascuna". Il citato termine non è riferibile esclusivamente alle "persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto" bensì, anche, all'emittente, all'offerente e all'eventuale garante⁴⁸. La responsabilità dell'emittente deve pertanto essere distinta da quella di altri soggetti responsabili.

⁴⁶ Anelli, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, in *Soc.*, 2011, 411; Andò, *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari*, Milano, 2008, 187-188 secondo cui "ciascun operatore è responsabile per la rispondenza a verità dei dati sottoposti al suo controllo. Il legislatore esclude dunque una responsabilità solidale, propendendo per una responsabilità parziaria"; concorda con questa posizione Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 226 per cui "l'emittente non risponde delle informazioni contenute nel prospetto che non provengano da lui"; Balzarini, *Commento sub artt. 94 e 94 bis*, in Grippo (a cura di), *Commentario delle società, III*, Torino, 2009, 1792, nt. 9.

⁴⁷ Salvo quanto si dirà *infra* nel paragrafo successivo qualora non venga indicato alcun soggetto relativamente ad una parte del prospetto ovvero qualora, per altre parti, non vengano indicati tutti i soggetti effettivamente coinvolti nella redazione della stessa.

⁴⁸ L'art. 94, co. 8, t.u.f. evidenzia che "l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante (...), nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza". Si evidenzia, inoltre, che per lo stesso motivo non può essere accolta l'opinione di quella dottrina (Fiorio, *op. cit.*, 909) per cui "sebbene la formulazione dell'8° comma possa lasciare intendere che anche l'offerente, l'emittente ed il garante rispondono limitatamente alle parti del prospetto di propria competenza, non pare ragionevole addossare

Sussiste, pertanto, un'espressa deroga posta dal legislatore alla disciplina dell'art. 1294 c.c.

Questa interpretazione deve inoltre ritenersi maggiormente corrispondente alla normativa comunitaria.

In primo luogo al regolamento comunitario n. 809/2004⁴⁹, il quale prevede che nel prospetto debba essere indicato "ogni" soggetto responsabile delle informazioni che vengono fornite nel documento di registrazione.

In secondo luogo all'art. 6 Direttiva Prospetto⁵⁰ il quale obbliga gli Stati membri a prevedere che la responsabilità sia attribuita "almeno" all'emittente o ai suoi organi di amministrazione.

Secondo il legislatore comunitario, infatti, qualora fosse stata prevista la responsabilità dell'organo di amministrazione, sarebbe stato sufficiente non prevedere neppure la responsabilità dell'emittente, con una garanzia, stante la possibile insolvenza di quest'ultimo, certamente minore per gli investitori.

L'art. 94, co. 8, t.u.f. non ha invece seguito questa indicazione; non ha infatti previsto una responsabilità alternativa fra l'emittente e il proprio organo di

a tali soggetti un ruolo di garanzia inferiore rispetto al responsabile del collocamento. (...) Pare che possano rispondere in relazione alle parti di propria competenza solo gli ulteriori soggetti responsabili".

⁴⁹ Art. 1.1, allegato I.

⁵⁰ Direttiva 2003/71/CE secondo cui "Gli Stati membri dispongono che la responsabilità per le informazioni fornite in un prospetto sia attribuita almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi".

amministrazione prevedendo invece la sussistenza di responsabilità in capo all'emittente.

Il legislatore italiano pertanto ha certamente previsto una disciplina più favorevole per gli investitori. Difficile sarebbe ipotizzare che, discostandosi in misura ancora più sensibile dalla Direttiva comunitaria, abbia previsto (non solo, in ogni caso, la responsabilità dell'emittente ma anche) la responsabilità solidale fra l'emittente, l'offerente, il garante e le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto.

Ne consegue che la posizione dell'investitore risulta sicuramente indebolita. Chi agisce in giudizio infatti avrà l'onere di indicare in modo preciso quali siano i soggetti responsabili per le informazioni omesse od errate inserite nel prospetto. Non solo: nel caso di insolvenza del soggetto responsabile, l'investitore non ottiene il risarcimento a lui dovuto.

La dottrina ha inoltre evidenziato che l'emittente (ovvero l'offerente quando sia un soggetto diverso) può essere considerato responsabile ai sensi dell'art. 2049 c.c. quale committente per l'intero contenuto del prospetto⁵¹.

Tale tesi non può però essere accolta.

Infatti, perché sussistano i presupposti di cui all'art. 2049 c.c., deve sussistere una relazione fra il convenuto e l'autore del fatto dannoso.

Benché però tale rapporto possa consistere non solo in un rapporto di subordinazione ma anche, secondo parte della dottrina, in un'attività svolta da altro soggetto nei confronti del responsabile⁵², difficilmente può sostenersi che l'intermediario agisca, sempre e solamente, nell'interesse dell'emittente. Infatti, se certamente “è

⁵¹ Anelli, *op. cit.*, 417.

⁵² Salvi, *La responsabilità civile*, Milano, 2005, 194.

interesse” dell’emittente il collocamento degli strumenti finanziari, di certo l’intermediario non agisce “nell’interesse” dell’emittente, *aliis verbis* l’intermediario non esegue “l’interesse” dell’emittente.

Sussisterebbe, invero, un’ipotesi di conflitto di interessi qualora l’intermediario, nel prestare un servizio di investimento, fosse portatore dell’interesse dell’emittente, in contrasto, inevitabilmente, con quello del cliente.

Il legislatore, al fine di evitare che singole ipotesi di conflitto di interessi possano danneggiare gli investitori, impone loro, in primo luogo, di individuare tutte le situazioni al loro interno che possano generare conflitti di interesse e, conseguentemente, di gestire tali conflitti con misure organizzative idonee ad impedire che incidano negativamente sugli interessi dei clienti. Le citate misure devono garantire che i soggetti coinvolti nella prestazione del servizio possano agire con un’ adeguata indipendenza⁵³.

Sostenere pertanto la possibilità di applicare l’art. 2049 c.c. presuppone, inevitabilmente, che l’intermediario operi nell’interesse dell’emittente, ipotesi, come detto, che non può essere sostenuta.

Ulteriore conferma può evincersi dalla diversa ipotesi prevista dall’art. 31 del t.u.f., secondo cui l’intermediario “*che conferisce l’incarico è responsabile in*

⁵³ Art. 21, co. 1-*bis*, t.u.f.; Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (Adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con atti congiunti Banca d' Italia/Consob del 9 maggio 2012, del 25 luglio 2012 e del 19 gennaio 2015); si veda inoltre http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investitor/servizi/servizi_consob/servizi1.html#9.

*solido dei danni arrecati a terzi dal promotore finanziario, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale*⁵⁴”.

Sussiste responsabilità solidale qualora si configuri un rapporto di preposizione fra promotore e intermediario e il proponente possa esercitare un potere di direzione e controllo sul preposto⁵⁵. Situazione quest’ultima profondamente diversa rispetto al rapporto intercorrente fra emittente ed intermediario stante la necessità, da parte di quest’ultimo, di evitare (o limitare il più possibile,

⁵⁴ In precedenza il legislatore si era pronunciato in modo analogo in tema di Sim prevedendo che *“la società di intermediazione mobiliare è responsabile in solido degli eventuali danni arrecati a terzi nello svolgimento delle incombenze affidate ai promotori finanziari anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale”* (Legge 2 gennaio 1991, n. 1).

⁵⁵ Bochicchio, *La figura del promotore finanziario*, in *DB*, 1995, I, 366; Cass., Sez. I, 24 luglio 2009, n. 17393, in *GCM*, 2009, 9, 1234 secondo cui *“a norma dell’art. 2049, la società di intermediazione è responsabile degli illeciti commessi dal promotore finanziario anche a titolo oggettivo, cioè indipendentemente da comportamenti negligenti o colposi suoi propri, in relazione ai danni che l’investitore possa avere subito per avere fatto affidamento sull’esistenza del rapporto di preposizione. (...) Occorre accertare, cioè, se l’esistenza del rapporto di preposizione abbia istituito quel nesso di occasionalità necessaria fra l’esercizio delle incombenze ed il verificarsi del danno, su cui si fonda la responsabilità indiretta della Sim”*. Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., 237. Perché però l’investitore possa veder riconosciuto il proprio diritto, deve provare non solo l’inadempimento da parte del promotore e/o dell’intermediario finanziario di obbligazioni nascenti dal contratto o dalla legge poste a sua tutela, ma anche il danno e il nesso di causalità tra questo e il dedotto inadempimento (così Cass., Sez. III, 23 maggio 2014, n. 11524, in *GDir*, 2014, 37, 63).

rendendo in ogni caso edotto l'investitore) un conflitto di interessi⁵⁶.

Ne consegue che, stante la parziarietà della responsabilità, l'attore non può limitarsi a citare in giudizio, per qualsiasi inesattezza del prospetto, tutti i (potenziali) responsabili di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f., dovendo invece indicare quale sia il soggetto nel caso specifico responsabile⁵⁷.

La scelta del legislatore italiano impone, come detto, di individuare da un lato quali siano le “*parti di competenza*” dei soggetti che hanno partecipato alla stesura del prospetto, dall'altro di riconoscere il contributo concreto fornito nel causare l'evento dannoso⁵⁸.

In questo senso, l'art. 6 della Direttiva Prospetto dispone che “*le persone responsabili sono chiaramente indicate nel prospetto con la loro qualifica e la loro funzione o, nel caso di persone giuridiche, la denominazione e la sede sociale; deve inoltre essere riportata una loro attestazione certificante che per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata*”.

⁵⁶ Anche la giurisprudenza di merito ha condiviso una simile ricostruzione sottolineando che “*la responsabilità solidale oggettiva della Sim per i danni cagionati a terzi dal promotore finanziario sorge qualora quest'ultimo abbia agito nell'esercizio delle incombenze affidategli dalla società di intermediazione e non per qualsiasi atto comunque dal medesimo compiuto. Al fine della sussistenza di tale responsabilità, è necessario che il danneggiato provi che il promotore finanziario abbia speso il nome della società di intermediazione*” (Trib. Milano, 13 aprile 2000, in *BBTC*, 2002, II, 329 ss.).

⁵⁷ Sangiovanni, *op. cit.*, 852 ss.

⁵⁸ Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, cit., 238.

La prassi ha raccolto una simile disposizione poiché nei prospetti spesso sono indicati, per le rispettive parti di competenza, i responsabili delle informazioni contenute nel prospetto. Inoltre sovente si assiste ad un'assunzione volontaria di responsabilità che viene imposta dal responsabile del collocamento all'emittente⁵⁹.

Un simile comportamento è incentivato dalla responsabilità generale che incombe, ai sensi dell'art. 94, co. 9, t.u.f., sul responsabile del collocamento. Quest'ultimo avrà interesse a richiedere all'emittente una volontaria assunzione di responsabilità per tutte le informazioni contenute nel prospetto⁶⁰.

⁵⁹ Sartori, *op. loc. ult. cit.*

⁶⁰ Come infatti si vedrà *infra* (Cap. III, § 4.3), l'art. 94, co. 9, t.u.f. dispone che il responsabile del collocamento abbia la responsabilità per le false informazioni o le omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un ragionevole investitore potendosi liberare solo provando di aver adottato "ogni diligenza".

2.1. L'emittente, l'offerente, il garante, le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto

Chiarito che il soggetto attivo è l'investitore⁶¹, da intendersi come chi abbia subito un danno dopo aver aderito all'offerta di strumenti finanziari indicati nel prospetto, è opportuno porre l'accento sui soggetti passivi così come indicati dall'art. 94, co. 8, t.u.f.

Per "emittente" deve intendersi, ai sensi dell'art. 2, co. 1, lettera h, Direttiva Prospetti, la persona giuridica che emetta o si proponga di emettere strumenti finanziari in cambio dei quali possa ottenere denaro dagli investitori. Pertanto è colui che si procura denaro dagli investitori in cambio dei propri strumenti finanziari⁶².

E' il soggetto che deve predisporre il prospetto e, avendo interesse, in via principale e diretta, al collocamento degli strumenti finanziari presso gli investitori, potrebbe essere incentivato a plasmare il contenuto del prospetto stesso al fine di incentivarne la vendita.

Come infatti analizzato nel paragrafo precedente, una non corretta rappresentazione potrebbe avere quale conseguenza sia il collocamento dei valori mobiliari ad un prezzo maggiore rispetto al loro reale valore sia la vendita

⁶¹ Sia esso un semplice risparmiatore che un investitore professionale.

⁶² I più importanti emittenti di strumenti finanziari sono le imprese organizzate in forma di società di capitali, gli enti pubblici e lo Stato.

degli stessi da parte degli investitori sul mercato secondario.

D'altra parte l'emittente è anche il soggetto che ha l'accesso migliore alla maggior parte delle informazioni rilevanti per gli investitori.

Può infatti presumersi che sia edotto tanto relativamente alle informazioni relative agli elementi interni all'impresa, quanto a quelle relative al mercato in cui l'impresa stessa opera⁶³.

L'art. 94, co. 8, t.u.f. impone inoltre che, accanto all'emittente, risponda l'offerente ovvero la persona fisica o giuridica che offra al pubblico strumenti finanziari⁶⁴. E' il soggetto (un azionista dell'emittente, di un collocatore o di un rivenditore che rivolga un'offerta al pubblico) che opera normalmente sul mercato secondario successivamente all'emissione di titoli⁶⁵. Quest'ultimo non coincide necessariamente con l'emittente: l'offerente infatti può essere il soggetto che ha acquistato dall'emittente gli strumenti finanziari con l'intenzione di rivenderli⁶⁶.

⁶³ D'Alfonso, *op. cit.*, 134. Ne consegue che difficilmente può sostenersi che la corretta e completa pubblicazione di una notizia fosse per l'emittente impossibile. La responsabilità dell'emittente, pur ammettendo teoricamente cause di esonero, è vicina all'idea della responsabilità assoluta per i danni cagionati agli investitori da informazioni non complete o inesatte (Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, Milano, 1986, 111). Si veda inoltre *infra* Cap. II, § 2.3.

⁶⁴ Art. 2, co. 1, lett. i, Direttiva Prospetti.

⁶⁵ Fiorio, *op. cit.*, 906, nt. 55.

⁶⁶ Pertanto nella fase primaria vi è coincidenza fra emittente e offerente. Successivamente invece la figura dell'offerente può distinguersi da quella dell'emittente potendo essere il soggetto che, nel frattempo, ha acquistato gli strumenti finanziari che ora vuole rivendere. Nel caso infine di OPA, per emittente deve intendersi la

In terzo luogo è responsabile anche il garante, soggetto che non necessariamente è parte attiva dell'operazione e la cui funzione è di garantire il buon esito dell'offerta⁶⁷.

Tale figura non è definita né a livello comunitario né dal nostro legislatore; deve in ogni caso certamente intendersi come il soggetto che presta una garanzia a favore dell'emittente⁶⁸ e che il legislatore chiama a rispondere quanto al contenuto del prospetto.

Anche questi soggetti potrebbero avere in astratto interesse ad un prospetto non completo e non corretto al fine di ottenere una maggior sottoscrizione di strumenti finanziari da parte degli investitori.

Il rischio è, conseguentemente, che l'investitore, privo degli strumenti idonei al fine di una corretta valutazione dei titoli, paghi un prezzo non corrispondente al valore reale degli stessi qualora nel prospetto vi sia una falsa rappresentazione ovvero vengano omesse informazioni rilevanti⁶⁹.

Al fine di evitare queste problematiche, gli emittenti sono tenuti a stendere il prospetto informativo che fornisca agli investitori le informazioni necessarie (omettendo alcune informazioni o fornendone di errate), affinché gli stessi possano addivenire ad un fondato giudizio circa la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici, le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti⁷⁰.

società target dell'operazione mentre l'offerente è colui che promuove l'offerta sulle azioni dell'emittente. Si veda http://www.economia.unimib.it/DATA/personale/segr.IUDICA/hotfolder/10/resp_prospetto.pdf, cit.

⁶⁷ Sangiovanni, *op. cit.*, 852 ss.

⁶⁸ Art. 2412 c.c.; Fiorio, *op. cit.*, 906, nt. 56.

⁶⁹ Sangiovanni, *op. cit.*, 852 ss.

⁷⁰ Art. 94, co. 2, t.u.f.

L'offerente e il garante dovranno poi verificarne la veridicità al fine di non incorrere in sanzioni.

Il legislatore impone inoltre agli emittenti di fornire (non solo al pubblico ma anche) alla Consob informazioni su fatti rilevanti o idonei a influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli; prescrive inoltre loro di mettere a disposizione la documentazione contabile e di informare il mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori⁷¹.

Questi soggetti, d'altra parte, oltre ad essere direttamente interessati all'offerta, hanno la possibilità di accedere facilmente alle informazioni necessarie per la stesura del prospetto e saranno chiamati a rispondere in rapporto al loro relativo apporto informativo⁷².

Pertanto, anche ai sensi del Regolamento n. 809/2004, l'emittente e l'offerente sono autorizzati ad includere nel prospetto informazioni aggiuntive che vadano al di là degli elementi di informazione (adeguati allo strumento finanziario o alla natura dell'emittente) richiesti da schemi e moduli⁷³. E' da ritenere, anche ai sensi della normativa civilistica e specificamente degli artt. 1337 e 1338 c.c., che, anzi, simili informazioni debbano

⁷¹ Artt. 114-*bis* e 116 del D.Lgs. n. 58/98, artt. 108-112, regolamento Consob n. 11971/99, comunicazione Consob n. 99018236 del 16.3.1999.

⁷² Fioruzzi, De Nardis, Puppini, *Il Testo Unico della finanza, sub art. 94*, Torino, 2012.

⁷³ Premessa n. 5, Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione del 29 aprile 2004 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari.

necessariamente essere inserite dagli emittenti al fine di provare la propria buona fede nel collocamento di strumenti finanziari ed esonerarsi, conseguentemente, da responsabilità nei confronti degli investitori.

L'art. 94, co. 8, t.u.f. prevede infine che anche *“le persone responsabili per le informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore”*.

La direttiva 2003/71/CE (e il regolamento attuativo CE n. 809/2004) non specifica l'identità di questi soggetti.

La direttiva specifica però che il prospetto deve indicare chiaramente le persone responsabili.

Nell'allegato al regolamento (art. 1.1 all. I al reg. CE n. 809/2004), come persona responsabile viene indicata *“ogni persona responsabile delle informazioni fornite nel prospetto e, eventualmente, di talune parti di esso”*. In quest'ultimo caso, è necessario indicare dette parti. Nel caso di persone fisiche (anche per i membri degli organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza dell'emittente) deve essere fornito il nome e la qualifica della persona; nel caso di persone giuridiche, è invece necessario fornire la denominazione e la sede. Viene inoltre precisato che nel documento di registrazione deve essere inserita una dichiarazione con cui i soggetti responsabili attestino di aver adottato ogni ragionevole diligenza perché le informazioni in esso contenute siano conformi ai fatti e non abbiano omissioni che ne alterino il senso⁷⁴.

⁷⁴ Fiorio, *op. cit.*, 907. In base all'art. 1.2 all. I al reg. CE n. 809/2004, è necessaria una *“Dichiarazione delle persone responsabili del prospetto attestante che, avendo esse adottato tutta la ragionevole diligenza a tale scopo, le informazioni contenute nel prospetto sono, per quanto a loro conoscenza, conformi ai fatti e non presentano omissioni tali da alterarne il*

La scelta del legislatore, chiaramente, non risolve il problema circa l'individuazione delle “*parti di competenza*” di ciascun soggetto che partecipa alla redazione del prospetto.

Può accadere o che per una parte non venga indicato alcun soggetto ovvero che, per altre parti, non vengano indicati tutti i soggetti effettivamente coinvolti nella redazione della stessa⁷⁵.

Nel primo caso risponderà, ai sensi dell'art. 94, co. 9, t.u.f., l'intermediario responsabile del collocamento nonché, in presenza di una volontaria assunzione di responsabilità, l'emittente.

Nel secondo caso deve certamente accogliersi la posizione di quella dottrina che ritiene sussistente una responsabilità solidale dei soggetti coinvolti nella redazione del prospetto⁷⁶. Infatti, la separazione di responsabilità di cui all'art. 94 t.u.f. si giustifica quando l'informazione rientra nell'esclusiva sfera di controllo di una parte e non se riguarda fatti comuni a più parti coinvolte nella stesura del prospetto⁷⁷. Affermare il contrario, d'altra parte, significherebbe consentire al soggetto non indicato nel prospetto a seguito di un suo accordo con gli altri soggetti invece individuati, di non

sensu”. Ai sensi dell'art. 2395, co. 1, c.c., anche gli amministratori dell'emittente devono ritenersi responsabili benché spetti all'investitore che agisce in giudizio la dimostrazione che l'amministratore non ha osservato la necessaria diligenza della predisposizione del prospetto. In questo senso Gioia, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, 97, nt. 132.

⁷⁵ Giudici, *op. cit.*, 227.

⁷⁶ Giudici, *op. loc. cit.*

⁷⁷ Giudici, *op. loc. cit.*

incorrere in alcuna responsabilità, con evidente danno a carico degli investitori.

Se si esclude il “*dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*” di cui all’art. 154 *bis* co. 2 t.u.f., né la direttiva né il regolamento individuano i soggetti responsabili⁷⁸. Solitamente sono soggetti che operano all’interno dell’emittente benché non si identifichino necessariamente nella figura del legale rappresentante; può invece identificarsi come colui che, concretamente, abbia curato la stesura del prospetto. Potrebbe pertanto non essere nemmeno un dipendente dell’emittente bensì un consulente dello stesso⁷⁹.

Il legislatore italiano non ha in ogni caso inteso imporre un obbligo di firma del prospetto o di assunzione di responsabilità a carico di determinati soggetti; l’emittente ha facoltà di scegliere quali soggetti siano responsabili delle informazioni inserite nel prospetto⁸⁰; chiaramente solo in capo a questi sussiste la presunzione semplice di colpevolezza. Ne consegue che un emittente virtuoso dovrebbe porsi l’obiettivo di inserire nel prospetto il maggior numero di soggetti responsabili al fine di fornire una concreta tutela agli investitori; è verosimile però che la presunzione semplice di colpevolezza

⁷⁸ Sangiovanni, *La nuova responsabilità da prospetto nell’art. 94 TUF*, in *GM*, 2010, 886.

⁷⁹ Ad esempio lo studio legale a cui era stata affidata dall’emittente la stesura del prospetto.

⁸⁰ Bruno, *op. cit.*, 788; il legislatore statunitense, diversamente dal nostro, individua quali soggetti siano tenuti a firmare il documento: fra questi il direttore generale, quello amministrativo, il direttore finanziario nonché la maggioranza del consiglio di amministrazione (si veda la *sec. 6 (a)*, *Securities Act 1933*).

costituisca un deterrente per l'assunzione di aggiuntive responsabilità⁸¹.

I legali rappresentanti dell'emittente potrebbero però essere chiamati a rispondere nei confronti degli investitori ai sensi della normativa civilistica. Infatti, ex art. 2395 c.c., il terzo può chiedere il risarcimento del danno qualora sia stato danneggiato da atti colposi o dolosi degli amministratori⁸².

In quest'ultimo caso alla responsabilità dell'amministratore per condotte dannose compiute nell'esercizio delle proprie funzioni consegue la responsabilità della società benché ne sia discussa la ragione, da rinvenirsi, per alcuni, in un criterio di imputazione organica⁸³, per altri nella disposizione di cui all'art. 2049 c.c.⁸⁴.

Deve ritenersi preferibile la prima soluzione: il problema che si pone è quello di stabilire, caso per caso, se il fatto generatore del danno sia stato commesso dalla società ovvero sia da addebitarsi al dolo o alla colpa dei suoi amministratori.

⁸¹ Bruno, *op. cit.*, 788.

⁸² La Suprema Corte, ad esempio, ha ritenuto che costituisse danno diretto, legittimante la proposizione di un'azione individuale di responsabilità nei confronti degli amministratori, quello risentito nella propria sfera patrimoniale da chi, a seguito di una falsa rappresentazione di bilancio, abbia acquistato per un determinato prezzo azioni di una società aventi, invece, valore nullo (Cass., Sez. I, 12 giugno 2007, n. 13766, in *GI*, 2007, 12, 2761). Inoltre Trib. Milano, 21 ottobre 1999, in *GI*, 2000, 554; App. Milano, 8 luglio 1997, in *GCo*, 1998, II, 532.

⁸³ Frè – Sbisà, *Società per azioni*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1997, 870; Cass., 3 dicembre 1984, n. 6300, in *NGC*, 1985, I, 437 con nota di Meli.

⁸⁴ Minervini, *Gli amministratori di S.p.A.*, Milano, 1956, 367 ss.

Nel primo caso (ovvero qualora l'atto sia stato compiuto dall'amministratore nella sua qualità di organo della società), l'atto è da imputarsi alla stessa. Infatti, anche se il prospetto è spesso opera degli amministratori, tale documento è, per sua natura, da intendersi quale atto della società in quanto tale. Lo stesso, infatti, costituisce veicolo di imputazione della fiducia degli investitori direttamente nei confronti della società⁸⁵.

Non può invece accogliersi l'opinione contraria di quella dottrina che fonda la propria convinzione sul presupposto per cui l'atto costitutivo della società non possa comprendere l'adempimento di atti illeciti⁸⁶.

Se, infatti, tale circostanza è pacifica, è evidente che la descrizione dell'oggetto sociale e dei poteri conferiti agli amministratori si concreta nell'indicazione di una determinata attività la quale può anche essere male esercitata.

In quest'ultimo caso nasce la responsabilità della società verso chi ha subito l'evento lesivo; ipotesi che invece non si verificherebbe qualora il danno conseguisse ad un'attività dell'amministratore che esorbitasse i compiti a lui assegnati.

La stessa formulazione della norma evidenzia che la prova liberatoria per i soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f. è certamente molto diversa rispetto alla diligenza che viene richiesta agli organi sociali.

A questi ultimi, infatti, ai sensi degli artt. 2392 c.c. e 2407 c.c., è imposto di adempiere ai propri doveri secondo le disposizioni previste dalla legge e dallo statuto con la

⁸⁵ Mazzeo, *La responsabilità da prospetto*, cit., 571 ss.

⁸⁶ Minervini, *Note in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni - artt. 2394 e 2395 cod. civ.*, in *RDCo*, 1954, I, 221.

diligenza richiesta dalla “*natura dell’incarico e dalle loro specifiche competenze*” (art. 2392 c.c.).

L’art. 94, co. 8, t.u.f., invece, richiede l’utilizzo di “*ogni diligenza*” necessaria al fine di assicurare la verità e la completezza delle informazioni contenute nel prospetto.

Il danneggiato dovrà però dimostrare il danno subito nonché il nesso di causalità conseguente alla condotta del legale rappresentante della società non potendosi ovviamente applicare il disposto dell’art. 94, co. 8, t.u.f. secondo cui, invece, è la persona responsabile delle informazioni contenute nel prospetto a dover provare di aver adottato la diligenza idonea al fine di assicurare la correttezza delle informazioni.

In dottrina⁸⁷, partendo dal presupposto per cui il prospetto è atto dell’emittente, si ritiene che spetti a quest’ultimo individuare ulteriori responsabili a seguito di un’azione avanzata dal danneggiato.

Tale posizione deve certamente condividersi con la conseguenza che, nel caso di mancata individuazione da parte dell’emittente di ulteriori responsabili, lo stesso sarà chiamato a rispondere dei danni nei confronti degli investitori.

D’altra parte questi ultimi potrebbero concretamente non essere in condizione di individuare, *prima facie*, il vero responsabile non conoscendo, ad esempio, quale studio legale abbia concretamente steso il prospetto informativo ovvero quale dipendente abbia optato per l’inserimento di determinate informazioni e per l’omissione di altre. Avvanzerà pertanto la propria richiesta risarcitoria nei confronti dell’emittente il quale, eventualmente, indicherà il vero responsabile.

⁸⁷ Sangiovanni, *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, cit., 852 ss.

Ben si comprende, in questo caso, la differenza con la fattispecie di cui all'art. 2049 c.c. secondo cui i padroni e committenti devono, ricorrendone i presupposti, risarcire il danno salva la facoltà, successivamente, di agire in regresso nei confronti del soggetto responsabile.

In questa ipotesi, invece, l'emittente, stante la parziarietà della responsabilità di cui all' art. 94, co. 8, t.u.f., può non essere chiamato a rispondere se indica il soggetto effettivamente responsabile.

Deve però sottolinearsi come, nella prassi redazionale, in relazione alle parti di rispettiva competenza, spesso vengano indicati i responsabili della completezza e veridicità delle informazioni contenute nel prospetto.

Lo stesso può inoltre essere accompagnato da una dichiarazione dell'emittente circa la veridicità e la completezza dei dati contenuti nell'intero prospetto⁸⁸.

Al fine della configurazione della responsabilità di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f. è necessario porre l'attenzione su specifici aspetti quali la condotta illecita, l'evento dannoso, il nesso di causalità fra la prima e il secondo nonché la prova liberatoria che debbano avanzare i soggetti (presunti) responsabili.

La condotta illecita consiste nel predisporre un prospetto non vero o incompleto; alla stessa può riconnettersi un evento dannoso quale conseguenza che deriva all'investitore per aver aderito all'operazione indicata nel prospetto; circostanza che non si sarebbe verificata nel caso di prospetto completo e veritiero.

Il danno consta sicuramente del danno emergente; potrebbe però estendersi anche al lucro cessante purché l'investitore dimostri che, in mancanza di un prospetto

⁸⁸ Sartori, *La responsabilità da prospetto informativo*, cit., 4.

falso, avrebbe investito il proprio denaro in altro modo ricavando un rendimento maggiore⁸⁹.

D'altra parte, indipendentemente dalla natura che si vuole attribuire alla responsabilità dei soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f.⁹⁰, la risarcibilità del lucro cessante, come quella del danno emergente, è riconosciuta sia in sede contrattuale (art. 1223 c.c.) che in ambito extracontrattuale (art. 2056 c.c.).

Per andare esente da responsabilità il convenuto, quale prova liberatoria, deve provare di aver adottato non l'ordinaria diligenza bensì “*ogni diligenza*” configurabile ai sensi dell'art. 1176 co. 2 c.c., ovvero “*da valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata*”. Non vi è dubbio, infatti, che i soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f. agiscono nell'esercizio della propria attività professionale⁹¹.

Sussiste certamente un'inversione dell'onere probatorio, tipica dei regimi di responsabilità contrattuale; infatti, in base al principio della vicinanza alla prova, l'onere di provare di aver adottato la necessaria diligenza viene attribuito al soggetto che, concretamente, ha la possibilità di accedere alla documentazione e di conoscere i fatti contestati⁹².

⁸⁹ Sangiovanni, *op. ult. cit.*, 852 ss.

⁹⁰ Su cui si tornerà *infra*, Cap. II, § 2.

⁹¹ Il legislatore disciplina il regime della prova liberatoria in modo unitario senza distinzioni fra i soggetti di cui all'art. 94, co. 8 e co. 9. Si badi la sussistenza di una profonda differenza con la scelta effettuata dal legislatore americano il quale prevede una responsabilità oggettiva a carico dell'emittente e una responsabilità per colpa per l'intermediario responsabile (Fiorio, *op. cit.*, 910).

⁹² Fiorio, *op. loc. cit.*; Cass., Sez. Un., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *GC*, 2002, 7, 1934 secondo cui è “*conforme all'esigenza di non rendere eccessivamente difficile l'esercizio del diritto del creditore*”.

Agendo in giudizio, l'attore è tenuto a dimostrare quali aspetti siano stati taciuti e quali informazioni, invece, non corrispondano a verità⁹³. Pertanto dovrà provare la mancanza o l'erroneità di informazioni nel prospetto, la quantificazione del danno nonché il nesso di causalità fra l'assenza delle prime e il secondo.

Dovrà inoltre dimostrare “*di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni (...) fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso*”.

Prima della modifica dell'art. 94, co. 8 e 9 t.u.f., si riteneva che l'investitore avrebbe dovuto provare non solo l'inesattezza o l'incompletezza del prospetto informativo, ma anche (prova questa più ardua) che l'investitore stesso non avrebbe compiuto l'investimento qualora avesse esattamente conosciuto le circostanze che gli erano state taciute⁹⁴.

L'investitore avrebbe pertanto dovuto dimostrare, in primo luogo, che le informazioni mancanti o falsificate erano state determinanti nella valutazione dell'investimento.

a reagire all'inadempimento (...) fare applicazione del principio di riferibilità o di vicinanza della prova, ponendo in ogni caso l'onere della prova a carico del soggetto nella cui sfera si è prodotto l'inadempimento, e che è quindi in possesso degli elementi utili per paralizzare la pretesa del creditore, sia questa diretta all'adempimento, alla risoluzione o al risarcimento del danno, fornendo la prova del fatto estintivo del diritto azionato, costituito dall'adempimento”. Conf. Cass., Sez. III, 29 luglio 2004, n. 11488, in *DResp*, 2005, 1, 23; Cass., Sez. III, 9 novembre 2006, n. 23918, in *FI*, 2007, I, 71; Cass., Sez. I, 15 luglio 2011, n. 15659, in *GCM*, 2011, 7-8, 1075; Cass., Sez. III, 20 gennaio 2015, n. 826, in *GCM*, 2015.

⁹³ Sangiovanni, *op. ult. cit.*, 852 ss.

⁹⁴ D' Alfonso, *op. cit.*, 136.

In secondo luogo su di lui incombeva l'onere di provare l'affidamento riposto sulle informazioni pubblicate nel prospetto. Gli investitori, in altri termini, avrebbero dovuto dimostrare di aver letto il prospetto e di aver deciso di effettuare l'investimento in base alle informazioni in esso contenute⁹⁵.

A seguito della modifica legislativa modificativa dell'art. 94, co. 8 e 9 t.u.f., una simile interpretazione non può più sostenersi: il legislatore, infatti, prevede la responsabilità dei soggetti indicati "a meno che" gli stessi non provino di aver adottato ogni necessaria diligenza al fine di assicurare una corretta informazione agli investitori.

Incomberà invece sul convenuto l'onere di dimostrare o la veridicità di quanto indicato nel prospetto ovvero, nel caso di omissioni, che le stesse, in realtà, rappresentano fatti ininfluenti al fine dell'investimento affrontato dall'attore.

Il convenuto deve, cioè, dimostrare l'assenza di un nesso di causalità fra la condotta e l'evento lesivo; deve, in altri termini, dimostrare, utilizzando l'espressione del legislatore, che l'investitore non abbia fatto "*ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto*".

Il nesso causale fra le informazioni incomplete o false contenute nel prospetto da un lato e il danno dall'altro è rappresentato dalla significatività delle informazioni fornite rispetto alla decisione dell'investitore di acquistare quei prodotti finanziari a quelle condizioni⁹⁶.

D'altra parte l'investitore non può avere un atteggiamento acritico e superficiale; a lui è invece

⁹⁵ D'Alfonso, *op. cit.*, 137.

⁹⁶ Facci, *op. cit.*, 148.

imposta una condotta attiva e molto attenta al fine di comprendere il rischio comportato dall'operazione.

Ne consegue che la responsabilità dei soggetti di cui all'art. 94, co. 8 e 9 t.u.f. sussiste solamente quando le informazioni contenute nel prospetto siano idonee ad influenzare il convincimento di un attento investitore⁹⁷.

Discusso è il contenuto specifico della prova liberatoria.

Secondo una prima posizione dottrinale, la responsabilità da prospetto deve qualificarsi quale responsabilità oggettiva sussistente nel caso di oggettivo contrasto fra il comportamento tenuto dall'agente da un lato e la norma violata dall'altro⁹⁸.

I soggetti indicati dall'art. 94, co. 8 e 9 t.u.f. dovrebbero pertanto ritenersi responsabili indipendentemente dall'elemento soggettivo.

Tale posizione è in sintonia con quell'orientamento dottrinale che ritiene sussistente una regola generale di responsabilità oggettiva fondata sul rischio d'impresa e presente per ogni attività economica che abbia un minimo di organizzazione e continuità⁹⁹.

Non può però accogliersi la citata posizione. Deve infatti ritenersi preferibile la posizione di altra dottrina che evidenzia come non si tratti di responsabilità oggettiva in

⁹⁷ Facci, *op. cit.*, 148. Quanto detto trova d'altra parte conferma negli obblighi di buona fede di cui agli artt. 1337 e 1338 c.c. La stessa direttiva MiFID, 21 aprile 2004, n. 2004/39/CE, evidenzia, all'art. 19, co. 3, che lo scopo perseguito dai doveri di informazione all'intermediario è di consentire che gli investitori “*possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento*”.

⁹⁸ Fiorio, *op. cit.*, 911; Monateri, *Le fonti delle obbligazioni. La responsabilità civile*, in *Tratt. Sacco*, III, Torino, 1998, 92 ss.

⁹⁹ Trimarchi, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961, 34.

quanto, nell'ipotesi di responsabilità da prospetto, lo stato soggettivo è rilevante poiché il convenuto potrà dimostrare l'assenza di colpa¹⁰⁰.

Infatti, rifacendosi alla giurisprudenza americana in tema di *due diligence defense*¹⁰¹, tale posizione evidenzia che i convenuti¹⁰², al fine di dimostrare di aver adottato ogni diligenza per assicurare che le informazioni rispondessero a verità ovvero non contenessero omissioni, devono dimostrare di aver effettuato, in modo indipendente, le dovute indagini per accertare che le informazioni fossero complete e corrette.

Pertanto, se gli amministratori dimostrano di aver effettuato in proprio le opportune indagini, esonerano da responsabilità anche la società per il principio della personalità giuridica¹⁰³.

Infatti, secondo questa posizione dottrinale, la responsabilità non è "oggettiva" ma "per colpa oggettiva", cosicché se si prova la mancanza di colpa non

¹⁰⁰ Bruno, *op. cit.*, 792. D'altra parte, decisivo appare il testo normativo quando evidenzia che non debbano essere risarciti i danni qualora si provi "*di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso*".

¹⁰¹ *Escott v. Barchris Costruction corp.* in E. Folk, *Civil Liabilities*, 283, F. Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968); *Globus v. Law Research Service, Inc.*, 397, U.S. 913 (1970); *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 382-83 (1983).

¹⁰² Ovvero emittente, offerente, garante, intermediario nonché le persone fisiche o giuridiche che si sono assunte la responsabilità di parti del prospetto.

¹⁰³ Galgano, *Delle persone giuridiche*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2006, 302 ss.; Visentini, *La teoria della personalità giuridica ed i problemi della società per azioni*, in *RS*, 1999, 112.

risponderanno dei danni né gli amministratori-organi né l'emittente persona giuridica¹⁰⁴.

Ulteriore argomento può d'altra parte riscontrarsi evidenziando che l'adozione di un criterio generale di imputazione oggettiva priverebbe l'investimento di ogni rischio a carico dell'investitore¹⁰⁵.

Non può nemmeno accogliersi una terza posizione dottrinale¹⁰⁶ che pone l'accento sulla vicinanza fra l'art. 94, co. 8, t.u.f. (che utilizza l'espressione "ogni diligenza") e l'art. 2050 c.c. in tema di responsabilità da esercizio di attività pericolose (secondo cui il responsabile è tenuto al risarcimento se non prova di aver adottato "*tutte le misure idonee*" ad evitare il danno).

La normativa in tema di prodotti difettosi e merci pericolose impone infatti una tutela per danni tipici a cose o persone¹⁰⁷; le informazioni omesse o non corrette, invece, causano esclusivamente una diminuzione del patrimonio dei soggetti che hanno compiuto (o non hanno compiuto) operazioni di investimento; ne consegue l'impossibilità di un'applicazione analogica della disciplina.

Certamente più imprevedibile è poi il rischio di danno connesso alla diffusione di informazioni sul mercato

¹⁰⁴ Bruno, *op. cit.*, 792.

¹⁰⁵ D'Alfonso, *op. cit.*, 131.

¹⁰⁶ Facci, *op. cit.*, 139 ss.; per un'analisi delle diverse posizioni dottrinali, inoltre, Fiorio, *op. cit.*, 912.

¹⁰⁷ Si veda, quanto ai danni da prodotti difettosi, l'art. 11 del d.p.r. 24 maggio 1988, n. 224 che limita il danno risarcibile solamente ai casi di "*morte o lesioni personali*" oppure di "*distruzione o deterioramento di cose*". La Relazione Preliminare al Codice Civile (1942, n. 795) si riferisce espressamente ai danni per "*lesioni*". Sul punto Bruno, *op. cit.*, 1305, nt. 42.

finanziario poiché più imprevedibili sono i soggetti utilizzatori dell'informazione.

Nel caso invece di prodotti difettosi e merci pericolose, i danni possono prodursi nei confronti di uno o più consumatori (o anche di terzi nel caso di merci pericolose) al momento dell'utilizzazione; dopodiché, in entrambi i casi, la propagazione del danno si esaurisce¹⁰⁸.

Differenze sussistono anche relativamente alla tutela: l'informazione è “*volatile e inappropriabile*”¹⁰⁹, diversa da beni o merci che possono causare un danno “fisico”; emerge perciò l'esigenza di contenere i danni risarcibili e non di incentivarli ricorrendo alla disciplina della responsabilità oggettiva¹¹⁰.

Infatti, nel caso di attività pericolose, i soggetti responsabili, secondo quest'ultima posizione, devono provare la sussistenza di un caso fortuito ovvero di una causa efficiente sopravvenuta che interrompa il nesso eziologico tra l'evento di danno e l'esercizio dell'attività.

Pertanto, per esonerarsi da responsabilità, il convenuto dovrebbe dimostrare che anche ulteriori indagini e approfondimenti non avrebbero potuto mostrare la frode¹¹¹.

Tale posizione però appare difficilmente conciliabile con il disposto degli artt. 1337 e 1338 c.c. in tema di responsabilità precontrattuale¹¹²; se, infatti, è innegabile che i soggetti di cui all'art. 94, co. 8 e 9 t.u.f., dispongono

¹⁰⁸ Bruno, *op. cit.*, 1305.

¹⁰⁹ Bruno, *op. cit.*, 1306.

¹¹⁰ Bruno, *op. loc. cit.*

¹¹¹ Facci, *op. cit.*, 141.

¹¹² Questo anche sulla base della natura della responsabilità da prospetto che si analizzerà nei paragrafi successivi.

di molte più informazioni rispetto agli investitori¹¹³, non può certo tacersi l'impossibilità, anche per gli stessi, in alcuni casi, di prevedere un (eventuale) evento fortuito futuro.

D'altra parte, sostenere che anche ulteriori indagini e approfondimenti non avrebbero potuto mostrare la frode, significa non consentire alcuna prova liberatoria al convenuto, in contrasto con il dettato dell'art. 94 co. 8 t.u.f.

E' ben evidente infatti che gli accertamenti (astrattamente) possibili sono potenzialmente infiniti. Il convenuto sarebbe, secondo questo orientamento dottrinale, responsabile *in ogni caso* e non avrebbe, *di fatto*, alcuna prova liberatoria.

E' da ritenere, invece, che i soggetti di cui all'art. 94, co. 8 e 9 t.u.f. devono dimostrare di aver svolto le dovute e *ragionevoli* indagini al fine di accertare che le informazioni fossero corrette e non incomplete.

Devono dimostrare, in altre parole, che "*neppure una revisione attenta e professionale dei dati forniti dall'emittente avrebbe consentito loro di scoprire le inesattezze lamentate dall'investitore*",¹¹⁴.

Pertanto, a seguito della dimostrazione degli investitori dell'inesattezza o incompletezza del contenuto del prospetto, i soggetti convenuti saranno tenuti a dimostrare di aver compiuto un'attenta verifica delle informazioni trasmesse¹¹⁵.

¹¹³ Quanto alla problematica dell'asimmetria informativa si veda Cap. I, § 1.

¹¹⁴ Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *BBTC*, 1988, II, 532 nonché in *NGCC*, 1988, I, 499.

¹¹⁵ D'Alfonso, *op. cit.*, 136.

Anche la dottrina dubita che nel nostro ordinamento sussista una categoria generale di responsabilità oggettiva; ne subordina infatti la presenza alla sussistenza di specifiche previsioni legislative che ne disciplinino fattispecie tipiche¹¹⁶. L'assimilazione non sarebbe inoltre conforme alle norme in tema di trasparenza la cui *ratio* invece si rinviene nella promozione della diligenza e dell'accuratezza nella diffusione al pubblico di informazioni identificate dal legislatore¹¹⁷.

¹¹⁶Per una ricostruzione, Busnelli, *Nuove frontiere della responsabilità civile*, in *Jus*, 1976, 45 ss.

¹¹⁷Bruno, *op. cit.*, 1306-1307.

2.2. Gli intermediari quali responsabili del collocamento

Per il collocamento degli strumenti finanziari presso gli investitori l'emittente si avvale di un soggetto professionale, l'intermediario.

Nella prassi sovente accade che coloro che collocano gli strumenti finanziari siano una pluralità di intermediari coordinati dal responsabile del collocamento (c.d. *lead manager*)¹¹⁸.

Il legislatore, all'art. 94, co. 9, t.u.f., sottolinea che *“la responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente”*.

Le “informazioni false” sono quelle informazioni non corrispondenti a verità.

Parte della dottrina, partendo dalla diversa dizione dell'art. 94, co. 8, t.u.f., ha rilevato che il legislatore, col termine “falso”, ha voluto indicare che il comportamento del responsabile del collocamento debba essere caratterizzato da dolo¹¹⁹.

Una simile interpretazione non può però accogliersi: da un punto di vista letterale infatti, il termine “falso” significa *“non corrispondente a verità”*¹²⁰.

¹¹⁸ Si veda Cap. III, § 1.

¹¹⁹ Sangiovanni, *op. ult. cit.*, 852 ss.

¹²⁰ Zingarelli, *Vocabolario della lingua italiana*, Bologna, 1991, 698.

E' pertanto presumibile che il legislatore abbia semplicemente utilizzato una diversa dizione linguistica rispetto al comma precedente.

Una diversa interpretazione inevitabilmente condurrebbe l'interprete a non ritenere responsabile il responsabile del collocamento in assenza di dolo; è da ritenere invece che, anche in quest'ultimo caso, proprio per l'assenza di un'espressa indicazione legislativa, debba ritenersi sussistente la sua responsabilità.

Altra conferma scaturisce dall'analisi dell'ipotesi ulteriore di responsabilità del responsabile del collocamento, sussistente per "*omissioni idonee ad influenzare*¹²¹ *le decisioni di un investitore ragionevole*".

Sarebbe infatti singolare che prima il legislatore limitasse la responsabilità del soggetto responsabile solamente in caso di dolo, successivamente ampliasse la sua responsabilità anche per mancanza di informazioni che nemmeno dovrebbero essere inserite nel prospetto.

Una differenza è invece da rinvenirsi nel fatto che il responsabile del collocamento risponde delle informazioni false fornite ovvero delle omissioni idonee ad influenzare le decisioni degli investitori senza la possibilità di limitarla alle parti di propria competenza (è pertanto responsabile *tout court*)¹²².

La *ratio* deve certamente ricercarsi nella volontà di fornire la massima garanzia agli investitori: la responsabilità dell'intermediario si estende pertanto a qualsiasi dichiarazione contenuta nel prospetto cosicché il

¹²¹ In ogni caso, anche informazioni estranee al prospetto.

¹²² Fiorio, *op. cit.*, 909. Si veda inoltre quanto precedentemente detto riguardo ai soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f., Cap. I, § 2.1.

responsabile del collocamento non può limitarla solo ad alcune sue parti¹²³.

Deve osservarsi che, per intermediario “*responsabile del collocamento*”, è da intendersi, ai sensi dell’art. 93-bis, co. 1, t.u.f., “*il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico*”.

Il legislatore ha pertanto ritenuto che responsabile nei confronti degli investitori dovesse intendersi solamente l’intermediario responsabile e non altri intermediari intervenienti nell’operazione.

La *ratio* della disposizione è da rinvenirsi nel fatto che l’intermediario collocatore ha contribuito a realizzare il prodotto finanziario che viene collocato¹²⁴. Infatti, benché corrisponda a verità il fatto che nemmeno l’intermediario collocatore (come gli altri) abbia contribuito a scrivere il prospetto, è suo compito, stante lo stretto rapporto con l’emittente, il controllo della veridicità del contenuto del prospetto stesso¹²⁵.

Deve in questo senso ritenersi condivisibile la posizione di quella dottrina¹²⁶ che evidenzia come l’individuazione, da parte del consorzio, di un intermediario indicato quale responsabile del collocamento, non basterebbe ad escludere la responsabilità del *global coordinator*, ossia di chi abbia concretamente ed effettivamente organizzato il collocamento nel suo insieme.

¹²³ Fiorio, *op. loc. cit.*

¹²⁴ Barcellona, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009, 21.

¹²⁵ Sangiovanni, *op. ult. cit.*, 852 ss.

¹²⁶ Giudici, *op. cit.*, 390.

Affermare il contrario, d'altra parte, equivarrebbe a riconoscere all'autonomia privata la possibilità di eludere, su base volontaria, l'applicazione di una norma giuridica.

Pertanto il *lead manager* non deve essere individuato sulla base del prospetto bensì analizzando i concreti accordi tra intermediari.

Una diversa analisi porterebbe, inevitabilmente, a considerare responsabile chi appare tale sulla base del fenomeno di interposizione fittizia.

In capo al responsabile del collocamento sussiste inoltre una responsabilità nei confronti dell'emittente a seguito della violazione degli obblighi contrattuali scaturenti dalla conclusione del contratto di collocamento. Tale responsabilità, di tipo contrattuale, deve chiaramente valutarsi secondo le disposizioni civilistiche previste dal legislatore.

Gli intermediari diversi dal responsabile del collocamento rispondono invece sulla base di altre disposizioni normative.

In primo luogo l'art. 95, co. 2, t.u.f. sottolinea che “*la Consob individua con regolamento le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'emittente, l'offerente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti*”.

Ai sensi poi dell'art. 34-*sexies* del Regolamento emittenti, “*i soggetti indicati nell'articolo 95, comma 2, del Testo unico si attengono a principi di correttezza, trasparenza e parità di trattamento dei destinatari dell'offerta al pubblico che si trovino in identiche condizioni e si astengono dal diffondere notizie non coerenti con il prospetto o idonee ad influenzare l'andamento delle adesioni*”.

Lo stesso articolo, al secondo comma, precisa che l'offerente da un lato e i soggetti incaricati del collocamento dall'altro,

“a) rispettano le modalità operative indicate nel prospetto;

b) compiono, con la massima tempestività, le attività necessarie per il perfezionamento dell'investimento e quelle comunque connesse all'esercizio di diritti degli investitori”.

Ne consegue che, se si riscontrasse una mancata osservanza delle norme citate, ne scaturirebbe la responsabilità civile degli ulteriori intermediari¹²⁷.

Sussiste inoltre, ai sensi dell'art. 21 t.u.f., la responsabilità in capo all'intermediario che collochi strumenti finanziari ai compratori al dettaglio¹²⁸; tale responsabilità si aggiunge a quella dell'emittente, offerente, garante e persone responsabili ai sensi dell'art. 94, co. 8, t.u.f..

Può qualificarsi¹²⁹ di carattere precontrattuale quando queste violazioni si verificano nella fase antecedente o coincidente alla conclusione del contratto di

¹²⁷ Sangiovanni, *op. ult. cit.*, 852 ss.

¹²⁸ Secondo la Suprema Corte (Cass., Sez. I, 29 dicembre 2011, n. 29864, in *FI*, 2013, 1, I, 320) *“l'obbligo per l'intermediario di servire al meglio l'interesse del cliente (art. 21 TUF, co. 1), (...) implica che l'intermediario medesimo debba farsi carico, prima di eseguire ordini di negoziazione impartitigli dal medesimo cliente, d'informarlo e di verificare il livello di consapevolezza del rischio da parte di quest'ultimo e l'adeguatezza dell'operazione rispetto alla sua situazione finanziaria, ai suoi obiettivi d'investimento ed alla sua propensione al rischio”.*

¹²⁹ Su questo aspetto si tornerà ampiamente nel Cap. III, § 4.3. Basti qui richiamare Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *BBTC*, 2010, 6, I, 686; Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *BBTC*, 2009, 2, II, 133.

intermediazione; di carattere contrattuale, quando siano violazioni che riguardino operazioni conseguenti alla conclusione del contratto e consistenti nell'esecuzione dello stesso.

Anche in questo caso (come nell'ipotesi di cui al comma precedente) il legislatore prevede un'inversione dell'onere della prova, da cui l'intermediario responsabile del collocamento può liberarsi solo provando di aver adottato la medesima diligenza imposta ai soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f.

In altri termini l'intermediario finanziario dovrà provare da un lato di aver adempiuto le specifiche obbligazioni poste a suo carico, dall'altro, quanto al profilo soggettivo, di aver agito con la specifica diligenza richiesta¹³⁰.

Deve infine rilevarsi che, secondo una posizione dottrinale certamente condivisibile, è possibile essere chiamati a rispondere anche solamente sulla base della nota di sintesi allegata alla fine del prospetto¹³¹. Una diversa interpretazione, d'altra parte, potrebbe indurre l'emittente ad eludere l'applicazione dell'art. 94, co. 8, t.u.f. semplicemente inserendo nella nota di sintesi le informazioni false ovvero omettendo nella stessa le

¹³⁰ Cass., Sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773, in *GI*, 2010, 11, 2326. Per un'analisi più approfondita si veda *infra*, Cap. III, § 5.4.

¹³¹ Mazzeo, *La responsabilità da prospetto*, cit., 571 ss. In questo senso deve essere letto l'art. 94, co. 10, t.u.f. secondo cui nessuno può essere ritenuto civilmente responsabile in base alla nota di sintesi *salvo che* la stessa risulti fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme ad altre parti del prospetto oppure che essa, quando viene letta insieme con altre parti del prospetto, non contenga quelle *informazioni chiave* che consentano agli investitori di valutare se investire nei prodotti finanziari offerti.

informazioni determinanti per il convincimento dell'investitore.

Capitolo II

La responsabilità dell'emittente

1. Natura della responsabilità da prospetto

Solitamente il collocamento di strumenti finanziari presso il pubblico si articola in tre distinti momenti: in primo luogo vi è l'emissione delle *securities* da parte del soggetto che decide di ricorrere al mercato dei capitali; successivamente vi è la sottoscrizione da parte di un consorzio di intermediari; infine il collocamento presso il pubblico degli strumenti finanziari precedentemente sottoscritti dal consorzio¹³².

L'emittente è, da un lato, il destinatario dei capitali raccolti, dall'altro, il soggetto che ha un accesso diretto alle informazioni degli investitori.

Un ruolo diverso viene invece assunto dall'intermediario: è infatti innegabile che le informazioni contenute nel prospetto contengono, in modo prevalente, notizie e dati relativi all'emittente¹³³.

¹³² Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 66; Onado, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, 257 ss.; Scorza, *I consorzi bancari di collocamento titoli*, in Portale (a cura di), *Le operazioni bancarie*, II, Milano, 1978, 1127 ss.; Vulpetti, *Sindacato finanziario* (voce), in *ED*, XLII, Milano, 1990, 693 ss.

¹³³ Ferrarini, *op. cit.*, 111.

Se l'emittente è il soggetto deputato alla stesura del prospetto, anche l'intermediario responsabile del collocamento¹³⁴ deve verificarne la completezza e la veridicità¹³⁵; quanto alla responsabilità nei confronti dell'investitore, pertanto, la sua posizione si avvicina molto a quella dell'emittente.

La diffusione di un prospetto informativo può causare infatti un danno patrimoniale agli investitori, siano essi attuali o potenziali; il danno consegue ad un'informazione non corretta poiché gli obblighi di completezza, veridicità e chiarezza sono da intendersi quali clausole generali applicabili ad ogni informazione che viene diffusa nel mercato finanziario.

Nello specifico il danno che gli investitori possono subire può consistere nel costo dell'ulteriore investimento (o del mancato disinvestimento) se la rappresentazione del prospetto disegna una situazione patrimoniale e finanziaria della società migliore di quella effettiva ovvero del disinvestimento qualora le informazioni non fossero chiare o presentassero una situazione societaria peggiore di quella effettiva.

¹³⁴ Ossia l'intermediario o il gruppo di intermediari che si obbliga ad acquistare in proprio i titoli non collocati presso il pubblico. Tale intermediario sottoscrive i titoli non venduti in modo da garantire all'emittente il collocamento dell'intero quantitativo in emissione.

¹³⁵ Come sostenuto dalla dottrina (Gioia, *op. cit.*, 94) chiaramente la responsabilità dell'intermediario è più estesa rispetto a quella derivante dal mancato adempimento degli obblighi di informazione. Altre forme di responsabilità potrebbero essere:

- violazione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo da parte dell'intermediario finanziario
- violazione di obblighi informativi nei confronti dei clienti
- eventuali situazioni di conflitto di interessi dell'intermediario nella negoziazione dei titoli.

Nel primo caso il danno per gli investitori consiste nel costo subito per aver investito ad un prezzo superiore rispetto a quello legittimo, nel secondo caso chiaramente nel mancato investimento negli strumenti finanziari di quella società che, in realtà, aveva una situazione economica e patrimoniale migliore rispetto a quella delineata dal prospetto informativo¹³⁶.

Nelle pagine che seguono ci si propone di analizzare la natura della responsabilità (se precontrattuale, contrattuale, extracontrattuale o da contatto sociale) in capo all'emittente e all'intermediario responsabile del collocamento nell'ipotesi di danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto.

Nello specifico, dopo aver analizzato le diverse teorie sostenute da dottrina e giurisprudenza, si cercherà di dimostrare la natura precontrattuale della responsabilità sia dei soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f. che dell'intermediario responsabile del collocamento di cui all'art. 94, co. 9, t.u.f.

¹³⁶ Bruno, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *CI*, 2001, 1287. Si veda inoltre Paralupi, *Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto*, in *Riv. dir. comm.* 2001, 583.

2. Natura della responsabilità dei soggetti di cui all'art. 94, co. 8, t.u.f.

2.1 Premessa

Molto dibattuta è la natura della responsabilità da prospetto da ricondursi alla condotta dell'emittente e dei soggetti indicati dall'art. 94, co. 8, t.u.f.

Già prima dell'introduzione, nel 2007, di una specifica normativa in tema di responsabilità da prospetto, la dottrina aveva elaborato fondamentalmente due orientamenti: ad un primo, che propugnava la tesi della responsabilità extracontrattuale¹³⁷, se ne contrapponeva un secondo (da ritenersi preferibile¹³⁸) che invece sosteneva, ponendo l'accento sul mancato rispetto degli artt. 1337 e 1338 c.c., la tesi della responsabilità precontrattuale.

Minoritaria risulta invece la tesi contrattuale¹³⁹. Per quest'ultima posizione l'analisi della fattispecie deve muovere dall'art. 1490, co. 1, c.c. secondo cui il venditore è tenuto a garantire che quanto venduto sia immune da vizi che lo rendano inidoneo all'uso a cui è destinato o che ne diminuiscano in modo apprezzabile il valore.

Qualora infatti all'interno di un rapporto contrattuale sussista un'imperfezione della cosa venduta tale da determinare una discordanza fra il valore del bene e il

¹³⁷ Si veda *infra*, paragrafo successivo.

¹³⁸ Si veda *infra*, Cap. II, § 2.3.

¹³⁹ Perrone, *op. cit.*, 77, 90 e 91 ss.

corrispettivo, il legislatore prevede quale rimedio la garanzia¹⁴⁰.

L'obiettivo non è pertanto il risarcimento del danno da inadempimento quanto, piuttosto, il riequilibrio dei termini di scambio al fine di impedire che le parti traggano un ingiustificato vantaggio dalla loro manipolazione¹⁴¹.

Lo strumento finanziario il cui prezzo non si sia correttamente formato a seguito di false o omesse informazioni contenute nel prospetto è comparabile con un bene affetto da vizi. In entrambi i casi infatti si assiste ad una sproporzione fra il prezzo ed il valore intrinseco del bene: in un caso è la conseguenza di un'imperfezione materiale, nell'ipotesi invece degli strumenti finanziari consiste nell'alterazione del rendimento atteso causato dalla falsa od omessa informazione¹⁴². Si richiamano in questo contesto le disposizioni dell'Allegato 1B Regolamento Emittenti (Adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, www.consob.it) che impongono una dichiarazione ai sottoscrittori del prospetto in favore degli investitori relativamente alla completezza e veridicità di quanto contenuto del prospetto stesso; queste sono

¹⁴⁰ Perrone, *op. cit.*, 97.

¹⁴¹ Perrone, *op. cit.*, 96. Luminoso, *La compravendita*, Torino, 2003, 215; Mengoni, *Profili di una revisione della teoria sulla garanzia per i vizi nella vendita*, in *Studi in onore di Alfredo De Gregorio*, II, Città di castello, 1953, 153; Di Majo, *Garanzia e inadempimento della vendita di beni di consumo*, in *Europa dir. priv.*, 2002, 2.

¹⁴² Gli strumenti finanziari devono intendersi quali beni di secondo grado in quanto fanno riferimento ad altre entità economiche che trovano negli stessi la rappresentazione del loro valore. Salafia, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Milano, 2007, 145; Salamone, *Unità e pluralità nella nozione di strumento finanziario*, Milano, 1995, 88.

comparabili con la normativa civilistica in tema di garanzia per vizi del bene venduto in quanto costituiscono un rimedio contro il trasferimento del bene “viziato”. Nello specifico troverebbe applicazione il disposto dell’art. 1497 c.c. difettando lo strumento finanziario delle promesse qualità della cosa.

La dichiarazione di responsabilità di cui all’Allegato 1B, risultando riferita a tutti coloro che hanno sottoscritto la “dichiarazione di responsabilità” e a favore di tutti gli investitori interessati alla sollecitazione per cui il prospetto è redatto, estende la garanzia anche al di fuori dei confini del rapporto contrattuale¹⁴³ e quindi anche a quanti non abbiano sottoscritto il prospetto¹⁴⁴.

¹⁴³ Perrone, *op. cit.*, 100.

¹⁴⁴ Ovvero fra un sottoscrittore e un possibile aderente alla sollecitazione.

2.2. Tesi della responsabilità extracontrattuale

Una prima tesi ricostruisce la fattispecie facendo riferimento alla responsabilità aquiliana contemplata dall'art. 2043 c.c.¹⁴⁵

¹⁴⁵ Alpa, *Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina*, in *RCDP*, 1988, 359 ss.; Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, 107 ss.; Bruno, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, cit., 1294 ss.; Cattaneo, *Recensione a G. Ferrarini – La responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, 433; Jaeger, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, 283 ss.; Paralupi, *op. cit.*, 576 ss. Questa interpretazione si riconnette alla tutela extracontrattuale riconosciuta dalla giurisprudenza, successivamente all'entrata in vigore del Codice Civile del 1942, ai soci e terzi di una società di capitali sia nei confronti della stessa società in quanto persona giuridica illimitatamente capace di agire sia rispetto agli amministratori ai sensi dell'art. 2395 c.c. In questo senso, Cass., Sez. I, 3 dicembre 1984, n. 6300, in *CED* che riconobbe al terzo, nel caso di deliberazioni degli organi di una società per azioni nulle per illiceità dell'oggetto, la possibilità di invocare la responsabilità risarcitoria aquiliana della società. Si veda inoltre Cass., Sez. I, 3 agosto 1988, n. 4817, in *DF*, 1989, 2, 2, 381; Cass., Sez. I, 2 giugno 1989, n. 2685, in *GC*, 1989, 10, 1, 2000. Recentemente la giurisprudenza della Suprema Corte si è espressa a favore di una simile interpretazione: Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, in *GI*, 2011, 2, 289; si veda però contra Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit.; Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit.; Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, in *GI*, 2006, 8-9, 1599.

Tale posizione, prendendo innanzitutto atto che indipendentemente dalla sollecitazione il risparmio pubblico è oggetto di tutela da parte del legislatore, evidenzia che “*ogni informazione*” diffusa al pubblico è oggetto di tutela dell’ordinamento.

La tutela (extracontrattuale) è generale, prescindendo dall’obbligatorietà delle informazioni fornite¹⁴⁶.

In primo luogo si sottolinea che i destinatari delle informazioni contenute nel prospetto informativo non sono soggetti specificamente determinati. Mai si verifica al momento della diffusione delle informazioni (rivelatesi poi inesatte o incomplete) alcun contatto fra i singoli investitori e la società (o i suoi amministratori).

Destinatario delle informazioni è infatti il mercato astrattamente inteso e le informazioni fornite hanno lo scopo di consentire al pubblico di valutare la situazione patrimoniale, economica e finanziaria degli emittenti nonché degli strumenti finanziari in circolazione¹⁴⁷.

Infatti l’obiettivo che si prefissa il legislatore è rappresentato dalla trasparenza del mercato¹⁴⁸, cosicché gli investitori possano valutare l’opportunità di investire o non investire in determinati strumenti finanziari.

Il riferimento deve quindi intendersi ai documenti sociali resi pubblici¹⁴⁹ e non alle informazioni rivolte ad

¹⁴⁶ Bruno, *L’azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, cit., 1319.

¹⁴⁷ Bruno, *op. ult. cit.*, 1294.

¹⁴⁸ Da intendersi quale “*luogo impercettibile che trova definizione nella rete di scambi*” (Irti, *L’ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998, 24).

¹⁴⁹ Quindi alle relazioni, documenti informativi, annunci pubblicitari, bilanci ecc.

organi di controllo ovvero a risparmiatori indentificati *ex ante*¹⁵⁰.

Tale dottrina ritiene pertanto che sarebbe una forzatura ipotizzare una responsabilità di tipo precontrattuale, contrattuale o da affidamento della società.

I soggetti destinatari, come detto, non solo non sono identificati *ab initio*; non sono nemmeno identificabili; ne consegue che le informazioni debbano intendersi diffuse *ad incertam personam*¹⁵¹.

Quando viene posta in essere la condotta, infatti, deve sussistere un rapporto obbligatorio tra parti identificate che generi una responsabilità. Nel caso di specie invece i fruitori delle informazioni non sono né conosciuti né determinati dalla società e, nella maggior parte dei casi, non sono nemmeno determinabili¹⁵². Il soggetto leso dalle informazioni non veritiere o corrette viene individuato solamente in un momento successivo ovvero solamente quando si produce il danno.

¹⁵⁰ Bruno, *op. ult. cit.*, 1289.

¹⁵¹ Bruno, *op. ult. cit.*, 1294. Cass., Sez. Un., 8 aprile 2011, n. 8034, in *RDPPr*, 2012, 474; Trib. Napoli, 25 settembre 2002, in *Soc.*, 2004, 1, 75 ss.

¹⁵² Bruno, *op. ult. cit.*, 1298. Quanto detto rappresenta il *discrimen* fra la sollecitazione all'investimento e la semplice negoziazione (non soggetta invece all'obbligo di prospetto informativo). Nel primo caso destinataria dell'offerta è la collettività indeterminata di persone, nel secondo caso è il singolo cliente o anche una pluralità di soggetti già determinati. Deve ricordarsi, a tal proposito, che solo nel caso di sollecitazione all'investimento è previsto dalla legge l'obbligo di predisporre e pubblicare il prospetto informativo ai sensi dell'art. 94 t.u.f. (in questo senso Trib. Piacenza, 30 novembre 2010, in *www.ilcaso.it*).

Se il soggetto obbligato è facilmente identificabile¹⁵³, il beneficiario delle informazioni è rappresentato dalla generalità degli investitori, ovvero sia dagli investitori attuali che da quelli potenziali¹⁵⁴, non determinati e nemmeno determinabili *ex ante*.

Stante l'indeterminatezza dei destinatari delle informazioni non è possibile ipotizzare la sussistenza di un rapporto obbligatorio; le stesse informazioni pubblicate nel prospetto sono destinate al mercato la cui valutazione permetterà di determinarne il prezzo¹⁵⁵.

Secondo questa posizione non sarebbe pertanto possibile identificare due “*parti*” da intendersi quali punti di riferimento soggettivo poiché per “*parte*” non può certo intendersi il mercato indistintamente considerato.

Infatti nonostante la pubblicazione del prospetto sia finalizzata alla conclusione del contratto tra società e singoli investitori, l'obbligo deve essere adempiuto prima dell'operazione di sollecitazione indipendentemente dalla conclusione del contratto e prima dell'instaurarsi di un rapporto giuridico o di un contatto qualsiasi.

Conseguentemente non sarebbe ipotizzabile alcuna responsabilità precontrattuale della società nei confronti dei terzi in assenza di trattative ovvero di un

¹⁵³ Ovvero sarà rappresentato dalla società c.d. aperta ovvero dai suoi amministratori.

¹⁵⁴ Bruno, *op. ult. cit.*, 1295. L'autrice sottolinea che, conseguentemente, chi valuta le informazioni “facendo” i prezzi è il mercato astrattamente inteso mentre i singoli investitori risentono delle valutazioni precedentemente fatte dal mercato stesso. Conferma a quanto detto emerge dalla constatazione per cui anche in assenza di una diretta conoscenza da parte degli investitori dei documenti sociali, sul mercato il prezzo degli strumenti finanziari si forma in ogni caso a seguito delle valutazioni del mercato.

¹⁵⁵ Bruno, *op. ult. cit.*, 1302.

comportamento “oggettivamente orientato alla conclusione di un contratto”¹⁵⁶.

Non sorgerebbe pertanto alcun rapporto obbligatorio e non sussisterebbero nemmeno obblighi in senso proprio. Corollario di quanto detto è l'impossibilità di configurare la responsabilità da prospetto tanto come responsabilità contrattuale quanto come precontrattuale poiché entrambe presuppongono l'esistenza, sia dal lato attivo che dal lato passivo, di parti identificate¹⁵⁷.

Ulteriore argomento a sostegno di questa tesi è rappresentato dal fatto che società ed investitori sono legati da doveri in senso proprio, doveri che, trovando fondamento costituzionale nel principio solidaristico di cui all'art. 2 Cost.¹⁵⁸, hanno un contenuto predeterminato dalla legge e sono enunciati in riferimento, senza eccezioni, a tutti.

E' infatti lo stesso legislatore a disciplinare le informazioni specifiche rivolte *ad incertam personam*¹⁵⁹.

Non sussistendo inoltre alcun rapporto preesistente al danno o alcun “contatto sociale”, la responsabilità non può

¹⁵⁶ Bruno, *op. ult. cit.*, 1303.

¹⁵⁷ Bruno, *op. ult. cit.*, 1295-1296; d'altra parte, precisa l'autrice, il legislatore prevede diversi strumenti di tutela qualora la trasparenza sia rivolta al mercato ovvero a singoli risparmiatori: nel primo caso trova applicazione una normativa in tema di responsabilità civile diversa da quella prevista nel caso di violazione di norme che tutelano la trasparenza nei confronti di singoli risparmiatori.

¹⁵⁸ Vignudelli, *Diritto costituzionale*, Torino, 2010, 461.

¹⁵⁹ Bruno, *op. ult. cit.*, 1298. Nella predisposizione del prospetto, infatti, devono essere fornite tutte quelle informazioni che tutelino coloro (la cui identità non è ancora conosciuta al momento della predisposizione del prospetto) che devono decidere se investire o non investire cosicché l'interesse che rileva è rappresentato dalla tutela del pubblico risparmio.

fondarsi sulla lesione dell'affidamento suscitato nel destinatario delle informazioni o sulla violazione di obblighi di stato o protezione; non potrebbe quindi ammettersi un affidamento a favore di un insieme di soggetti non determinabile al momento della conclusione del contratto¹⁶⁰.

Anche la Suprema Corte ha recentemente condiviso una simile ricostruzione¹⁶¹. Viene infatti evidenziato che la disciplina di cui agli artt. 1337 e 1338 c.c. in tema di responsabilità precontrattuale sia scarsamente utile alla fattispecie in oggetto; secondo i Supremi giudici la disciplina dei citati articoli assume rilievo in presenza di una trattativa tra le parti finalizzata alla conclusione del contratto.

In tale trattativa si esige che le parti conformino a buona fede il loro reciproco comportamento.

Nell'ipotesi di offerte pubbliche di acquisto, vendita o scambio di strumenti finanziari invece non sussiste alcuna trattativa; l'aderente all'offerta determina la propria scelta contrattuale (unicamente) alla luce delle informazioni reperibili sul mercato e non sulla base di un'interlocuzione diretta con la controparte¹⁶².

¹⁶⁰ Bruno, *op. ult. cit.*, 1296.

¹⁶¹ Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, cit.

¹⁶² La Suprema Corte (Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, cit.), a conferma della propria tesi, evidenzia: “*Ragion per cui la disciplina di settore (...) poneva a carico dell’offerente (anche precedentemente rispetto alla modifica dell’art. 94, co 8 e 9 t.u.f., n.d.a.) l’obbligo di predisporre un prospetto informativo redatto secondo criteri ben determinati, soggetto a controllo da parte dell’autorità di vigilanza e destinato appunto a consentire al pubblico di compiere le proprie scelte d’investimento o disinvestimento in maniera consapevole*”.

Inoltre, rileva la Suprema Corte, i destinatari del prospetto sono un insieme ancora indeterminato di soggetti: qualora, quindi, vi sia stata la violazione delle regole destinate a disciplinare il prospetto informativo che correda l'offerta, si configura un'ipotesi di violazione del dovere di *neminem laedere*¹⁶³.

Quanto al nesso di causalità, i sostenitori dell'orientamento extracontrattuale evidenziano, in primo luogo, la necessità di considerare che i risparmiatori, normalmente, non valutano personalmente le informazioni venendo invece trascinati nella propria decisione dalla valutazione di pochi soggetti; sono infatti convinti dell'oggettiva attendibilità delle informazioni contenute nel prospetto¹⁶⁴.

Sulla base del principio *id quod plerumque accidit*, l'investitore decide se investire facendo “ragionevole affidamento” sul contenuto del prospetto. Se quest'ultimo è falso ovvero se siano state omesse informazioni rilevanti (e conseguentemente se i dati non rispondono a verità),

¹⁶³ Evidenzia inoltre la Suprema Corte (Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, cit.): si configura “*per ciò stesso, la possibilità che colui al quale tale violazione è imputabile sia chiamato a rispondere del danno da altri subito a cagione della violazione medesima secondo i principi della responsabilità aquiliana*”. Anche la dottrina (Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 107) si è soffermata su questo punto sottolineando come il mercato sia il luogo dematerializzato per eccellenza. Nel momento della redazione del prospetto non sono né identificati né identificabili i soggetti che decideranno se investire in strumenti finanziari. Non può conseguentemente esistere un rapporto giuridico tra due parti in senso proprio, né obblighi in senso proprio; infatti rapporto e obblighi presuppongono parti identificate o identificabili.

¹⁶⁴ Bruno, *op. cit.*, 1330.

sussiste la “*presunzione semplice*” che gli stessi siano stati la causa di una non corretta allocazione del risparmio¹⁶⁵.

L'attore non dovrà pertanto dimostrare di aver fatto affidamento su una particolare informazione falsa contenuta nel prospetto; non dovrà pertanto dimostrare la rilevanza della stessa rispetto alle proprie scelte di investimento¹⁶⁶.

E' infatti l'atteggiamento di questi soggetti che permette la formazione dei prezzi sulla cui base i risparmiatori decideranno se investire, non investire o disinvestire.

Quanto alla prova del nesso di causalità è sufficiente far riferimento al prezzo di mercato: attraverso questo è infatti possibile valutare la materiale influenza da parte di un prospetto incompleto o contenente informazioni inesatte¹⁶⁷.

Perciò il prezzo sarebbe stato diverso qualora le informazioni fossero state corrette cosicché l'investitore non avrebbe deciso di acquistare ad un prezzo troppo alto o di disinvestire ad un prezzo troppo basso¹⁶⁸.

¹⁶⁵ All'investitore, pertanto, “*non può esser perciò imposto l'ulteriore onere della prova negativa di eventuali diversi fattori dai quali dette scelte sarebbero state determinate*” (Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, cit.).

¹⁶⁶ Paralupi, *op.cit.*, 579 ss.

¹⁶⁷ Bruno, *op. cit.*, 1331.

¹⁶⁸ Bruno, *op. cit.*, 1333 la quale, però, ritiene non possa sussistere tale presunzione nel caso di strumenti finanziari non quotati (in quanto non vi è un prezzo di mercato oggettivamente e tempestivamente accertabile) ovvero quando la società o gli amministratori convenuti provino l'assenza di alcun nesso di causalità tra prezzo di mercato e danno. In questo caso la prova dell'assenza del nesso di causalità può avere ad oggetto la circostanza che il prezzo di mercato non è dipeso dalla diffusione di certe informazioni, bensì, ad esempio, da cause esterne ovvero

Si è ritenuto¹⁶⁹ che possa sussistere una mitigazione degli oneri probatori attraverso la tecnica della *res ipsa loquitur*: in altri termini sarebbe sufficiente dimostrare l'inesatta informazione per provare, grazie ad un ragionamento logico-presuntivo, il nesso di causalità con il danno.

che lo stesso rispecchi informazioni vere diffuse successivamente. D'altra parte, anche la stessa Corte di Cassazione (Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, cit.) ha evidenziato che *“può ammettersi che, in presenza di inesattezze del prospetto limitate e marginali, la loro incidenza risulti in concreto talmente modesta da non essere apprezzabile; ma al di fuori di una tale ipotesi - che la motivazione dell'impugnata sentenza non sembra configurare nel caso esaminato - la non veridicità del prospetto non può non generare la presunzione di rilevanza della distorsione informativa sulle scelte dell'investitore, al quale non può esser perciò imposto l'ulteriore onere della prova negativa di eventuali diversi fattori dai quali dette scelte sarebbero state determinate”*.

¹⁶⁹ Paralupi, *op.cit.*, 582.

2.3. Tesi (preferibile) della responsabilità precontrattuale

Nella ricostruzione della fattispecie in oggetto, altra autorevole dottrina¹⁷⁰ nonché la precedente giurisprudenza¹⁷¹ evidenziano invece il suo carattere precontrattuale.

Tale ricostruzione deve ritenersi preferibile. La Suprema Corte¹⁷², come detto¹⁷³, ritiene che non possa configurarsi una responsabilità precontrattuale in capo all'emittente in quanto la vendita o lo scambio di strumenti finanziari non consegue ad alcuna trattativa cosicché l'investitore deciderà di procedere all'acquisto alla luce (unicamente) delle informazioni reperibili sul mercato¹⁷⁴.

Anche parte della dottrina, pronunciatisi sul punto, ha sottolineato che l'obbligo di pubblicazione del prospetto deve essere adempiuto prima dell'operazione di sollecitazione, quindi prima dell'instaurarsi di un rapporto giuridico, a prescindere dalla conclusione del contratto¹⁷⁵.

Questo aspetto è certamente vero; quanto sostenuto non appare però decisivo al fine della qualificazione extracontrattuale della responsabilità da prospetto.

¹⁷⁰ *Ex multis* Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, cit., 68; D'Alfonso, *op. cit.*, 134; Castronovo, *op. cit.*, 129; De Poli, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, 189.

¹⁷¹ Trib. Milano, 6 novembre 1987, in *RDC*, 1988, II, 513; App. Milano, 2 febbraio 1990, in *BBTC*, 1990, II, 734.

¹⁷² Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, cit.

¹⁷³ Si veda paragrafo precedente.

¹⁷⁴ Si veda paragrafo precedente.

¹⁷⁵ Si veda paragrafo precedente.

La conclusione a cui giunge la Corte e parte della dottrina non può infatti ritenersi convincente poiché l'art. 1337 c.c., in tema di responsabilità precontrattuale, evidenzia che le parti devono comportarsi secondo buona fede non solamente nello svolgimento delle trattative ma anche “*nella formazione del contratto*”¹⁷⁶.

La stessa Corte di Cassazione, d'altra parte, evidenzia che nulla vieta di ricondurre la violazione dell'obbligo di corretta redazione del prospetto ad una più ampia nozione di responsabilità precontrattuale qualora per ciò si intenda qualunque responsabilità derivante da comportamenti antigiuridici compiuti precedentemente al perfezionamento di un rapporto contrattuale.

Ne deduce che si tratta di un obbligo diverso da quello cui più specificamente allude il citato art. 1337 c.c.

Deve però ritenersi non accoglibile una simile interpretazione: nel concetto di “formazione del contratto” di cui all'art. 1337 c.c. deve invece farsi rientrare il complessivo *iter* (indipendentemente dalla configurazione dello stesso) che conduce alla conclusione del contratto¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Sul concetto di “formazione del contratto” e sulla differenza con quello di “trattativa” si veda quanto si dirà *infra* in questo paragrafo.

¹⁷⁷ E' stato osservato (Benedetti, *Dal contratto al negozio unilaterale*, Milano, 1969, 55) che “*ciascun atto che si inserisce nella fase formativa ha un proprio effetto: rappresentando una tappa dell'iter, è destinato ad instaurare una situazione giuridica ben definita, che costituisce presupposto indefettibile del successivo atto, nel senso che quest'ultimo assume significato e valore giuridico in presenza della situazione nella quale si innesta e che, a sua volta, è destinato ad evolvere. Si determina in tal modo una sequenza di atti e situazioni giuridiche intrinsecamente correlati, in che consiste appunto il procedimento di formazione del contratto*”. Lo stesso autore precisa che “*contro la dottrina tradizionale, che ci ha abituato a credere a un unico procedimento*”.

Il prospetto informativo, pertanto, è da intendersi quale atto prodromico alla conclusione dell'accordo contrattuale. Grazie allo stesso infatti si condiziona il processo decisionale ossia la formazione della volontà di concludere un contratto di cui l'emittente abbia valutato ed approvato il contenuto¹⁷⁸.

Può certamente essere inteso come il primo passaggio che successivamente porterà alla maturazione della decisione da parte dell'investitore sull'opportunità o meno di investire¹⁷⁹.

Ha infatti la specifica funzione di sostituire le trattative tra l'emittente e l'investitore in un contesto di contrattazione di massa in cui le informazioni sono riferibili e imputabili all'emittente¹⁸⁰.

Anche la dottrina ha distinto il concetto di "trattativa" da quello di "formazione del contratto" sottolineando che le "trattative" sono "*il contatto sociale instaurato tra le parti al fine della possibile conclusione del contratto*". Le stesse comprendono anche la fase di

articolato sui due atti prenegoziali, proposta e accettazione, bisogna (...) precisare che esiste una serie, varia e complessa, di procedimenti di formazione del contratto".

¹⁷⁸ Conf. Cass., Sez. III, 13 luglio 1968, n. 2521, in *FI*, 1968, 2453. Il contraente, d'altra parte, deve informare la controparte quanto alla pericolosità della prestazione o del bene al fine di fornire, eventualmente, le dovute istruzioni (Bianca, *Diritto civile*, III, Milano, 2000, 164).

¹⁷⁹ E' il primo di una serie di atti fra loro coordinati al fine della formazione del contratto. D'altra parte la previsione legislativa per cui la falsità di informazioni in esso contenute ovvero l'omissione delle stesse sia fonte di responsabilità a carico dei soggetti di cui all'art. 94, co. 8 e 9 t.u.f. conferma l'importanza assunta dal prospetto medesimo nel procedimento di formazione contrattuale.

¹⁸⁰ Macchiavello, *op. cit.*, 6.

formazione del contratto ma possono anche considerarsi aperte con l'invito ad offrire¹⁸¹.

D'altra parte *“ai fini della responsabilità precontrattuale la distinzione è comunque irrilevante poiché tale responsabilità è configurabile in relazione a qualsiasi atto obiettivamente finalizzato alla stipulazione di un contratto o al compimento di un negozio”*¹⁸².

Come è stato infatti osservato¹⁸³, ciò che conta è la definizione del contesto idoneo a “contenere” i comportamenti che sono suscettibili di generare la responsabilità di cui all'art. 1337 c.c.

Rileva pertanto la scorrettezza, ancorché distinta rispetto alla trattativa, che sia funzionalmente finalizzata al relativo contratto¹⁸⁴.

Si può affermare che le tecniche di formazione del contratto dipendono esclusivamente dalle scelte del legislatore le quali, inevitabilmente, si ispirano *“alle finalità pratiche”* che si intendono perseguire¹⁸⁵.

¹⁸¹ Bianca, *op. cit.*, 156, nt. 2.

¹⁸² Bianca, *op. cit.*, 156, nt. 2.

¹⁸³ Roppo, *op. cit.*, 168.

¹⁸⁴ Viene posto l'esempio di un colloquio non d'affari in cui A (che già pensa al futuro avvio di una trattativa con B che ancora non ne è a conoscenza) rappresenta falsamente a B una determinata situazione che potrà rilevare per il contratto di cui alla futura trattativa, la quale successivamente si apre e conduce alla conclusione del contratto.

B potrà certamente evocare l'art.1337 c.c. benché l'inganno attuato da A risalga ad un momento in cui nessuna trattativa era fra loro iniziata (Roppo, *op. cit.*, 168).

¹⁸⁵ Benedetti, *op. cit.*, 26 il quale evidenzia che le scelte del legislatore *“inevitabilmente, portano seco una certa dose di arbitrarietà, mentre illusorio risulta ogni tentativo di riduzione all'unico denominatore del consenso”*.

Nella fattispecie in oggetto il legislatore non lascia alle parti la facoltà di modificare il procedimento di formazione del contratto specificamente previsto. La *ratio* della disciplina è chiaramente finalizzata alla tutela del contraente investitore¹⁸⁶.

L'esperienza concreta, d'altra parte, insegna che il contratto può concludersi in diversi modi: a seguito di lunghe trattative¹⁸⁷; secondo il tradizionale modello di "proposta" e "accettazione"; ai sensi dell'art. 1333 c.c. per il contratto con obbligazioni del solo proponente; ai sensi dell'art. 1327 c.c. qualora la prestazione debba eseguirsi senza una preventiva risposta nonché, nel caso dell'art. 1336 c.c., a seguito di un'offerta al pubblico la quale, se contiene gli estremi essenziali del contratto alla cui conclusione è diretta, vale quale proposta.

A ben vedere vi sono diversi contratti che vengono conclusi in assenza di trattative: si pensi, ad esempio, al contratto di fornitura di luce elettrica, acqua ovvero ai contratti conclusi con gli operatori telefonici: in questi casi vi è una predisposizione unilaterale delle clausole contrattuali e i consumatori non possono contrattare ma soltanto accettare o rifiutare in blocco.

La stesura del prospetto può certamente farsi rientrare in una fase della formazione del (futuro) contratto di compravendita.

¹⁸⁶ Roppo, *Il contratto*, Milano, 2011, 203 il quale pone l'accento sui contratti di investimento offerti fuori sede.

¹⁸⁷ Le quali, nelle singole fasi, possono prevedere attività preparatorie quali "lettere di intenti", "puntuazioni" o "minute" che, se da un lato documentano lo stato di avanzamento della trattativa, dall'altro rendono certi alcuni punti su cui l'accordo è già stato raggiunto. Si veda Mantovani, *Trattative e responsabilità precontrattuale*, in *Commentario del codice civile, artt. 1321-1349*, Navarretta Orestano (a cura di), Torino, 2011.

D'altra parte il procedimento finalizzato al collocamento di strumenti finanziari si conclude con un contratto di compravendita. Se, pertanto, è certamente vero che, prima della conclusione dello stesso, non sussista alcuna trattativa tra le parti, nondimeno può negarsi che tutta l'attività precedente sia prodromica rispetto alla conclusione del contratto medesimo¹⁸⁸.

La stessa Corte di Cassazione, in precedenti pronunce¹⁸⁹, ha evidenziato che la responsabilità precontrattuale, ai sensi dell'art. 1337 c.c., può conseguire sia in relazione al processo formativo del contratto sia in rapporto a semplici trattative, intese come qualcosa di diverso da esso; considerate, cioè, come quella fase anteriore in cui le parti manifestano la propria tendenza alla stipulazione del contratto benché non pongano in essere atti di proposta e di accettazione che integrano il vero e proprio processo formativo¹⁹⁰.

Può pertanto ipotizzarsi una fattispecie a formazione progressiva finalizzata alla stipulazione di un contratto di compravendita che si traduce, in una prima fase, nella

¹⁸⁸ Sangiovanni, *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*, in *CorG*, 2011, 366.

¹⁸⁹ Cass., Sez. III, 14 febbraio 2000, n. 1632, in *DResp*, 2000, 982; Cass., Sez. III, 13 luglio 1968, n. 2521, in *FI*, 1968, X, 2453.

¹⁹⁰ In senso conforme, G. Patti, S. Patti, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard. Artt. 1337-1342*, Milano, 1993, 76 ss. Non può pertanto accogliersi la tesi sostenuta dal Supremo Collegio in Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, cit. per cui se “*nulla vieta di ricondurre la violazione dell'obbligo di (corretta) redazione del prospetto ad una più ampia nozione di responsabilità precontrattuale, ove per ciò s'intenda qualsiasi responsabilità derivante da comportamenti antigiuridici posti in essere nella fase che precede il perfezionamento di un rapporto contrattuale*” resta “*il fatto che si tratta di un obbligo diverso da quello cui più specificamente allude il citato art. 1337*”.

stesura di un prospetto finalizzato a rendere edotto l'investitore circa i vantaggi e i rischi di un (eventuale e futuro) acquisto.

Analizzando poi il dettato dell'art. 1336 c.c., appare evidente che la proposta, anche in questo caso, è diretta ad *incertam personam*¹⁹¹; non si può però certamente negare che valga quale proposta contrattuale (qualora contenga tutti i requisiti della stessa¹⁹²) accettando la quale si giunge all'automatica conclusione del contratto¹⁹³. E' infatti da intendersi quale forma particolare di offerta che è caratterizzata dall'essere rivolta ad un gruppo indeterminato di soggetti¹⁹⁴.

¹⁹¹In questo senso si veda Scognamiglio, *Dei contratti in generale*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1970, 191 secondo cui per "pubblico" deve intendersi l'insieme di soggetti che possono potenzialmente essere interessati all'offerta. La stessa viene pertanto indirizzata ad un soggetto indeterminato e, proprio questo elemento (ovvero la natura del destinatario), la differenzia dalla comune proposta contrattuale.

¹⁹² Qualora invece non contenga tutti i requisiti della proposta contrattuale vale, infatti, come mero invito a trattare (Bianca, *op. cit.*, 246). Inoltre si veda Cass., Sez. lav., 6 ottobre 1995, n. 10500, in *MGI*, 1995; Cass., Sez. lav., 12 novembre 1993, n. 11158, in *NGL*, 1994, 320; Cass., Sez. Un., 10 gennaio 1986, n. 63, in *GI*, 1987, I,1, 742.

¹⁹³ Cfr. Messineo, *Contratto (dir. priv.)*, in *ED*, IX, Milano, 1961, 857 secondo cui la stessa acquista infatti efficacia dal momento in cui viene resa conoscibile al destinatario e, aspetto questo assai rilevante, tale momento non si riconnette alla recezione da parte del destinatario bensì all'utilizzo dei mezzi di pubblicità idonei a renderla conoscibile. Secondo la dottrina assolutamente maggioritaria, inoltre, l'offerta al pubblico non è suscettibile di trattativa ma o viene accettata così com'è o deve essere lasciata cadere, analogamente al contratto per adesione.

¹⁹⁴ Forchielli, *Offerta al pubblico*, in *NN.D.I.*, XI, Torino, 1965, 763. D'altra parte l'offerta che viene rivolta *ad incertam personam*

Gli autori del prospetto sono soggetti che attivamente predispongono un'informazione societaria finalizzata a sollecitare l'interesse dell'investitore che si concretizzerà poi in un investimento o disinvestimento¹⁹⁵.

Il loro atteggiamento è pertanto da interpretarsi come precontrattuale: in questa fase (prenegoziale) l'emittente è tenuto ad osservare doveri di veridicità e comunicazione che gli impongono di rendere edotta in modo completo ed esatto la controparte relativamente alle circostanze che rivestono notevole importanza per la sua decisione¹⁹⁶.

Deve pertanto ritenersi che anche l'offerta pubblica di vendita di strumenti finanziari, connessa alla pubblicazione di un prospetto informativo, determini il medesimo affidamento; questo benché la (semplice) pubblicazione del prospetto rappresenti solamente la prima fase della proposta stessa la quale verrà in un secondo momento avanzata dall'intermediario finanziario.

Ne consegue necessariamente la sussistenza di una responsabilità da inadempimento a carico di quei

può essere unica, quale finalizzata alla conclusione di un solo contratto, come plurima al fine della conclusione del maggior numero possibile di contratti (Scognamiglio, *op. cit.*, 192-193).

¹⁹⁵ D'Alfonso, *op. cit.*, 133. Anche la Corte di Cassazione (Cass., Sez. II, 26 aprile 2012, n. 6526, in *Contr.*, 2013, 173) ha sottolineato che la responsabilità prevista dall'art. 1337 c.c. può derivare dalla violazione dell'obbligo di reciproca lealtà che si realizza nella necessità di osservare il dovere di completezza informativa. La responsabilità precontrattuale pare pertanto essere ricondotta al *genus* della responsabilità da inesatte informazioni di cui rappresenta una *species* in quanto collocata in prossimità temporale con l'evento della conclusione del contratto (Della Negra, *Tutela dell'affidamento e dichiarazioni precontrattuali*, in *Contr.*, 2013, 177).

¹⁹⁶ D'Alfonso, *op. cit.*, 133.

soggetti¹⁹⁷ che si siano sottratti agli obblighi legali connessi alla propria attività professionale¹⁹⁸.

Corollario di quanto detto è la sussistenza di una responsabilità precontrattuale anche nel caso di mancata conclusione del contratto. Assume infatti rilievo l'omissione o l'inesattezza delle informazioni contenute nel prospetto nonché la (conseguente) loro inidoneità ad incidere sull'affidamento dell'eventuale investitore¹⁹⁹.

Si configura infatti una responsabilità per violazione del principio di buona fede e correttezza ai sensi degli artt. 1337 e 1338 c.c. a seguito (unicamente) di inesatte informazioni contenute in prospetti sui quali si sia formato l'affidamento dell'investitore; ipotizzare invece a capo di quest'ultimo una responsabilità extracontrattuale, significherebbe equipararlo ad un mero *quisque de populo*, come tale non portatore di una posizione differenziata rispetto a quella di qualsiasi altro soggetto.

Deve invece rilevarsi che colui che stende il prospetto informativo (ovvero l'emittente) è anche il soggetto che ha il maggiore interesse nel collocamento degli strumenti finanziari. Ne consegue un intrinseco conflitto di interessi fra l'investitore e l'emittente. Non solo: è anche colui che, con la pubblicazione del prospetto informativo, innesca l'*iter* che si concluderà con la conclusione del contratto da parte dell'investitore.

Appare pertanto difficile paragonarlo ad un qualsiasi autore di un fatto illecito (un mero *quisque de populo*) quale, ad esempio, un giornalista che, quale soggetto esterno, stenda un articolo circa un determinato

¹⁹⁷ Ossia l'emittente e l'intermediario.

¹⁹⁸ Rossi, *Correttezza precontrattuale e sollecitazione all'investimento*, Napoli, 2007, 226.

¹⁹⁹ Rossi, *op. cit.*, 226-227.

avvenimento ma che non è certo coinvolto in una fattispecie a formazione progressiva che si concluderà con la conclusione di un contratto da cui lui stesso (collocando gli strumenti finanziari) trarrà beneficio²⁰⁰.

L'emittente infatti (le medesime considerazioni possono essere avanzate anche per l'intermediario) non si limita ad assumere una posizione "neutra" quanto all'investimento; non è, in altri termini, un mero strumento informativo²⁰¹.

L'emittente si è attivato al fine di rendere attendibile l'informazione offerta tanto nei confronti del mercato che nei confronti della propria clientela.

Le informazioni fornite concorrono alla formazione della volontà negoziale dell'intermediario il quale, eventualmente, decide di concludere un contratto di diritto privato.

Da una simile constatazione non può che discendere l'assunzione di specifiche obbligazioni di diligenza professionale quanto alla verifica dei dati di cui si evidenzia l'utilità e la correttezza.

L'inadempimento delle stesse configura necessariamente una responsabilità diversa rispetto a quella di cui all'art. 2043 c.c.

²⁰⁰ Il giornalista finanziario, diversamente dall'emittente e dall'intermediario finanziario, qualora diffonda notizie non veritiere in relazione ad un determinato prodotto finanziario, dovrà rispondere di illecito aquiliano. Si veda, a tal proposito, la "*Carta dei doveri dell'informazione economica*", assunta con Decisione CNOG del 28 marzo 2007 (<http://www.odg.it/site/?q=content/-carta-dei-doveri-dell-informazione-economica>). Si veda inoltre l'art. 69 *octies* Regolamento Consob 14 maggio 1999, n. 11971.

²⁰¹ Trib. Milano, 2 febbraio 1990, in *GCo* 1990, II, 755; in *BBTC*, 1990, II, 734; in *RCP*, 1991, 116.

Infatti l'affidamento nelle qualità professionali dell'emittente (e dell'intermediario) fa nascere un'obbligazione specifica, come tale soggetta al disposto di cui all'art. 1337 c.c.²⁰²

Una conferma ulteriore può evincersi considerando che una configurazione extracontrattuale della responsabilità da prospetto equiparerebbe la stessa ad ipotesi certamente diverse: si pensi, ad esempio, al presidente di una società che, con un'intervista ai mezzi di comunicazione, fornisca informazioni relativamente ad un'operazione in corso ovvero parli in termini eccessivamente positivi della situazione economica e finanziaria della società stessa ingenerando, indirettamente, un affidamento ingiustificato degli investitori.

Quest'ultima ipotesi non è stata espressamente disciplinata dal legislatore; lo stesso, pertanto, decidendo di intervenire nel primo caso e di non esprimersi nel secondo, ha inteso qualificare diversamente le due ipotesi di responsabilità.

Nell'ipotesi di informazioni rilasciate dal presidente di una società ai mass media deve certamente ritenersi sussistente l'applicazione dell'art. 2043 c.c.; l'investitore danneggiato dovrà così dimostrare l'illiceità del fatto nonché il nesso causale fra questo e la propria condotta rivelatasi poi pregiudizievole.

Nell'ipotesi invece dell'art. 94 t.u.f. la fattispecie è certamente diversa: l'emittente, l'offerente, l'eventuale garante nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto che rispondono dei danni causati dalle omissioni o dalle false informazioni contenute nello

²⁰² Trib. Milano, 2 febbraio 1990, cit.

stesso rispondono “a meno che” non provino di aver adottato la diligenza prevista dal citato articolo.

Nello specifico, per non incorrere in responsabilità, il convenuto deve dimostrare che, al momento della predisposizione del prospetto, aveva un “ragionevole” convincimento quanto alla verità nonché alla completezza delle informazioni²⁰³.

La propria responsabilità deve infatti essere valutata al momento della stesura del prospetto non rilevando eventuali informazioni che dovessero riscontrarsi, anche a seguito dell’adozione di “ogni diligenza”, in un momento successivo.

Quanto al collocamento di titoli, *la culpa in contrahendo* deve assicurare la funzionalità del mercato nell’interesse generale tutelando l’affidamento individuale dell’investitore. Quando non assume queste caratteristiche è fonte di responsabilità per violazione del dovere di buona fede oggettiva trovando la propria fonte nella formazione del contratto²⁰⁴.

Argomentando diversamente si rischierebbe di ridurre al danno, cioè al momento terminale, una vicenda che non incomincia con il danno ma si instaura prima come “rapporto”²⁰⁵.

Pare inoltre che lo stesso dato normativo possa essere posto a fondamento della propria tesi.

Il legislatore evidenzia infatti che i soggetti di cui all’art. 94, co. 8 e 9 t.u.f. sono responsabili “a meno che” non provino “di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero

²⁰³ Caridi, *op. cit.*, 224.

²⁰⁴ Trib. Milano, 2 febbraio 1990, cit.

²⁰⁵ Sebbene in un contesto diverso, Cass., Sez. III, 22 gennaio 1999, n. 589, in *FI*, 1999, I, 3332.

conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso”.

Ebbene, appare evidente la differenza rispetto a quanto previsto, ai sensi dell’art. 2043 c.c., in tema di responsabilità extracontrattuale.

In quest’ultimo caso l’onere della prova non si caratterizza per la presenza della presunzione. La prova dei fatti costitutivi della propria pretesa spetta al soggetto che l’avanza: l’onere grava su chi pretende il risarcimento dei danni.

Conseguentemente sarà l’attore il soggetto che è tenuto a provare il dolo o la colpa del convenuto, il danno procurato dallo stesso nonché il nesso causale fra i primi ed il secondo²⁰⁶.

Nel caso in oggetto il legislatore ha previsto la sussistenza di responsabilità in capo ai soggetti di cui all’art. 94, co. 8 e 9 t.u.f. “*a meno che*” siano gli stessi a provare l’adozione di ogni diligenza. Si ha pertanto un’inversione dell’onere della prova: solamente, infatti, dopo la dimostrazione da parte di questi ultimi dell’assenza di colpa o dolo, gli stessi non dovranno risarcire ad eventuali investitori i danni subiti per aver fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto.

Quanto alla valutazione della diligenza dell’emittente, la stessa è da valutarsi ai sensi dell’art. 1176, co. 2, c.c., ovvero con riguardo alla natura dell’attività esercitata. Il professionista, conseguentemente, risponde anche per colpa lieve.

Ne consegue che non trova applicazione il tradizionale criterio della diligenza del buon padre di famiglia ma la diligenza del “professionista medio” ovvero

²⁰⁶ Escludendo i casi della responsabilità per fatto altrui o aggravata.

quella posta in essere nell'esercizio della propria attività dal professionista di preparazione professionale e di attenzione media; solo qualora la prestazione dedotta in contratto implichi la soluzione di problemi tecnici di particolare difficoltà, la norma dell'art. 2236 c.c. prevede un' attenuazione della normale responsabilità; il professionista è infatti tenuto al risarcimento del danno unicamente per dolo o colpa grave²⁰⁷; quanto alla prova dell'esistenza di tale presupposto che comporta una deroga alle norme generali sulla responsabilità per colpa, la stessa incombe sul professionista²⁰⁸.

Il legislatore ha pertanto ritenuto di oggettivizzare l'agire diligente identificandolo con l'insieme di regole tecniche che caratterizzano l'esecuzione della prestazione qualora la stessa sia svolta nell'esercizio dell'attività professionale²⁰⁹.

Infatti la diligenza richiesta è quella che assomma e racchiuda in sé il rispetto del patrimonio di competenze ed esperienze tecniche riguardanti il settore di attività considerato²¹⁰.

²⁰⁷ Cass., Sez. II, 11 agosto 1990, n. 8218, in *MGI*, 1990. Il concetto di problemi tecnici di speciale difficoltà non è astrattamente definibile per tutte le professioni ma deve essere valutata dal giudice caso per caso (Giacobbe, *Professioni intellettuali*, in *ED*, Milano, 1987, 1066).

²⁰⁸ Cass., Sez. II, 23 aprile 2002, n. 5928, in *DResp.*, 2003, 7, 753 secondo cui “l'onere di dimostrare la sussistenza di quel “quid pluris” che potrebbe comportare una attenuazione della responsabilità incombe in ogni caso sul professionista”.

²⁰⁹ Di Majo, *Delle obbligazioni in generale*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1988, 431.

²¹⁰ Di Majo, *op. loc. cit.*; d'altra parte il riferimento dello stesso legislatore alla “natura dell'attività esercitata” è proprio di una valutazione dello *status* del soggetto in quanto appartenente a

Non appare nemmeno decisivo al fine della qualificazione della natura della responsabilità dell'emittente come extracontrattuale nemmeno il termine quinquennale di prescrizione previsto dall'art. 94, co. 11, t.u.f..

In primo luogo infatti deve evidenziarsi come non possa affermarsi l'automatica natura extracontrattuale della responsabilità da prospetto in capo all'emittente per il solo fatto che il termine di prescrizione sia quinquennale. In altri termini se, ai sensi dell'art. 2947 c.c., il diritto al risarcimento del danno da fatto illecito si prescrive in cinque anni dal giorno in cui si è verificato, non può affermarsi che, sempre e comunque, ogniqualvolta il legislatore preveda un termine di prescrizione quinquennale la fattispecie debba (necessariamente) essere intesa come extracontrattuale.

Si pensi, ad esempio, all'art. 2393 c.c. relativo all'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori; ai sensi del comma 4, la stessa si prescrive nel termine di cinque anni; non si dubita, però, relativamente al carattere contrattuale della citata responsabilità²¹¹.

coloro che esercitano una determinata prestazione (si veda Di Majo, *op. cit.*, 432).

²¹¹ Tencati, "Ramificazioni internazionali della 'responsabilità da prospetto'", in <http://www.personaedanno.it/>. In questo senso, *ex multis*, Trib. Milano, 19 settembre 2003, in *GI*, 2004, 1015, secondo cui "L'azione ex art. 2393 c.c. è soggetta al termine quinquennale di prescrizione e non è possibile applicare alla stessa, che ha pacificamente natura contrattuale, il più lungo termine di prescrizione stabilito dall'art. 2947, 3° co., c.c. per le azioni di risarcimento del danno, se il fatto è previsto dalla legge come reato".

Inoltre, analizzando attentamente il testo normativo, il legislatore, se nella prima parte dell'art. 94, co. 11, t.u.f. dispone che “*le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto*”, nella seconda parte aggiunge: “*salvo che l'investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione*”.

Applicando i principi generali civilistici, infatti, difficilmente si comprende questa seconda parte senza ipotizzare che il legislatore abbia deciso di applicare una disciplina apposita quanto al termine di prescrizione della fattispecie in oggetto.

In caso contrario, infatti, si dovrebbe ritenere che dal momento della scoperta da parte dell'investitore delle informazioni o delle omissioni inizi a decorrere un nuovo termine *quinquennale* e non di due anni come previsto dal t.u.f.

Ne consegue che l'interprete non debba assumere il citato termine di prescrizione quale argomento decisivo al fine della qualificazione della natura della responsabilità.

Deve ritenersi infatti che il legislatore abbia voluto, nel caso specifico, introdurre una norma ad hoc (*lex specialis*) destinata a derogare ai principi generali.

Da una diversa prospettiva qualificare la responsabilità da prospetto come di natura extracontrattuale imporrebbe di affermare la risarcibilità del danno meramente patrimoniale indipendentemente dalla colpa; questa conclusione non può certamente accogliersi se solo si considera, accanto all'art. 2043 c.c. che impone la risarcibilità del “*danno ingiusto*”, il disposto degli artt. 2395, 2476 co. 6 e 2598, co. 3 c.c. in cui per la risarcibilità del danno meramente patrimoniale è richiesta la sussistenza del dolo e della colpa.

E' da ritenere altresì non condivisibile la posizione di quell'autorevole dottrina che qualifica come contrattuale la natura della responsabilità in oggetto²¹².

Secondo questa ricostruzione²¹³ l'interpretazione della natura della responsabilità da prospetto sarebbe da ricondursi all' art. 1490, co. 1, c.c. per cui il venditore è tenuto a garantire che quanto venduto sia immune da vizi che lo rendano inidoneo all'uso a cui è destinato o che ne diminuiscano in modo apprezzabile il valore.

A ben vedere però una simile ricostruzione non può essere condivisa.

Il concetto di “vizio” è infatti da intendersi quale “difetto”, “errore”, “mancanza” del bene.

In realtà, ciò che “è viziato” in questa ipotesi non è il bene venduto (nella fattispecie il prodotto finanziario sottoscritto) bensì il prospetto informativo che si accompagna al bene e che fornisce una rappresentazione dello stesso non corrispondente a verità provocando, conseguentemente, un danno agli investitori.

Lo strumento finanziario sottoscritto, in altri termini, non è “*di per sé*” viziato; più semplicemente si è fornita dello stesso una rappresentazione errata con un prospetto informativo le cui informazioni non corrispondevano a verità.

Lo stesso dettato normativo pare supportare una simile interpretazione: l'art.1490 c.c. evidenzia che è il venditore il soggetto tenuto a garantire che la “cosa venduta” sia immune da vizi.

Il t.u.f. prevede invece un'ipotesi diversa: secondo l'art. 94, co. 8, infatti i soggetti indicati non rispondono tanto dei vizi del bene ma, piuttosto, sono chiamati a

²¹² Perrone, *op. cit.*, 93.

²¹³ Si veda paragrafo precedente.

rispondere dei danni prodotti dalla mancanza di “*veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto*”.

Gli stessi, pertanto, potrebbero essere chiamati a rispondere anche qualora lo strumento finanziario sia esente da vizi ma sia accompagnato da un prospetto informativo che condizioni negativamente il processo decisionale dell’investitore.

Una conferma a quanto detto deriva dalla previsione normativa introdotta dal legislatore nel 2007: qualora infatti la natura della responsabilità dovesse intendersi contrattuale applicando il disposto dell’art. 1490 c.c., non vi sarebbe stata la necessità di introdurre un’apposita disposizione normativa.

E’ da ritenere pertanto che l’art. 94 t.u.f. sia da interpretarsi quale *lex specialis* derogatrice rispetto alla normativa generale in tema di compravendita.

Ulteriore conferma si evince dall’art. 1495, co. 3, c.c. secondo cui “*in ogni caso*” l’azione del compratore si prescrive in un anno dalla consegna del bene con l’unica eccezione per cui l’acquirente che sia convenuto per l’esecuzione del contratto può far valere la garanzia a condizione che abbia denunciato il vizio entro otto giorni dalla scoperta ovvero un anno dalla consegna. L’art. 94 t.u.f., come detto in precedenza, prevede invece un termine di prescrizione di cinque anni dalla pubblicazione del prospetto per l’azione risarcitoria, circostanza, quest’ultima, che certamente vale a distinguere le due fattispecie sotto un ulteriore punto di vista²¹⁴.

²¹⁴ Anche la Corte di Cassazione (Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit.), indirettamente, ha condiviso una simile ricostruzione: il Supremo Collegio ha infatti sottolineato che, in tema di intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri di

Non può infine ritenersi sussistente una responsabilità dell'emittente da c.d. contatto sociale. Non sussiste infatti alcun "contatto" fra questo e il potenziale investitore il quale deciderà se investire, non investire o disinvestire a seguito dell'analisi del prospetto informativo.

L'emittente agisce in un contesto "*arelazionale*" in cui non può individuarsi l'assunzione di un obbligo di una parte nei confronti di un'altra. Con il prospetto informativo vengono diffuse informazioni presso il pubblico; tuttavia, perché sussista il c.d. contatto sociale, è necessario individuare uno specifico rapporto tra le parti ovvero uno specifico rapporto obbligatorio che lega determinati soggetti (in questo caso l'emittente e gli utenti delle informazioni), non essendo sufficiente l'individuazione di una relazione tra un soggetto ed il pubblico in assenza dell'assunzione di un vincolo obbligatorio da parte del primo nei confronti del secondo²¹⁵.

Alla luce di quanto detto non pare pertanto inopportuno ritenere che la natura della c.d. responsabilità da prospetto sussistente in capo all'emittente sia di carattere "precontrattuale".

informazione del cliente può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguenze risarcitorie, ove dette violazioni avvengano nella fase antecedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti (c.d. "contratto quadro", il quale, per taluni aspetti, può essere accostato alla figura del mandato); può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del contratto suddetto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del "contratto quadro".

²¹⁵ Sul punto, in tema di agenzie di rating, si veda Trib. Roma, 7 febbraio 2014, in *www.ilcaso.it*.

3. Responsabilità precontrattuale quale responsabilità contrattuale

Resta ora da stabilire se la responsabilità precontrattuale sia da ricondursi alla responsabilità contrattuale o extracontrattuale.

Deve preliminarmente osservarsi che la natura della responsabilità precontrattuale è controversa in dottrina e giurisprudenza. Senza pretese di esaustività, per quanto importa relativamente al presente lavoro, deve evidenziarsi che, secondo un primo orientamento²¹⁶, tale responsabilità costituisce una *species* della più ampia responsabilità extracontrattuale²¹⁷.

²¹⁶ Minoritaria è rimasta la tesi (dottrinale) secondo cui la responsabilità in *contrahendo* costituirebbe un *tertium genus*, distinguendosi pertanto sia dalla responsabilità contrattuale che da quella extracontrattuale (Cuffaro, *Responsabilità precontrattuale*, in *E.D.*, XXXIX, Milano, 1988, 1270; Rescigno, *Obbligazioni*, in *E.D.*, XXIX, Milano, 1979, 142, 160).

²¹⁷ Bianca, *op. cit.*, 157; Carresi, *In tema di responsabilità precontrattuale*, 1965, 467; Sacco, *Il contratto*, in *Tratt. Vassalli*, VI, Torino, 1975, 676; Dell'Aquila, *La correttezza nel diritto privato*, Milano, 1980, 13; G. Patti, S. Patti, *op. cit.*, 45; Vigotti, *La responsabilità precontrattuale*, in *NGCC*, 1986, II, 175. Id., *La responsabilità precontrattuale*, in *Alpa-Bessone, La responsabilità civile*, Torino, 1987, 264 secondo cui “la crescente circolazione di informazioni fra gli imprenditori e fra questi e il pubblico, finalizzate alla distribuzione dei beni e dei servizi, al collocamento di titoli, alla circolazione di capitali pone problemi di tutela dell'affidamento che finiscono per coinvolgere la generalità dei soggetti che operano nel mercato stesso”. Secondo questa posizione la correttezza nell'attività precontrattuale è da qualificarsi “come un dovere che grava su qualsiasi soggetto a cui

Questa tesi trova origine nel codice civile del 1865 dove era assente una norma analoga all'attuale articolo 1337 c.c. cosicché le ipotesi di illecito precontrattuale erano ricondotte nell'ambito dell'art. 1151²¹⁸.

Secondo questa posizione il generico dovere di buona fede di cui all'art. 1337 c.c. è assimilabile al generico dovere di *neminem ledere* di cui all'art. 2043 c.c.: non sussisterebbe un vero e proprio rapporto obbligatorio poiché non sussisterebbero i presupposti della specificità dell'obbligazione nonché della determinazione della prestazione dovuta²¹⁹.

Inoltre le fattispecie di responsabilità precontrattuale non darebbero luogo ad un contratto (evidente è il caso di

fa riscontro l'interesse della generalità degli altri soggetti a non subire (...) un ingiusto danno, piuttosto che come contenuto di un'obbligazione (ex lege) che sorge nei confronti di uno o più determinati soggetti già qualificabili come controparti di un rapporto contrattuale in itinere". Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, cit.; Cass., Sez. III, 5 agosto 2004, n. 15040, in *DR*, 2005, 6, 597; Cass., Sez. L, 7 maggio 2004, n. 8723, in *CED*; Cass., Sez. III, 10 ottobre 2003, n. 15172, in *CED*; Cass., Sez. Un., 26 giugno 2003, n. 10160, in *GI*, 2004, 3, 637; Cass., Sez. Un., 16 luglio 2001, n. 9645, in *MGI*, 2001; Cass., Sez. Un., 16 luglio 2001, n. 9645, in *FI*, 2002, I, 806; Cass., Sez. I, 11 maggio 1990, n. 4051, in *FI*, 1991, I, 184.

²¹⁸ Il quale, traducendo letteralmente l'art. 1382 del Code Napoleon, evidenziava che "*qualunque fatto dell'uomo che arreca danno ad altri, obbliga quello per colpa del quale è avvenuto a risarcire il danno*". Si veda D'Amico, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 2006, 1110; Rubino, *La fattispecie e gli effetti giuridici preliminari*, Milano, 1939, 175.

²¹⁹ Per una ricostruzione si veda Iorio, *Corso di diritto privato*, Torino, 2014, 349.

recesso dalla trattative) o, in ogni caso, ad un contratto valido ed efficace (come nel caso dell'art. 1338 c.c.)²²⁰.

Tale orientamento si basa sulla convinzione per cui il concetto di “colpa contrattuale” non si applichi a qualsivoglia vincolo obbligatorio costituitosi fra le parti bensì solo alle obbligazioni *ex contractu*²²¹.

Questa dottrina evidenzia come le trattative precontrattuali siano costitutive di un'obbligazione *ex lege* di comportarsi con correttezza non distinguendo questo dovere da quello imposto dal *neminem laedere*: ne consegue l'applicabilità alla fattispecie delle norme in tema di illecito aquiliano²²².

Altra dottrina, sostenendo questa tesi, si pone su un piano di “politica del diritto”²²³.

La correttezza nell'attività precontrattuale sarebbe da intendersi quale dovere che grava su un qualsiasi soggetto a cui si contrappone l'interesse della collettività a non subire un danno ingiusto a causa della violazione di questo dovere e non come il contenuto di un'obbligazione *ex lege* che nasca nei confronti di uno o più soggetti determinati²²⁴.

²²⁰ Iorio, *op. cit.*, 348.

²²¹ Calusi, *In tema di trattativa e responsabilità precontrattuale*, in *RTDPC*, 1956, 470 ss. Si veda inoltre Rovelli, *Il contratto in generale*, in *Trattato di diritto privato*, 2000, XIII, II, 358-359.

²²² Barassi, *Teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1963, 359.

²²³ Vigotti, *La responsabilità precontrattuale*, in *La responsabilità civile*, Torino, 1987, 264.

²²⁴ Si veda anche D'Amico, *op. cit.*, 1111, nt. 16. Sostiene la natura aquiliana della responsabilità anche Barassi, *Teoria generale delle obbligazioni*, cit., 426 il quale però ammette che le trattative precontrattuali costituiscono un'obbligazione *ex lege* di comportarsi secondo buona fede.

Altra dottrina e giurisprudenza riconosce invece natura contrattuale alla responsabilità *in contrahendo*²²⁵.

Questa tesi, da ritenersi preferibile, si fonda sul dovere di buona fede sostenendo che la violazione degli artt. 1337 e 1338 c.c. comporterebbe la violazione del vincolo obbligatorio che si creerebbe fra i contraenti dopo l'inizio delle trattative. Si tratterebbe, pertanto, di una responsabilità per inadempimento e, come tale, soggetta alle norme di cui agli artt. 1218 ss. c.c.

Sorge infatti l'obbligo giuridico di ciascuna delle parti che siano coinvolte in una trattativa prenegoziale di comportarsi, durante lo svolgimento di tutte le trattative, in modo corretto e secondo buona fede²²⁶.

Già nella fase delle trattative i soggetti del rapporto obbligatorio sono determinati e, fra gli stessi, il dovere di buona fede si specifica, in base alle esigenze del caso concreto, nell'obbligazione di chiarezza, protezione e informazione²²⁷.

²²⁵ Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *RDCo*, 1956, II, 362; Romano, *Buona fede*, in *E.D.*, V, Milano, 1959, 677; Messineo, *Il contratto*, in *Tratt. Cicu, Messineo*, Milano, 1968, 365; Scognamiglio, *op. cit.*, 215; Benatti, *Responsabilità precontrattuale*, in *EG*, XXVII, Roma, 1991, 8; Iorio, *op. cit.*, 349. In giurisprudenza Cass., Sez. I, 20 dicembre 2011, n. 27648, in *RDV*, 2013, 2, 528.

²²⁶ Torrente, Schlesinger, *Manuale di diritto privato*, Milano, 502. Inoltre Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., 364 secondo cui “quando una norma giuridica (come nel caso nostro l'art. 1337 c.c.) assoggetta lo svolgimento di una relazione sociale all'imperativo della buona fede, ciò è un indice sicuro che questa relazione si è trasformata, sul piano giuridico, in un rapporto obbligatorio, il cui contenuto si tratta appunto di specificare a stregua di una valutazione di buona fede”.

²²⁷ Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., 370 secondo cui “si può affermare che la relazione diretta alla

Tale rapporto obbligatorio non trova la propria radice nel contratto che viene successivamente concluso poiché è indifferente se le parti giungano alla valida stipulazione di un contratto²²⁸.

La trattativa costituisce pertanto il “fatto”, ai sensi dell’art. 1173 c.c., idoneo a generare un rapporto obbligatorio fra soggetti già determinati; fra questi nascono obbligazioni il cui adempimento soddisfa l’interesse delle parti stesse al libero esercizio dell’autonomia contrattuale²²⁹.

La responsabilità in cui incorre, ai sensi dell’art. 1218 c.c., il debitore che non abbia eseguito esattamente la prestazione dovuta, è da intendersi come contrattuale non solo nel caso in cui l’obbligo di prestazione scaturisca da un contratto (secondo l’accezione di cui all’ art. 1321 c.c.), ma anche in ogni altra ipotesi in cui essa dipenda dall’inesatto adempimento di un’obbligazione preesistente, indipendentemente da quale ne sia la fonte.

D’altra parte, se il contratto è stipulato, il dovere in capo all’emittente di fornire all’investitore le necessarie informazioni circa la pericolosità della prestazione o del

stipulazione di un negozio si qualifica come fonte di un particolare rapporto obbligatorio che vincola le parti a comportarsi secondo buona fede”.

²²⁸ Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., 370.

²²⁹ Iorio, *op. cit.*, 349. In questo senso anche Castronovo, *op. cit.*, 462; Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., 370, secondo cui a seguito delle trattative nasce nella parte un affidamento ingenerato dal comportamento dell’altra: tale circostanza è riscontrabile dallo stesso concetto di buona fede oggettiva finalizzata a tutelare l’affidamento di un soggetto nella lealtà e correttezza di un altro soggetto con cui è entrato in relazione.

bene rientra nel contenuto del contratto stesso dando così luogo a responsabilità contrattuale²³⁰.

La violazione degli obblighi di comportamento stabiliti tassativamente da norme imperative genera responsabilità in capo all'agente anche qualora il contratto sia stato concluso²³¹.

Questa fattispecie è stata disciplinata espressamente dall'art. 1338 c.c.; non deve però considerarsi l'unica ipotesi ben potendo la responsabilità precontrattuale scaturire anche dalla conclusione di un valido contratto qualora la contravvenzione alle norme di buona fede di una "parte" ovvero di un qualunque soggetto intervenuto nella formazione del contratto abbia influito sulla conclusione del contratto stesso ovvero sulle sue condizioni; quanto detto, chiaramente, assume rilievo qualora una delle parti non avrebbe concluso quell'accordo contrattuale se avesse conosciuto circostanze che l'altra parte conosceva (ovvero che avrebbe dovuto conoscere)

²³⁰ Bianca, *op. cit.*, 164.

²³¹ Franzoni, *La responsabilità precontrattuale è, dunque, ... "contrattuale"?*, in *DR*, 2014, 8-9, 785. Anche la Corte di Cassazione (Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.) ha sottolineato che *"l'ambito di rilevanza della regola posta dall'art. 1337 c.c. va ben oltre l'ipotesi della rottura ingiustificata delle trattative e assume il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa (...). L'esame delle norme positivamente dettate dal legislatore pone in evidenza che la violazione di tale regola di comportamento assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata delle trattative (e, quindi, di mancata conclusione del contratto) o di conclusione di un contratto invalido o comunque inefficace (artt. 1338, 1398 c.c.), ma anche quando il contratto posto in essere sia valido, e tuttavia pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto (1440 c.c.)"*.

sempre che non vi siano gli estremi per l'invalidità del contratto²³².

²³² E' stata infatti ritenuta troppo rigida (Roppo, *op. cit.*, 169) l'opinione per cui risponderebbe il venditore che non evidenzia i difetti del bene venduto se questi sono tali da fondare la garanzia per vizi e la conseguente risoluzione della vendita; non risponderebbe invece qualora abbiano un livello minore di gravità. Un simile criterio lascerebbe inevitabilmente impuniti determinati comportamenti. Si pensi all'ipotesi in cui A si avvede che B sta facendo un calcolo irrealistico dei profitti contrattuali, in questa ipotesi certamente non può pretendersi che lo avverta di questo suo errore non essenziale. Però deve ritenersi errore non essenziale anche quello di X che acquista da Y, suo abituale fornitore, un frigorifero nuovo senza essere a conoscenza che la moglie l'ha acquistato, dallo stesso fornitore, poche ore prima. In questo caso X potrà chiedere l'annullamento del suo acquisto inutile (Roppo, *op. cit.*, 170).

Ulteriori argomenti a supporto di questa tesi (Rovelli, *op. cit.*, 302) vengono tratti da diversi articoli della normativa civilistica: l'art. 1440 c.c. in tema di dolo incidente, l'art. 1812 c.c. relativo ai danni al comodatario per vizi della cosa nonché l'art. 1821 co. 2 c.c. relativo ai danni al mutuatario per vizi delle cose. La dottrina è concorde sul punto: si veda Benatti, *Culpa in contrahendo*, in *CI*, 1987, 287. Nello stesso senso Cass., Sez. III, 14 febbraio 2000, n. 1632, in *DR*, 2000, 982 secondo cui “*La responsabilità precontrattuale ai sensi dell'art. 1337 c.c. può conseguire tanto in relazione al processo formativo del contratto quanto in rapporto alle semplici trattative, riguardate come qualcosa di diverso da esso, ossia come quella fase anteriore in cui le parti si limitano a manifestare la loro tendenza verso la stipulazione del contratto, senza ancora porre in essere alcuno di quegli atti di proposta e di accettazione che integrano il vero e proprio processo formativo.*”; Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, in *DR*, 2006, I, 25; Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit.; Cass., Sez. I, 10 aprile 2014, n. 8462, in *GDir*, 2014, 23, 85. Contra Cass., Sez. III, 18 ottobre 1980, n. 5610, in *AC*, 1982, II, 167.

E' da ritenersi, come evidenziato precedentemente, che il prospetto debba intendersi quale atto prodromico alla conclusione del contratto.

Grazie al prospetto informativo è possibile infatti condizionare il processo decisionale dell'investitore. La stesura del prospetto informativo rappresenta pertanto la prima fase di una fattispecie a formazione progressiva finalizzata alla stipulazione di un contratto di compravendita, necessaria per rendere edotto l'investitore circa i vantaggi e i rischi di un (eventuale e futuro) acquisto.

Quanto detto trova ulteriore conferma nel fatto che il prospetto solo nella fase che precede la conclusione del contratto (precontrattuale) svolge una propria autonoma funzione nella sollecitazione all'investimento: quando interviene l'accordo tra le parti il prospetto, da mero documento informativo, si innesta nel regolamento contrattuale a cui le parti devono fare riferimento nell'adempimento delle proprie obbligazioni²³³.

In altri termini, da documento informativo diventa documento normativo²³⁴.

La *culpa in contraendo* che nasce in relazione al collocamento di strumenti finanziari presso gli investitori, viene sanzionata per garantire la funzionalità del mercato nell'interesse generale.

La colpa nelle trattative, fonte di responsabilità per violazione del dovere generale di buona fede oggettiva, deve pertanto qualificarsi quale responsabilità contrattuale

²³³ Paralupi, *op.cit.*,570.

²³⁴ Paralupi, *op.cit.*,570.

la cui matrice si rinviene, con uno specifico ruolo, nella partecipazione alla formazione del contratto²³⁵.

Infatti già nella fase delle trattative nasce una nuova relazione giuridica fra le (future) parti il cui contenuto è rappresentato da quel comportamento che chiunque aveva l'obbligo di osservare a tutela dell'altrui interesse; ne consegue che, mentre prima la sfera giuridica della parte godeva solamente di una tutela generica, durante le trattative usufruisce anche della tutela *ex obligatione* verso l'altra parte. L'art. 1337 c.c. deduce infatti in *obligatione* il dovere generico di cui all'art. 2043 c.c.²³⁶

Ulteriore conferma può evincersi anche dalla collocazione sistematica delle norme in tema di responsabilità precontrattuale che vengono disciplinate nel titolo II del libro IV del codice civile riguardante i

²³⁵ Trib. Milano, 25 luglio 2008, in *www.ilcaso.it*. Anche la Corte di Cassazione ha ritenuto di dover qualificare come contrattuale la responsabilità precontrattuale. Il Supremo Collegio, infatti, evidenzia che *“la responsabilità nella quale incorre “il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta” (art. 1218 c.c.) può dirsi contrattuale non soltanto nel caso in cui l'obbligo di prestazione derivi propriamente da un contratto, nell'accezione che ne dà il successivo art. 1321 c.c., ma anche in ogni altra ipotesi in cui essa dipenda dall'inesatto adempimento di un'obbligazione preesistente, quale che ne sia la fonte. In tale contesto la qualificazione “contrattuale” è stata definita da autorevole dottrina come una sineddoche (quella figura retorica che consiste nell'indicare una parte per il tutto), giustificata dal fatto che questo tipo di responsabilità più frequentemente ricorre in presenza di vincoli contrattuali inadempiti, ma senza che ciò valga a circoscriverne la portata entro i limiti che il significato letterale di detta espressione potrebbe altrimenti suggerire”* (Cass., Sez. Un., 26 giugno 2007, n. 14712, in *GI*, 2008, 4, 864).

²³⁶ Si veda inoltre Rovelli, *op. cit.*, in *Trattato di diritto privato*, XIII, II, 359.

“contratti in generale” e non nel titolo IX del libro IV attinente ai “fatti illeciti”.

D'altra parte l'esigenza di costruire in modo unitario tutte le fattispecie di violazione della buona fede riferibili alla fase di formazione del contratto rappresenta un importante argomento a favore della natura contrattuale della responsabilità²³⁷.

Diverse sono le ipotesi che sono state “tipizzate” dal legislatore: si pensi agli artt. 1812 c.c., 1821 c.c., 1892 c.c., 1893 c.c. nonché l'art. 1494 co. 2 c.c. in cui, nel caso di vendita di cosa di specie, il venditore deve comunicare i vizi nella fase antecedente alla conclusione del contratto²³⁸.

Conforme a questa interpretazione appare anche il dettato dell'art. 94 t.u.f. che, come detto²³⁹, impone un'inversione dell'onere probatorio, tipica dei regimi di responsabilità contrattuale.

²³⁷ Rovelli, *op. cit.*, 359.

²³⁸ Rovelli, *op. cit.*, 372 secondo cui “*se è vero che tali norme sanzionano l'inosservanza dei doveri precontrattuali, e che generano responsabilità di natura contrattuale, coerenza sistematica esige che di non diversa natura sia la responsabilità che ha eguale genesi, ancorché non si sia pervenuti alla conclusione di un contratto non invalido*”.

²³⁹ Si veda, *supra*, Cap. I, § 2.1.

Capitolo III

La responsabilità degli intermediari finanziari

1. Gli intermediari finanziari

Per “intermediario finanziario” deve intendersi il soggetto che svolge attività d’intermediazione in campo finanziario realizzando l’incontro efficace fra domanda e offerta di prodotti o strumenti finanziari ovvero di prodotti o servizi bancari e assicurativi²⁴⁰.

E’ cioè quel soggetto professionale che opera al fine di far sottoscrivere o acquistare ad investitori prodotti finanziari emessi da un soggetto emittente sulla base delle informazioni contenute in un prospetto informativo²⁴¹.

Gli intermediari devono fornire all’investitore le necessarie informazioni per la conclusione di un contratto di investimento, cosicché la qualità e la completezza delle

²⁴⁰ Rossi, *op. cit.*, 7. Si veda inoltre Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2014; Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014; Bessone, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002. Ai sensi dell’art. 1, co. 2, lett. g del D. Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 gli “intermediari finanziari” sono “*i soggetti iscritti nell’elenco previsto dall’articolo 106*”, ovvero in un apposito albo tenuto dalla Banca d’Italia.

²⁴¹ Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *CI*, 4-5, 2009.

stesse demarcheranno la responsabilità o irresponsabilità dell'operatore.

Compito dell'intermediario collocatore consiste nella corretta effettuazione dell'operazione di mercato dopo averla preventivamente illustrata al cliente.

Il collocatore dovrà pertanto mantenere una posizione di indipendenza rispetto alla società emittente al fine di tutelare la posizione giuridica degli investitori.

Può però accadere che tale condizione non possa concretamente verificarsi²⁴².

L'interesse dell'intermediario potrebbe pertanto essere concorrente o in conflitto con quello del risparmiatore, rischiando di influire sull'operazione che invece deve essere compiuta nell'interesse esclusivo dell'investitore.

D'altra parte l'interesse del collocatore potrebbe anche coincidere con quello dell'emittente a causa di legami eventualmente sussistenti fra i due.

Il legislatore, conseguentemente, prendendo atto dell'inevitabilità di una simile ipotesi e constatando l'irraggiungibilità dell'obiettivo della completa indipendenza del collocatore, ha previsto un'apposita disciplina dei comportamenti dell'intermediario per garantire la correttezza del suo agire nei confronti degli investitori²⁴³.

Con gli artt. 21 ss. t.u.f. si è infatti deciso di imporre ai soggetti abilitati obblighi di diligenza, trasparenza e correttezza al fine di tutelare nel modo migliore l'interesse

²⁴² Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui l'operatore abbia un interesse di gruppo (o autonomo) quanto al titolo da trattare ovvero al caso in cui la negoziazione non avvenga per conto di terzi ma per conto proprio (su questo punto, Paralupi, *op.cit.*, 588).

²⁴³ Paralupi, *op. loc. cit.*

dei clienti da un lato e quello all'integrità dei mercati dall'altro, ponendo l'accento sull'adozione delle ragionevoli ed opportune misure per identificare e gestire possibili conflitti di interesse che potrebbero sorgere con i clienti o fra i clienti stessi²⁴⁴.

Si è inoltre imposto alla Consob²⁴⁵ di individuare con regolamento le norme di correttezza a cui sono tenuti (fra gli altri) gli intermediari nelle operazioni di sollecitazione all'investimento.

La posizione dell'intermediario potrebbe risultare ulteriormente complicata (è l'ipotesi più frequente) dal fatto che non si limiti ad un'operazione di mero collocamento di titoli presso gli investitori ma collabori attivamente con l'emittente stesso al fine del corretto svolgimento dell'operazione²⁴⁶.

Accade infatti sovente che gli intermediari prestino la propria consulenza (economica e giuridica) per la progettazione dell'affare e per la concreta stesura del prospetto informativo.

Il loro ruolo (e conseguentemente la loro responsabilità) può risultare diversa anche in relazione alla struttura della singola operazione di investimento: se infatti il collocamento dovesse avvenire attraverso i c.d. "consorzi di collocamento", evidente appare la differenza di ruolo del "responsabile del collocamento"²⁴⁷ e del

²⁴⁴ Si veda art. 21, co. 1, lett. a, t.u.f. nonché art. 21, co. 1-*bis*, lett. a, t.u.f.

²⁴⁵ Ai sensi dell'art. 95, co. 2, t.u.f.

²⁴⁶ Paralupi, *op.cit.*, 590.

²⁴⁷ Ai sensi dell'art. 93-*bis*, co. 1, lett. e, t.u.f. il "responsabile del collocamento" è "il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico".

“coordinatore del collocamento”²⁴⁸ da un lato e degli altri intermediari dall’altro che spesso si limitano all’esecuzione degli ordini ricevuti.

Ipotesi diversa può inoltre essere rappresentata dall’intermediario che, per scarsa diligenza, diffonda false informazioni benché non abbia un concreto interesse all’operazione.

In questo caso l’investitore confida sulla veridicità di un’informazione in realtà falsa a seguito della trascuratezza del comportamento dell’intermediario che, involontariamente ma colpevolmente, diffonde false informazioni.

L’investitore potrebbe in questo caso essere facilmente ingannato considerando anche lo speciale affidamento che pone nella figura professionale dell’intermediario il cui comportamento è regolamentato precisamente dal legislatore²⁴⁹.

Nelle pagine che seguono si cercherà di individuare la natura della responsabilità dell’intermediario che certamente è soggetto terzo rispetto al contratto concluso fra emittente e investitore benché abbia rilevanti compiti e interessi²⁵⁰.

A seguito però dell’insolvenza dell’emittente, naturale è stato il tentativo da parte dell’investitore di rivalersi nei confronti dell’intermediario, ossia di colui che gli aveva fatto sottoscrivere o acquistare prodotti finanziari emessi dall’emittente²⁵¹.

²⁴⁸ Il vero collocatore. Si veda inoltre Paralupi, *op.cit.*, 590.

²⁴⁹ Paralupi, *op.cit.*, 589.

²⁵⁰ Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, cit., 911.

²⁵¹ Appare infatti evidente come l’intermediario benché non sia, come detto, parte del contratto, abbia in ogni caso un ruolo e interessi non irrilevanti.

Poche sono le sentenze concernenti questa fattispecie, stante anche il tradizionale utilizzo da parte degli emittenti di strutture di collocamento che consentivano di evitare la pubblicazione del prospetto informativo²⁵².

E' pertanto opportuno, in prima istanza, ricostruire la qualificazione giuridica delle operazioni finanziarie che coinvolgano gli intermediari finanziari quali soggetti attivi nell'effettuazione di servizi di investimento; successivamente, dopo aver riassunto il dibattito di dottrina e giurisprudenza relativamente alla natura della responsabilità dell'intermediario finanziario, si analizzerà l'ipotesi interpretativa preferibile che qualifica la natura della responsabilità come responsabilità "precontrattuale".

²⁵² Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, cit., 913.

2. Qualificazione giuridica del rapporto intercorrente fra investitore e intermediario

Ai sensi dell'art. 23 t.u.f. nonché dell'art. 37 Regolamento Intermediari, il contratto relativo alla prestazione di servizi di investimento (art. 1, comma 5, t.u.f.)²⁵³ deve essere redatto per iscritto a pena di nullità²⁵⁴ nonché consegnato in un suo esemplare agli investitori²⁵⁵.

²⁵³ Si tratta del “*contratto quadro*”, come si può capire dall'art. 37, co. 2, Regolamento Intermediari che, pur non facendo specifico riferimento allo stesso, ne elenca le caratteristiche e il contenuto da sottoscrivere fra cliente e intermediario (sul punto si veda Iudica, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Trento, 2011, 15).

²⁵⁴ Ad esclusione della consulenza in materia di investimenti e, se previsto, dai contratti relativi alla prestazione di servizi accessori. La necessità della forma scritta del contratto quadro trova la propria *ratio* nell'esigenza di garantire la necessaria informazione al cliente; in particolare quest'ultimo deve essere edotto quanto al complesso dei propri diritti nonché ai doveri che sorgono in capo all'intermediario abilitato all'accordo negoziale. Questo al fine di assicurare la trasparenza e la vigilanza sulle attività degli intermediari (ai sensi dell'art. 5 t.u.f.) nonché di una prudente gestione dei servizi finanziari, in accordo con l'art. 47 Cost. (Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 4).

²⁵⁵ Con questo contratto, fra l'investitore e l'intermediario autorizzato, vengono fissate le regole relative allo svolgimento delle successive operazioni finanziarie. La mancata consegna non determina la nullità del c.d. contratto quadro. Infatti l'art. 23 t.u.f. dispone la nullità del contratto solo nel caso di inosservanza della forma prescritta e non di omessa consegna di un esemplare ai clienti. Analizzando bene la fattispecie, infatti, appare evidente che una mera modalità esecutiva relativamente al rapporto negoziale

Al detto contratto (contratto quadro²⁵⁶) conseguono²⁵⁷, per lo più, due tipologie contrattuali: in primo luogo i servizi di negoziazione aventi ad oggetto gli specifici ordini impartiti dall'investitore

già nato non potrebbe certo inficiarne il momento genetico (Trib. Bergamo, 27 aprile 2009, in *www.ilcaso.it*).

²⁵⁶ Da distinguersi, per parte della dottrina, dal c.d. *master agreement* di origine anglosassone. Sul punto si veda Galgano, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *CI*, 2008, 3.

²⁵⁷ Assolutamente minoritaria appare la posizione di App. Genova, 30 giugno 2006, n. 740, in *GC*, 2007, 1916 (nonché di Trib. Novara, 18 gennaio 2007, n. 23, in *www.ilcaso.it*) secondo cui non sarebbe necessario che sussista un preventivo contratto quadro che disciplini i contenuti generali del rapporto, essendo invece sufficiente la presenza del singolo atto negoziale, costituito da un ordine di borsa redatto per iscritto, accettato ed eseguito che costituisca sia la fonte del rapporto che la sua concreta attuazione. Una simile interpretazione non appare condivisibile. Come infatti imposto dal legislatore (e ribadito da numerose sentenze della giurisprudenza di legittimità e di merito di cui *infra*, nel presente paragrafo), il contratto quadro deve essere stipulato, a pena di nullità, per iscritto. La giurisprudenza ha poi ribadito che, in caso contrario, sono da ritenersi nulli i successivi atti negoziali aventi ad oggetto i singoli ordini comunicati dall'investitore all'intermediario (si veda *infra*, in questo paragrafo). Singolare sarebbe se la mancanza (o inesistenza) del c.d. contratto quadro portasse ad una diversa conclusione. Chiaramente diversa sarebbe invece l'ipotesi in cui sussistesse un contratto quadro il quale possedesse anche gli elementi previsti per il singolo contratto di acquisto. In questa ipotesi infatti non può certo sostenersi l'assenza del contratto quadro; più semplicemente si elimina la fattispecie bipartita (contratto quadro e ordine di esecuzione) riducendola in un unico atto che però, questo è il punto, presenta i requisiti di entrambi gli atti (e quindi, inevitabilmente, dovrà essere bilaterale nonché stipulata per iscritto a pena di nullità). In questo senso Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 2.

all'intermediario²⁵⁸; in secondo luogo i servizi di gestione di un portafoglio di investimento (*portfolio management*)²⁵⁹ in cui l'intermediario verrà incaricato dall'investitore di impiegare in tutto o in parte il proprio patrimonio in strumenti finanziari²⁶⁰.

In quest'ultima ipotesi l'intermediario potrà in essere, per determinate categorie di strumenti finanziari indicati nel contratto, operazioni di investimento per conto dell'investitore senza essere autorizzato da una sua preventiva autorizzazione o da sue istruzioni.

Pertanto l'intermediario deciderà per conto dell'investitore quali strumenti finanziari andranno a comporre il suo portafoglio al fine di valorizzarlo;

²⁵⁸ L'intermediario, ricevuto l'ordine di acquisto o vendita di un titolo, lo esegue (comunemente si dice che negozia il titolo, da qui l'espressione "servizio di negoziazione"). Acquista sul mercato il titolo richiesto e successivamente lo trasferisce al cliente. La negoziazione può anche essere "per conto proprio": in questo caso l'attività svolta dall'intermediario, sempre su ordine del cliente, è finalizzata alla vendita di strumenti finanziari di sua proprietà ovvero all'acquisto direttamente dal cliente stesso (comunemente, si dice che l'intermediario opera in "contropartita diretta"). In questa ipotesi l'intermediario impegna "posizioni proprie", ovvero soddisfa le esigenze di investimento o di disinvestimento della clientela con strumenti finanziari già presenti nel proprio portafoglio e, nell'esecuzione degli ordini dei clienti, entra nel contratto di compravendita come controparte diretta dei clienti (si veda sul punto, www.consob.it).

²⁵⁹ L'art. 1, comma 5 *quinquies*, t.u.f. lo definisce come "la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dal cliente".

²⁶⁰ Le ipotesi citate sono previste dall'art. 1, co. 5, lett. a, b, d del t.u.f.

provvederà inoltre a tutte le operazioni necessarie per l'acquisto o la vendita²⁶¹.

Dovrà quindi procedere a comunicare, oltre alle eventuali perdite che superino la soglia indicata nel contratto, anche il rendiconto all'investitore solitamente ogni sei mesi²⁶².

Diversa appare anche la funzione del c.d. contratto quadro: nel caso di servizi di negoziazione la funzione del contratto è finalizzata ad obbligare l'intermediario ad eseguire gli ordini che gli vengono rivolti dall'investitore²⁶³, nel secondo caso invece vincola l'investitore alle operazioni compiute dall'intermediario nel suo interesse, indipendentemente dalla sussistenza di un preventivo e specifico ordine²⁶⁴.

²⁶¹ L'investitore può comunque ordinare di acquistare o vendere determinati titoli; il contratto può infatti prevedere le modalità attraverso cui l'investitore può impartire all'intermediario istruzioni vincolanti ovvero può stabilire quali operazioni debbano essere precedute da una preventiva autorizzazione dell'intermediario.

²⁶² Può anche accadere che debba essere trasmesso in tempi diversi; nello specifico ogni tre mesi se il cliente lo chiede espressamente, almeno una volta al mese se il contratto con l'intermediario autorizza la gestione di un portafoglio caratterizzato da effetto leva e almeno ogni dodici mesi se il cliente ha anche chiesto di ricevere volta per volta le informazioni sulle singole operazioni eseguite dal gestore (Si veda sul punto http://www.consob.it/main/trasversale/risparmiatori/investor/servizi/servizi_consob/servizi.html).

²⁶³ L'investitore sarà vincolato dalle operazioni compiute dall'intermediario solamente quando siano eseguite per ordine dell'investitore.

²⁶⁴ Galgano, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *CI*, 2005, 890.

Il contratto quadro, ai sensi dell'art. 23 t.u.f. che impone la forma scritta a pena di nullità²⁶⁵, è un contratto formale; il requisito della forma scritta impone sia la sottoscrizione del cliente sia quella dell'intermediario (ancorché non sia necessaria la contestualità in un unico documento) in quanto la formazione dell'accordo deve essere consacrata per iscritto²⁶⁶.

La nullità prevista dal legislatore è da intendersi quale nullità di protezione (nullità relativa) che può essere fatta valere solamente dall'investitore²⁶⁷. D'altra parte la forma scritta è richiesta per la validità del c.d. contratto quadro con cui l'intermediario si obbliga a prestare il servizio di negoziazione di strumenti finanziari in favore del cliente mentre non è essenziale per i successivi atti negoziali aventi ad oggetto i singoli ordini comunicati dall'investitore all'intermediario, la cui forma è rimessa

²⁶⁵ La necessità della forma scritta nonché della consegna di una copia al cliente è imposta anche dall'art. 37 Regolamento Intermediari.

²⁶⁶ Trib. Prato, 26 agosto 2013, in *www.ilcaso.it*. Allo stesso modo la dicitura con cui l'investitore dichiara di aver ricevuto copia del contratto opportunamente sottoscritta non supplisce alla mancanza della necessaria sottoscrizione dell'intermediario, in quanto la manifestazione scritta della volontà di uno dei contraenti non può essere sostituita dalla confessione dell'altra parte (Trib. Torino, 5 febbraio 2010, in *www.ilcaso.it* nonché Trib. Mondovì, 21 aprile 2009, in *www.ilcaso.it*).

²⁶⁷ Iudica, *op. cit.*, 16. Trib. Milano, 11 aprile 2008, in *www.ilcaso.it*, secondo cui “*la mancata sottoscrizione del contratto quadro comporta la nullità dei singoli ordini di negoziazione e tale nullità ha carattere relativo, azionabile solo dall'investitore, così che non può essere accolta la domanda subordinata dell'intermediario volta ad estendere l'invalidità a tutti i titoli contenuti nel portafoglio*”. App. Milano, 13 giugno 2014, in *BBTC*, 2004, 297.

alla volontà delle parti ed è normalmente indicata all'interno dello stesso c.d. contratto quadro²⁶⁸.

²⁶⁸ Cass., Sez. I, 30 gennaio 2013, n. 2185, in *Soc*, 2013, 4, 462; Cass. Sez. I, 13 gennaio 2012, 384, in *NGCC*, 2012, 5, 398; Cass., Sez. I, 22 dicembre 2011, n. 28432, in *BBTC*, 2013, 1, 31. Il cliente può pertanto conferire l'ordine con le modalità indicate nel contratto. Potranno così esserci ordini scritti, verbali, telefonici o via internet.

3. Natura giuridica

3.1 La tesi dell'ufficio di diritto privato

Secondo una prima ricostruzione (sostenuta da un solo Autore²⁶⁹), la scelta politica del legislatore comunitario può sintetizzarsi affermando che lo stesso fa dell'intermediario un guardiano dell'integrità dei mercati.

Come tutte le scelte politiche anche questa (a favore dell'integrità dei mercati) è una scelta di ordine pubblico economico; rappresenta, nello specifico, un limite di ordine pubblico all'autonomia contrattuale.

I contratti tra intermediari e investitori sarebbero pertanto caratterizzati da una causa gestoria, funzionale ad un interesse pubblico²⁷⁰; detti contratti sarebbero riconducibili all'ufficio di diritto privato dove l'interesse privato è affiancato da un interesse superiore e costante dello Stato alla realizzazione di quell'interesse privato stesso. Infatti, se è vero che l'investitore sceglie a quale intermediario affidarsi, in ogni caso, salvo casi assolutamente eccezionali²⁷¹, deve affidarsi all'intermediario quando decide di compiere operazioni di investimento; si tratta, quindi, di una cooperazione

²⁶⁹ Maffei, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in <http://www.ilcaso.it/opinioni/158-maffei-18-07-09.pdf>.

²⁷⁰ Maffei, *ult. op. cit.*, 26.

²⁷¹ Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2002, 336.

necessaria, esattamente come nell'ufficio di diritto privato, in alcun modo evitabile dall'interessato²⁷².

Il contenuto dell'ufficio di diritto privato è rappresentato da un *facere* variamente predeterminato con norme imperative di condotta, esattamente come l'attività dell'intermediario, “*in cui le modalità di trattativa, le modalità di conclusione, le modalità di esecuzione dei contratti di investimento sono disciplinate analiticamente*”²⁷³. Non solo: come l'ufficio di diritto privato, fortemente permeato dal controllo amministrativo dell'autorità giudiziaria, “*così nella prestazione dei servizi di investimento l'attività dell'intermediario*” sarebbe soggetta al “*un controllo amministrativo da parte delle autorità indipendenti, Consob e Banca d'Italia*”²⁷⁴.

²⁷² Macioce, voce *Ufficio (dir.priv.)*, in *Enc.dir.*, Milano, 1992, 648.

²⁷³ Maffeis, *ult. op. cit.*, 27.

²⁷⁴ Maffeis, *ult. op. cit.*, 27.

3.2 Tesi del collegamento negoziale

Una seconda ricostruzione ritiene invece che i contratti aventi ad oggetto servizi di investimento nell'ambito del mercato mobiliare siano strutturati su un doppio livello: "a valle" vi sarebbe l'acquisto di prodotti finanziari sulla base degli ordini (i contratti di negoziazione) impartiti dall'investitore all'intermediario finanziario il quale li acquista sul mercato, quando non sono a sua disposizione, mentre li trasferisce immediatamente al cliente quando li ha già nel proprio portafoglio²⁷⁵.

"A monte" vi sarebbe invece la stipulazione di un contratto quadro che disciplini le modalità con cui dovrà configurarsi la successiva prestazione del servizio di negoziazione di strumenti finanziari per conto del cliente.

Questi due livelli (distinti quanto a forma e struttura) sono connessi da un collegamento unilaterale e necessario; si è infatti rilevato che, diversamente dal contratto quadro, il contratto di negoziazione concluso in assenza del *master agreement* è nullo²⁷⁶.

²⁷⁵ Si veda sul punto Guadagno, *Violazione degli obblighi di informazione dell'attività di intermediazione finanziaria: quali rimedi?*, in *NGCC*, 2007, 550.

²⁷⁶ Guadagno, *op. cit.*, 551. Si veda inoltre Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *DR*, 2005, 606; Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in *www.ilcaso.it*. Conferma a quanto detto si riscontrerebbe nell'art. 23, co. 1, t.u.f. e nell'art. 37 Regolamento Intermediari secondo cui il contratto quadro (diversamente dagli ordini esecutivi) deve essere stipulato per iscritto a pena di nullità.

Partendo da queste considerazioni, parte della dottrina²⁷⁷ e della giurisprudenza²⁷⁸ qualificano il c.d. contratto quadro quale contratto normativo²⁷⁹ regolato

²⁷⁷ Iudica, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Trento, 2011, 15; Dellacasa, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *DR*, 2005, 1242; Lobbuono, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Profili di tutela civile nei servizi di investimento*, Napoli, 1999, 106 ss.

²⁷⁸ Cass., Sez. I, 25 giugno 2008, n. 17341, in *FI*, 2009, 6, I, 1851; Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.; Cass., Sez. I, 9 gennaio 2004, in *GCM*, 2004; Cass., Sez. I, 7 settembre 2001, n. 11495, in *FI*, 2003, I, 612. App. Brescia, 20 giugno 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Venezia, 30 maggio 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Biella, 26 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*.

²⁷⁹ E' da ritenere non condivisibile la posizione di quella dottrina (Ubertazzi, *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Padova, 2008, 86) per cui il *discrimen* fra contratto quadro e contratto normativo dovrebbe ravvisarsi nel fatto che il primo obbligherebbe le parti senz'altro alla conclusione di futuri contratti particolari mentre il secondo solamente in via eventuale e futura. Deve ritenersi infatti che una parte, dopo la stipulazione del contratto quadro, non sia in ogni caso obbligata a compiere successivi e autonomi atti di esecuzione. Il contratto quadro (indipendentemente dalla configurazione giuridica che si vuole attribuirgli, quella di contratto normativo o, preferibilmente, come si vedrà meglio *infra* Cap. III, § 3.3, quella di contratto di mandato) è invece da intendersi quale contratto-cornice fra l'intermediario e l'investitore nei cui limiti di collocano i singoli ordini di esecuzione avanzati dal cliente. Compito del contratto quadro è quello di regolamentare in via generale il rapporto tra le parti (nella fattispecie fra il cliente e l'intermediario) e di vincolarle a specifici obblighi qualora successivamente dovessero decidere di procedere con negozi esecutivi. In questo caso, pertanto, la loro libertà non sarebbe completamente libera bensì condizionata dal vincolo obbligatorio che loro stessi hanno precedentemente assunto. Inoltre, affermare che il contratto quadro obbligherebbe le parti alla

dalle speciali norme di settore il quale “*precisa gli obblighi delle parti ovvero il modo con cui esse dovranno operare nel dar corso alle operazioni, disposizioni peraltro che non esauriscono il novero dei precetti cui l’intermediario deve attenersi*”²⁸⁰.

Con questo contratto verrebbe cristallizzato il contenuto di una serie di (futuri ed eventuali) contratti che dovrebbero essere conclusi successivamente dalle stesse parti le quali però, d’altra parte, non si obbligherebbero *ex ante* a concluderli.

Nello specifico, il contratto quadro genera un rapporto obbligatorio privo dell’obbligo primario di prestazione finché non nasca in concreto un rapporto in cui l’intermediario si obblighi alla prestazione stessa.

Quando questo avviene, l’obbligo di prestazione, inserendosi nel rapporto già esistente, crea un’obbligazione nel pieno senso del termine²⁸¹.

Diversamente dal contratto preliminare, il contratto normativo non incide sulla libertà negoziale delle parti; non obbliga cioè le stesse a stipulare un successivo contratto dal contenuto già prefissato; incide piuttosto sulla

conclusione di futuri contratti particolari, significherebbe consentire ad una parte di chiedere, ai sensi dell’art. 2932 c.c., l’esecuzione specifica dell’obbligo di concludere un contratto, ipotesi che non può accogliersi se solo si considera che, al momento della conclusione del contratto quadro, non è ancora specificamente determinato l’oggetto del successivo negozio esecutivo.

²⁸⁰ App. Brescia, 20 giugno 2007, in *www.ilcaso.it*.

²⁸¹ Mazzini, *L’ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell’intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *DB*, 2008, 719.

libertà di fissarne il contenuto²⁸². Vengono così determinate le clausole da inserire nei futuri (ed eventuali) contratti al fine di evitare di dover intraprendere nuove trattative negoziali.

Vi sarebbe, secondo questa ricostruzione, una fattispecie negoziale strutturata su due livelli: al primo sarebbe posto il c.d. contratto quadro (o contratto normativo) che avrebbe il compito di regolare il contenuto generale del rapporto; al secondo livello ci sarebbero invece i singoli ordini di esecuzione che, di volta in volta, verrebbero impartiti dal cliente²⁸³.

Tali ordini avrebbero natura negoziale; non sarebbero cioè semplici istruzioni bensì veri e propri negozi giuridici i quali si perfezionerebbero ai sensi dell'art. 1327 c.c. (sussisterebbe infatti un'espressa richiesta del proponente in questo senso inserita nel c.d. contratto quadro) ovvero con l'inizio dell'esecuzione da parte dell'intermediario²⁸⁴.

L'accordo raggiunto con il contratto quadro (normativo) avrebbe ad oggetto la disciplina di futuri (e singoli) contratti. Ne consegue che i contraenti, sottoscrivendo il contratto quadro, disciplinerebbero i loro rapporti futuri a seguito del perfezionamento di singoli atti negoziali esecutivi²⁸⁵.

²⁸² Elide, in tutto o in parte, le trattative per i successivi contratti (sul punto si veda D'Arcangelo, in http://www.utilla.it/BancaDati/Il_contratto_normativo-S2LB0010001027-Utet.aspx).

²⁸³ Belfiore, *Si può fare a meno del contratto quadro nei servizi di investimento?*, in *GM*, 2007, 1916.

²⁸⁴ Secondo questa ricostruzione le varie operazioni di investimento avrebbero pertanto natura contrattuale secondo lo schema del collegamento negoziale.

²⁸⁵ Iudica, *op.cit.*, 13.

Poiché secondo questa ricostruzione non esisterebbe un solo contratto (ovvero il contratto normativo) ma diversi contratti che al primo si aggiungerebbero, nel caso di invalidità del contratto normativo non verrebbero travolti tutti i successivi ordini impartiti²⁸⁶ cosicché l'investitore, di fatto, si troverebbe nell'impossibilità di annullare l'ordine che lo ha danneggiato²⁸⁷.

Il cliente sarebbe conseguentemente posto davanti a un bivio: o non agire in giudizio (accettando anche l'ordine che lo ha ingiustamente danneggiato) o agire travolgendo tutti gli ordini precedenti che, per lo stesso investitore, sono stati fonte di ricavo²⁸⁸.

Per altra parte della dottrina²⁸⁹ e della giurisprudenza²⁹⁰ il rapporto fra il contratto quadro e i singoli ordini di investimento è da intendersi quale collegamento negoziale necessario e unilaterale: infatti, mentre tutti gli eventi che colpiscono il contratto “a

²⁸⁶ Pertanto sia quelli svantaggiosi che quelli vantaggiosi.

²⁸⁷ Iudica, *op.cit.*, 21.

²⁸⁸ Anche la giurisprudenza di merito ha accolto la detta tesi: Trib. Udine, 16 gennaio 2009, in *www.ilcaso.it* secondo cui “*la nullità del contratto quadro, per mancanza della forma scritta prevista ad substantiam, non travolge necessariamente tutti i singoli contratti stipulati dai clienti in esecuzione del contratto di negoziazione, raccolta e trasmissione di ordini, ma solo gli ordini che il cliente ha impugnato, facendo valere la nullità relativa prevista dalla legge*”.

²⁸⁹ Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & Tango bond)*, in *DR*, 2005, 628 il quale fa anche riferimento alla figura della presupposizione; Dellacasa, *op. cit.*, 1244. Sul punto si veda anche Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 18).

²⁹⁰ Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *DR*, 2005, 628; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, *cit.*; Trib. Salerno, 15 aprile 2008, in *BBTC*, 2010, 108 ss.

monte” travolgono anche quello a valle, non può dirsi la stessa cosa quanto al meccanismo inverso.

Ne consegue che gli eventi che colpiscono il contratto quadro hanno ripercussioni sugli ordini di acquisto che nello stesso trovano la propria *ratio* e di cui sono esecuzione mentre quelli che inficiano un singolo ordine di acquisto hanno effetti solamente su questo.

Benché i due livelli contrattuali siano assolutamente distinti per struttura, effetti, forma e adempimenti informativi, tra essi sussiste una forte connessione. L’intermediario finanziario non potrà dare esecuzione agli ordini impartiti dal cliente se non successivamente ad aver stipulato il contratto quadro. Tra quest’ultimo ed i contratti conclusi “a valle” si instaura un rapporto di collegamento necessario, ancorché unilaterale. A favore di questa tesi vi sarebbe l’art. 23, comma 1, t.u.f., ai sensi del quale copia del contratto quadro deve essere consegnata ai clienti affinché gli stessi siano informati quanto alle caratteristiche del servizio loro offerto nonché del regime dei rapporti intercorrenti con l’intermediario²⁹¹.

Il contratto quadro sarebbe pertanto da ricondursi al *genus* dei contratti di cooperazione e produrrebbe effetti esclusivamente obbligatori: a seguito della sua stipulazione, infatti, l’intermediario si obbliga ad agire nell’interesse dell’investitore al fine di favorirne gli investimenti.

Invece i contratti con cui il risparmiatore acquista gli strumenti finanziari sono caratterizzati da una causa di

²⁹¹ Altra conferma viene rilevata anche nel Regolamento Intermediari, il quale all’art. 37 evidenzia che “*gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente*”.

scambio la quale si qualifica diversamente a seconda delle modalità con cui l'intermediario è tenuto ad eseguire l'ordine²⁹².

Nel caso di vendita in contropartita diretta, è da identificarsi nel trasferimento di titoli contro il corrispettivo di un prezzo; la tipologia contrattuale di riferimento è il contratto di compravendita.

Qualora invece l'intermediario acquisti i titoli sul mercato, presta il proprio servizio dietro il pagamento di una commissione quale corrispettivo. In questa ipotesi il tipo contrattuale di riferimento è rappresentato dal contratto di mandato.

In entrambe le ipotesi, in ogni caso, il contratto produce effetti reali²⁹³.

²⁹² Dellacasa, *op. cit.*, 1242.

²⁹³ Dellacasa, *op. cit.*, 1242.

3.3. Teoria (preferibile) del contratto quadro quale contratto di mandato

Una terza posizione dottrinale²⁹⁴ (ripresa anche dalla giurisprudenza²⁹⁵) qualifica il contratto quadro quale contratto di mandato.

In conformità all'art. 1711 c.c. infatti gli ordini impartiti dal cliente all'intermediario finanziario sono da intendersi quali istruzioni fornite dal mandante al mandatario. L'intermediario, quale mandatario, si obbliga nei confronti del mandante ad acquistare o vendere a seconda delle istruzioni ricevute.

Nello specifico sussiste un mandato senza rappresentanza (art. 1705 c.c.): infatti l'intermediario finanziario acquista gli strumenti finanziari in nome proprio (benché su ordine del cliente) e, ai sensi dell'art. 1706 c.c., deve ritrasferirli al cliente il quale, d'altra parte, potrà rivendicarli, salvi chiaramente i diritti acquistati dai terzi in buona fede²⁹⁶.

L'investitore non acquista lo strumento finanziario dall'intermediario a seguito di un ulteriore contratto traslativo; il ritrasferimento al cliente ha la propria causa

²⁹⁴ Galgano-Zorzi, *Tipologia dei contratti tra intermediario e risparmiatore*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Milano, 2006, 65 ss.; Galgano, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, cit., 890.

²⁹⁵ *Ex Multis* Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit.; Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit.; Cass., Sez. I, 10 aprile 2014, n. 8462, cit.

²⁹⁶ Galgano, *ult. op. cit.*, 893.

nel contratto di negoziazione di cui ne costituisce l'adempimento²⁹⁷.

Infatti l'ordine che l'intermediario finanziario riceve non costituisce una proposta contrattuale (cosicché il contratto si concluderebbe ai sensi dell'art. 1327 c.c.) bensì un atto esecutivo del mandato che l'intermediario, acquistando i titoli sul mercato, pone in essere in adempimento delle istruzioni del mandante²⁹⁸.

Qualora invece l'intermediario sia già in possesso dei titoli ordinati dal cliente in quanto già presenti nel suo portafoglio, l'atto esecutivo, ai sensi dell'art. 1395 c.c., è da interpretarsi come contratto con se stesso annullabile dal cliente qualora venga provato il conflitto di interessi in cui versi l'intermediario²⁹⁹.

Questa ricostruzione (preferibile) implica che i singoli ordini impartiti al mandatario non siano da intendersi quali contratti bensì quali atti, anche di natura negoziale, che costituiscono in ogni caso il momento attuativo del precedente contratto quadro³⁰⁰.

²⁹⁷ Sul punto si veda Trib. Mantova, 14 aprile 2005, in *www.ilcaso.it*.

²⁹⁸ Galgano, *op. cit.*, 894.

²⁹⁹ Galgano, *op. cit.*, 894.

³⁰⁰ Anche la Corte di Cassazione, a Sezioni Unite (Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit.) aderisce ad una simile interpretazione evidenziando, in primo luogo, che il contratto di intermediazione finanziaria “*per alcuni aspetti può essere accostato alla figura del mandato*” mentre “*le successive operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente, benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto d'intermediazione*”.

Non a caso il legislatore, per indicare tali atti esecutivi, non ha utilizzato il termine “contratto” servendosi invece della vocabolo “operazioni”³⁰¹.

E’ da ritenersi sussistente un unico contratto, ossia il contratto quadro da intendersi quale contratto di mandato³⁰² a cui seguiranno le dovute istruzioni da parte del mandante³⁰³.

Lo stesso divieto di compiere operazioni in conflitto di interessi o inadeguate riguarda la fase esecutiva del contratto costituendo una specificazione del dovere di correttezza, diligenza e professionalità nella cura degli interessi dell’investitore³⁰⁴.

³⁰¹ Art. 24, co. 1, lett. a, t.u.f.

³⁰² Sebbene la normativa complementare ponga alcune eccezioni alla disciplina del contratto di mandato prevista dal Codice civile: non può infatti ritenersi applicabile l’art. 1719 c.c. per cui il mandante deve somministrare al mandatario i mezzi necessari per l’esecuzione del mandato ovvero l’art. 1720, co. 2, c.c. a mente del quale il mandante deve risarcire i danni che il mandatario ha subito a causa dell’incarico. E’ infatti l’intermediario che, con propria organizzazione di mezzi, si assume il rischio del buon esito del servizio reso dovendo inoltre risarcire i danni subiti dall’investitore per le informazioni false o le omissioni del prospetto idonee ad influenzare le sue decisioni.

³⁰³ Una simile ricostruzione impone di qualificare gli obblighi di informazione successivi alla conclusione del contratto quadro quali obblighi che *“contrassegnano proprio lo svolgimento del rapporto gestorio finalizzato alla realizzazione dell’interesse del cliente, e quindi ad orientare correttamente le sue scelte di acquisto di prodotti finanziari in coerenza al suo profilo di rischio”* (Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006, n. 31, in *www.ilcaso.it*).

³⁰⁴ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit.; inoltre, secondo la Corte di Cassazione, *“è del tutto irrilevante la circostanza che l’operazione compiuta dall’intermediario sia consistita nel procurarsi da terzi i valori o gli strumenti finanziari ordinatigli dal cliente oppure nel fornirli egli stesso, trattandosi di*

Il mandatario, nel caso in oggetto, non sarà tenuto ad eseguire il mandato con la diligenza del buon padre di famiglia come previsto dall'art. 1710 c.c. ma a lui è richiesta la specifica diligenza imposta dall'operazione³⁰⁵ ovvero una diligenza qualificata ai sensi dell'art. 1176, co. 2, c.c.

Una simile ricostruzione sembra preferibile anche nel caso dei servizi di gestione di un portafoglio di investimento con cui, come detto *supra*³⁰⁶, l'intermediario è autorizzato a compiere, per determinate categorie di strumenti finanziari specificati nel contratto, operazioni di investimento per conto dell'investitore senza che sia vincolato da sue istruzioni.

Non può quindi dirsi sussistente, in quest'ultima ipotesi, un collegamento negoziale fra il contratto quadro e altri successivi contratti, stante l'autonomia dell'intermediario nelle operazioni di compravendita.

Non può nemmeno accogliersi la posizione di chi sostiene³⁰⁷ che, nel caso di nullità del contratto quadro, debbano ritenersi nulli tutti gli ordini impartiti, sia quelli svantaggiosi che quelli vantaggiosi.

varianti esecutive che non incidono sull'obbligo di diligenza cui l'intermediario è tenuto e che, ai fini del presente discorso, lasciano intatta la natura esecutiva dell'operazione da lui compiuta".

³⁰⁵ Ai sensi infatti dell'art. 23, co. 6, t.u.f. nei giudizi di risarcimento danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, è onere dei soggetti abilitati provare di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

³⁰⁶ Cap. III, § 2.

³⁰⁷ Iudica, *op. cit.*, 27.

Il contratto quadro è infatti da intendersi quale contratto di durata³⁰⁸, ovvero quale contratto che si attua con l'adempimento di una o più prestazioni ad esecuzione continuata.

L'interesse perseguito dal cliente è rappresentato dalle operazioni di investimento che periodicamente vengono poste in essere per suo conto dall'intermediario finanziario o su indicazione dell'investitore (nel caso di servizi di negoziazione) ovvero senza essere vincolato dalle sue istruzioni e senza una sua preventiva autorizzazione (nel caso di servizi di gestione di un portafoglio di investimento)³⁰⁹.

L'interesse dell'investitore non può infatti dirsi soddisfatto al momento della conclusione dell'accordo quadro richiedendo invece una prestazione periodica³¹⁰ sebbene in maniera saltuaria³¹¹ dell'intermediario.

³⁰⁸ Sul punto App. Milano, 6 febbraio 2013, in *www.ilcaso.it*; App. Milano, 24 maggio 2011, in *www.ilcaso.it*; Trib. Napoli, 30 dicembre 2010, in *www.ilcaso.it*; Trib. Firenze, 6 luglio 2007, in *www.ilcaso.it*.

³⁰⁹ Il perfezionamento dell'accordo fra le parti, d'altra parte, genera immediatamente, quale effetto, la costituzione di un rapporto obbligatorio fra l'intermediario e l'investitore con cui il primo si impegna a compiere, per conto del secondo, operazioni di investimento.

³¹⁰ Tale requisito, d'altra parte, distingue i contratti di durata da quelli ad esecuzione istantanea differita (il caso, ad esempio, del venditore che si impegna a consegnare il bene venduto dopo due mesi) in cui l'interesse del creditore ben può essere soddisfatto in una volta benché in un momento successivo a quello in cui il contratto diventa efficace.

³¹¹ Altri casi sono rappresentati dal conto corrente bancario e dall'apertura di credito bancario. Diversa invece l'ipotesi (benché sia sempre da ricomprendersi nel novero dei contratti di durata)

Ne consegue che, vertendosi in ipotesi di contratto di durata, ai sensi dell'art. 1458 c.c., la risoluzione³¹² travolgerà il contratto di investimento limitatamente al solo ordine negoziato non in conformità agli obblighi di condotta senza estendersi agli altri acquisti posti in essere in forza del contratto base³¹³.

Non inciderà inoltre nemmeno sul contratto di acquisto realizzato dall'intermediario con il terzo sul mercato³¹⁴; accogliendo infatti, come detto, la tesi che configura il rapporto fra investitore e intermediario quale mandato senza rappresentanza, ne consegue che, ai sensi dell'art. 1711 c.c., se il mandato è nullo, ovvero se è nullo l'ordine, l'atto giuridico posto in essere dal mandatario con il terzo mantiene in ogni caso la propria efficacia restando a carico del mandatario gli effetti giuridici dell'atto compiuto in assenza di mandato ovvero eccedendo i limiti dello stesso³¹⁵.

E' da ritenere inoltre che vi siano altre valutazioni che impongono di qualificare il contratto quadro quale contratto di mandato.

In primo luogo deve osservarsi che, con la stipulazione dello stesso, l'intermediario già si è impegnato ad eseguire le indicazioni dell'investitore (nel caso di servizi di negoziazione) ovvero a gestire in autonomia operazioni di investimento per conto

della rendita e della somministrazione in cui la serie di atti di esecuzione sono distribuiti nel tempo in modo ricorrente.

³¹² Sul punto si veda *infra* Cap. III, § 5.4.

³¹³ Trib. Firenze, 6 luglio 2007, cit.; Trib. Catania, 23 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*.

³¹⁴ Trib. Catania, 23 gennaio 2007, cit.

³¹⁵ Sul punto Maffei, *ult. op. cit.*, 30; si veda inoltre Trib. Cagliari, 18 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*.

dell'investitore (nel caso di servizi di gestione di un portafoglio di investimento).

Qualora, dopo la conclusione dell'accordo, non operasse sul mercato finanziario secondo le indicazioni dell'investitore e secondo i limiti stabiliti nel contratto quadro, si renderebbe certamente inadempiente rispetto ad obblighi che ha assunto con la stipulazione del *master agreement*³¹⁶.

Sostenere una diversa posizione (ovvero che, a seguito di ogni ordine di esecuzione, debba concludersi un secondo contratto nelle forme dell'art. 1327 c.c.) significa, implicitamente, ammettere che ogni volta, sebbene per *facta concludentia* (ovvero iniziando ad eseguire la prestazione), l'intermediario debba accettare di eseguire l'ordine impartito dal cliente³¹⁷.

In realtà, invece, un suo eventuale rifiuto sarebbe fonte di responsabilità contrattuale nei confronti dell'investitore stesso qualora non sussistesse una ragione giustificativa espressamente prevista dalla normativa civilistica.

Infatti, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari sono tenuti a chiedere ai clienti le informazioni di cui all'art. 39 Regolamento Intermediari.

Solo quando non riescono ad ottenerle, si astengono dal prestare i menzionati servizi³¹⁸.

³¹⁶ La natura di questa responsabilità sarebbe pertanto “*contrattuale*”. Sul punto si veda *infra* Cap. III, § 4.3.

³¹⁷ Pertanto il rifiuto avanzato dall'intermediario quanto alla negoziazione dei titoli acquistati per conto del cliente impedirebbe la costituzione del rapporto, il quale è invece da ritenersi già instaurato sulla base del contratto quadro.

³¹⁸ E' stato osservato (La Rocca, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011, 186)

Ancora, nella Gestione di portafogli, l'intermediario è tenuto a valutare che ogni operazione di investimento sia adeguata per il cliente al fine di calibrare la gestione sulle caratteristiche specifiche e sulle esigenze del cliente.

Per valutare correttamente l'adeguatezza, l'intermediario è tenuto a chiedere al cliente una serie di informazioni relativamente alla sua situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento del cliente stesso.

Qualora il cliente si rifiutasse di fornire le informazioni, l'intermediario dovrà astenersi dal prestare il servizio.

Quanto detto è da ricondursi all'obbligo di cooperazione tipica di un qualunque contratto di mandato con cui una parte (il mandatario ovvero l'intermediario) aiuta l'altra (il mandante ovvero l'investitore) nel compimento dell'attività giuridica³¹⁹.

Ulteriori argomenti che riconducono il contratto quadro al contratto di mandato possono essere ricavati anche dal testo normativo: l'art. 24, co.1, lett. b t.u.f.³²⁰ precisa infatti che il cliente può recedere in ogni momento dal contratto, fermo restando il diritto di recesso dell'impresa di investimento, della società di gestione del risparmio ovvero della banca ai sensi dell'art. 1727 c.c.

che il rifiuto dell'intermediario di trattare l'investitore come non professionale (e quindi di astenersi dal prestare operazioni finanziarie in assenza delle informazioni richieste ai clienti) contraddice la stessa ragion d'essere degli intermediari finanziari che è quella di facilitare l'ingresso degli investitori nel mercato finanziario. D'altra parte, anche il vecchio Regolamento Intermediari, agli artt. 27 ss., prevedeva precisi limiti al rifiuto dell'intermediario di eseguire gli ordini degli investitori.

³¹⁹ Iorio, *op. cit.*, 610.

³²⁰ In tema di gestione di un portafoglio di investimento.

E' quindi lo stesso legislatore che, indirettamente, riconoscendo alle parti la facoltà di recedere dal vincolo contrattuale, qualifica tale rapporto quale contratto di mandato.

L'intermediario pertanto, a differenza del cliente, non potrà recedere liberamente ma solo in presenza di una giusta causa o con un congruo preavviso.

Quest'ultima circostanza impedisce inoltre di accogliere la posizione di quella giurisprudenza³²¹ secondo cui il contratto quadro è da intendersi quale mandato *in rem propriam* conferito dal cliente all'intermediario finanziario, in forza del quale quest'ultimo agisce, quale mandatario, per conto del mandante ma nell'interesse proprio, ovvero acquistando per sé gli strumenti finanziari oggetto di pattuizione e ritrasferendoli poi al medesimo cliente³²².

Qualificare il rapporto quale mandato *in rem propriam* impone infatti l'applicazione dell'art. 1723, co. 2, c.c. secondo cui il mandato conferito anche nell'interesse del mandatario, in assenza di una giusta causa di revoca ovvero qualora sia diversamente stabilito, non si estingue per revoca da parte del mandante. Il legislatore ha invece voluto tutelare la parte debole del rapporto di mandato (nella fattispecie il mandante) consentendogli di sciogliersi in qualunque momento dal vincolo contrattuale.

³²¹ Trib. Novara, 23 giugno 2011, in *www.ilcaso.it*.

³²² La pronuncia in oggetto fa esplicito riferimento ad una vera e propria rivendita successiva, effettuata con veri e propri contratti esecutivi del mandato, ricostruzione che, come detto *supra*, Cap. III, § 3.2, non può accogliersi.

4. Natura della responsabilità dei soggetti di cui all'art. 94, co. 9, t.u.f.

4.1 Tesi della variabilità della natura giuridica

Secondo questa ricostruzione dottrinale³²³, deve ritenersi sussistente un sistema misto di responsabilità da prospetto.

Questa ricostruzione assume infatti un diverso criterio di individuazione a seconda delle concrete situazioni che si vengono a creare, individuando tre distinte fattispecie.

Una prima ipotesi è rappresentata dall'intermediario che abbia sottoscritto il prospetto o altro materiale informativo.

In questo caso viene richiamato il disposto dell'art. 2339, co. 1, n. 3, c.c.³²⁴ evidenziando come tale disposizione sia applicabile anche nei confronti degli intermediari che abbiano sottoscritto un prospetto incompleto o falso.

³²³ Portale, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *BBTC*, 1982, 3 ss.; per un'analisi di questa posizione si veda D'Alfonso, *op.cit.*, 99.

³²⁴ Secondo cui i "promotori sono solidalmente responsabili verso la società e verso i terzi (...) per la veridicità delle comunicazioni fatte al pubblico per la costituzione della società" ovvero, come si legge nella relazione al codice (n. 950), "della verità delle pubblicazioni di ogni specie". Cfr. Portale, *op. cit.*, 18.

In primo luogo si evidenzia come l'art. 2339 c.c. non possa leggersi alla luce del principio di cui all'art. 2043 c.c.: il legislatore, infatti, quanto alla responsabilità dei promotori, li considera responsabili indipendentemente dalla sussistenza dell'elemento della colpa³²⁵.

La *ratio* sottesa alla norma è chiaramente quella di tutelare il sottoscrittore che, diversamente dal promotore, difficilmente è in grado di verificare la rispondenza al vero di quanto inserito nei documenti informativi³²⁶.

In secondo luogo la citata dottrina si è chiesta se fosse possibile un'applicazione analogica dell'art. 2339, co. 1, n. 3 c.c. ad altri casi, diversi rispetto alla costituzione della s.p.a. per pubblica sottoscrizione, quando sussistano prospetti sottoscritti da intermediari.

La risposta a cui giunge la dottrina è, in generale, positiva³²⁷ poiché, secondo questa posizione, l'art. 2339, co. 1, n. 3 c.c. non è da interpretarsi quale *lex specialis* cosicché, in presenza di un'identità di *ratio*³²⁸, è certamente possibile una sua interpretazione analogica.

³²⁵ Si veda però l'art. 2357-*quater* c.c. (introdotto dall'art. 1 D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6) che esclude (anche se relativamente alla sottoscrizione di azioni proprie da parte della società) che la responsabilità del promotore possa sussistere in assenza di colpa. La riforma del 2003 non ha invece apportato modifiche all'art. 2339, co. 1, n. 3 c.c.

³²⁶ Portale, *op. cit.*, 20. Cfr. inoltre Ferrara, *Gli imprenditori e le società*, Milano, rist. 1980, n. 167, 349. La responsabilità dei promotori viene reputata sostanzialmente analoga a quella dei mediatori. Si veda, in questo senso, Auletta, *Appunti di diritto commerciale*, Napoli, 1946, 73; Fré, *Società per azioni*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1972, 118; Galgano, *La società per azioni. Le altre società di capitali. Le società cooperative*, Bologna, 1978, 45.

³²⁷ Portale, *op. cit.*, 20.

³²⁸ Portale, *op. cit.*, 21.

Diverso è invece il caso in cui l'intermediario-collocatore si sia servito di un prospetto sottoscritto da terzi e se vi sia stato un contatto qualificato con l'investitore.

In queste ipotesi deve ritenersi applicabile l'art. 1337 c.c. in tema di responsabilità precontrattuale.

Si sottolinea infatti come il concetto di buona fede precontrattuale non possa limitarsi solo alle "parti" ma, al fine di assicurare la funzionalità del mercato, è necessario ampliarne l'ambito di applicazione anche rispetto a quei terzi che suscitano particolare affidamento nella formazione del contratto³²⁹.

L'obbligo di buona fede di cui all'art. 1337 c.c. si rivolge sia alle parti del futuro contratto, sia a tutti coloro che, indipendentemente dal ruolo, partecipano alla formazione del contratto stesso³³⁰. Quindi non solo agli eventuali rappresentanti delle parti ma anche agli eventuali intermediari che si attivano per la formazione del contratto.

Ne consegue che gli intermediari debbano ritenersi responsabili nei confronti degli investitori soprattutto considerando il fatto che questi ultimi fanno affidamento

³²⁹ Portale, *op. cit.*, 22. I terzi possono suscitare particolare affidamento nella formazione del contratto, ad esempio, perché hanno un forte interesse alla conclusione dello stesso ovvero per la loro stessa posizione (si pensi, ad esempio, ai rappresentanti).

³³⁰ Benatti, *op. cit.*, 139 ss.; Portale, *op. cit.*, 22 secondo cui la *culpa in contrahendo*, nella società industriale, non si limita a tutelare l'affidamento individuale della controparte ma assicura, nell'interesse generale, la funzionalità del mercato da intendersi quale regolare svolgimento del traffico negoziale. Partendo da questa considerazione è necessario ampliare l'ambito di applicazione anche rispetto ai terzi che pongono particolare affidamento nella formazione del contratto.

nelle qualità professionali degli intermediari specializzati che diventano quasi garanti delle informazioni trasmesse e di conseguenza obbligati anche a controllare la veridicità e completezza di quanto riportato nel materiale informativo³³¹.

Qualora infine non sussistesse alcun contatto qualificato con l'investitore e l'intermediario si fosse limitato a diffondere un prospetto falso o incompleto, la responsabilità sarebbe riconducibile interamente al dettato di cui all'art. 2043 c.c.³³².

Sussisterebbe in questo caso in capo all'intermediario la responsabilità (derivante da colpa omissiva) per non aver controllato il materiale informativo; tale colpa non deve essere intesa quale *“rigido meccanismo destinato a sanzionare lo stato d'animo riprovevole che caratterizza soggettivamente la violazione di uno specifico obbligo previsto da una norma posta a tutela dell'altrui diritto soggettivo assoluto; ma diventa espressione (...) di un criterio di valutazione del comportamento del danneggiante alla stregua del parametro della diligenza: ossia di un parametro generale ma relativo ed elastico, in quanto commisurato alla peculiarità e alla varietà delle situazioni concrete...”*³³³.

³³¹ Portale, *op. cit.*, 23.

³³² Portale, *op. cit.*, 30.

³³³ Portale, *op. cit.*, 30.

4.2 Tesi della responsabilità extracontrattuale

Parte della dottrina ritiene invece debba considerarsi extracontrattuale la responsabilità dell'intermediario finanziario nel caso di violazione delle norme imperative in tema di prospetto informativo³³⁴.

Questa impostazione si basa sulla constatazione per cui la *culpa in contrahendo* dovrebbe limitarsi ai casi di mancata conclusione di un valido contratto. Il *discrimen* fra la responsabilità contrattuale ed extracontrattuale non sarebbe pertanto da ricercarsi nella determinabilità o meno *ex ante* del danneggiante e del danneggiato e in base al danno conseguente alla lesione di diritti soggettivi.

La differenza sarebbe invece riscontrabile nel fatto che la responsabilità extracontrattuale salvaguarda situazioni conservative³³⁵, mentre quella contrattuale è finalizzata a concretizzare il programma contrattuale che l'inadempimento avrebbe fatto mancare³³⁶.

In ogni caso non potrebbe invocarsi la responsabilità di un soggetto (l'intermediario) che non abbia concretamente steso il prospetto informativo³³⁷.

³³⁴ Questa ricostruzione appare simmetrica alla soluzione prospettata nei paesi di *Common Law* in cui la responsabilità è stata sempre rapportata all'area dei *torts*. Si pensi ai casi *Directors' Liability Act* (risalente al 1890), *Companies Act* e *Financial Act*. Si veda inoltre quanto detto al Cap. II, § 2.2 in tema di responsabilità dell'emittente.

³³⁵ Non è quindi limitata solamente ai diritti soggettivi.

³³⁶ Paralupi, *op.cit.*, 578.

³³⁷ A favore della natura extracontrattuale della responsabilità, *ex multis*, Alpa, *op. cit.*, 370 ss.; Busnelli, *Itinerari europei nella*

Diverse sono le argomentazioni poste a fondamento di questa posizione: in primo luogo si evidenzia come debba criticarsi la considerazione per cui l'informazione economica offerta al pubblico (il prospetto informativo) costituisca l' "antefatto" del futuro contratto in quanto produce la diffusione di notizie *in incertam personam*. Quando viene emanato il prospetto, la fattispecie contrattuale non si è ancora conclusa. Si è quindi fuori dalla fattispecie contrattuale³³⁸.

Il legislatore ha imposto agli intermediari la diffusione di informazioni attraverso documenti sociali standardizzati quali il prospetto informativo, il prospetto di quotazione, il bilancio ecc.

L'operatore che abbia fornito false informazioni è chiamato a rispondere (in via extracontrattuale) indipendentemente dalla conclusione di un contratto valido³³⁹.

"terra di nessuno" tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte, in Contr. impr., 1991, 553 ss.; Carnevali, In tema di responsabilità da prospetto delle banche, in Corr. giur., 1989, 1003 il quale però non prende in realtà posizione sul problema della natura della responsabilità da prospetto ma, partendo dalla sentenza Tribunale di Milano, 11 gennaio 1988, cit., analizza la posizione di coloro che si limitano a segnalare gli investimenti consegnando agli investitori (come nel caso della sentenza del tribunale ambrosiano) un prospetto (in senso atecnico) redatto dalla società emittente; Cattaneo, op. cit., 429; D'Ovidio, Appunti in tema di responsabilità da prospetto delle banche, in Impresa e commercio internazionale, 1999, 801 ss.; Jaeger, op. cit., 287. Si veda inoltre D'Alfonso, op. cit., 108.

³³⁸ Sul punto si veda quanto detto in tema di responsabilità dell'emittente (Cap II, § 2.2).

³³⁹ Paralupi, op. cit., 580. D'altra parte la responsabilità aquiliana permette di salvaguardare fattispecie non tipizzabili perché soggette a forme e caratteri non definibili. Infatti le false

Le parti, nella fase precedente alla stipulazione del contratto quadro, non vogliono contrarre vincoli ovvero obbligarsi; il loro scopo è semplicemente quello di veder tutelate le regole di comportamento e il diritto alla reciproca lealtà³⁴⁰.

Non sussistendo un rapporto giuridico già costituitosi al momento dell'atto che causerà il danno³⁴¹, deve ritenersi applicabile il disposto dell'art. 2043 c.c.

Si evidenzia pertanto che ogniqualvolta non esista alcun rapporto contrattuale o precontrattuale, tale “vuoto” è colmato dalla clausola generale di responsabilità civile dell'art. 2043 c.c.

Nella fase di sollecitazione, il contratto è solo futuro, ipotetico ed eventuale; in questa fase, i soggetti che fra loro interagiscono al fine di raggiungere un accordo, manifestano semplicemente la loro disponibilità a trattare ovvero la loro intenzione di raggiungere una (possibile) intesa.

Infatti finché non vi sia la proposta e la relativa accettazione il contratto non può ritenersi concluso cosicché la responsabilità sussistente è di tipo extracontrattuale di cui all'art. 2043 c.c.³⁴².

informazioni possono essere diffuse con un prospetto, con altri documenti sociali ovvero a seguito di un'attività di consulenza dell'intermediario stesso.

³⁴⁰ Paralupi, *op. cit.*, 575.

³⁴¹ Non potrebbe infatti individuarsi, secondo questa ricostruzione, un obbligo di condotta in capo a soggetti determinati (Paralupi, *op. cit.*, 575). *Contra* Scalisi, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *RDC*, 1994, 193.

³⁴² Paralupi, *op. cit.*, 571.

Tale norma infatti trova applicazione in tutte quelle ipotesi in cui non sussista alcun rapporto né precontrattuale né contrattuale³⁴³.

Se invece l'accordo viene successivamente concluso, sussiste una vera e propria responsabilità contrattuale costituendo il prospetto un elemento essenziale del rapporto negoziale in quanto incide sulla volontà contrattuale.

In questo caso infatti il prospetto costituisce il criterio per la valutazione della prestazione quanto ai rimedi contrattuali (nullità, annullabilità ecc.)³⁴⁴.

Un ulteriore argomento viene tratto dalla constatazione che l'art. 2043 c.c., per la sua applicazione, impone una valutazione comparativa degli interessi in gioco; ne consegue che la sanzione dell'illecito non viene imposta qualora l'interesse pregiudicato sia di valore o di grado inferiore a quello che ha determinato l'attività dannosa.

Non è pertanto possibile determinare a priori se la circolazione di informazioni economiche integri un atto illecito: è infatti necessario valutare caso per caso (con riguardo al contenuto dell'informazione) la qualità dell'agente e del destinatario, la tipologia e la finalità dell'informazione³⁴⁵; questi requisiti di applicazione sarebbero, d'altra parte, il frutto dell'applicazione della clausola generale di cui all'art. 2043 c.c.³⁴⁶

³⁴³ Alpa, *op. cit.*, 370 ss.; si veda inoltre D'Alfonso, *op. cit.*, 108.

³⁴⁴ Paralupi, *op. cit.*, 571.

³⁴⁵ Alpa, *Circolazione di valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari*, in *CorG*, 1987, 11, 1203.

³⁴⁶ Alpa, *op. loc. ult. cit.*

4.3 Tesi (preferibile) della responsabilità precontrattuale prima della stipulazione del contratto quadro e contrattuale dopo la stipulazione dello stesso

L'accoglimento della tesi che qualifica il contratto quadro quale contratto di mandato e i successivi ordini di acquisto impartiti dall'investitore quali atti, anche di natura negoziale, che costituiscono in ogni caso il momento attuativo del precedente contratto quadro, impone di accogliere la tesi per cui, in capo all'intermediario, sussista responsabilità precontrattuale prima della stipulazione del contratto quadro; responsabilità invece contrattuale dopo la stipulazione dello stesso.

Nell'analisi della responsabilità nella fase antecedente alla conclusione del contratto quadro, va rilevata innanzitutto la posizione di quella dottrina³⁴⁷ che, partendo dalla responsabilità dei promotori, ritiene possibile, attraverso un'applicazione analogica dell'art. 2339, n. 3, c.c., l'applicazione dell'art. 1337 c.c. anche agli intermediari finanziari per la mancanza o la falsità delle informazioni contenute nel prospetto informativo³⁴⁸.

³⁴⁷ Ferrarini, *op. cit.*, 70;

³⁴⁸ Si veda D'Alfonso, *op. cit.*, 135; Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, cit., 913, nt. 4. Sul punto si veda quanto sostenuto da Portale, *op. cit.*, 18 (Cap. III, § 4.1) il quale limita però questo caso all'ipotesi in cui l'intermediario abbia sottoscritto il prospetto o altro materiale informativo.

Secondo questa posizione dottrinale non sarebbe infatti corretto l'inquadramento della responsabilità da false informazioni fornite dai promotori nell'alveo dell'illecito poiché gli stessi assumono il ruolo di intermediari nel procedimento di costituzione per pubblica sottoscrizione.

Se i promotori si attivano per il perfezionamento del contratto di società, appare evidente che la loro attività assuma un rilievo giuridico sul piano prenegoziale al fine della conclusione del contratto.

Infatti, nella costituzione della società per pubblica sottoscrizione, la formazione del contratto sociale segue uno schema simile a quello di una contrattazione di massa³⁴⁹.

I promotori predispongono il programma che i potenziali sottoscrittori possono accettare (aderendo) ovvero non accettare (rinunciando all'investimento).

Non instaurano trattative poiché è esclusa in linea di principio una trattativa con i (futuri) sottoscrittori essendo surrogata dalle informazioni contenute nel programma³⁵⁰.

In altri termini la mancanza di trattative viene sostituita dalle informazioni contenute nel prospetto informativo.

La citata dottrina evidenzia come la sottoscrizione del programma da parte degli investitori sia in ogni caso sufficiente ad instaurare con gli stessi uno speciale contatto idoneo a generare l'affidamento necessario per la nascita di un rapporto obbligatorio precontrattuale fra promotori e sottoscrittori³⁵¹.

³⁴⁹ I promotori sono tenuti invero a predisporre le informazioni relative all'investimento a cui il pubblico è sollecitato ad aderire.

³⁵⁰ Ferrarini, *op. cit.*, 67.

³⁵¹ Ferrarini, *op. cit.*, 67.

Partendo dalla responsabilità dei promotori, analoghe argomentazioni possono essere utilizzate per far ritenere gli intermediari (prima della stipulazione del contratto quadro) come parti di un rapporto obbligatorio precontrattuale con gli investitori i quali basano il proprio affidamento sul contenuto del prospetto.

Quest'ultimo, infatti, anche nel collocamento di strumenti finanziari, sostituisce la negoziazione tra emittenti e intermediari da un lato e investitori dall'altro.

Sottoscrivendo il prospetto, pertanto, gli intermediari si inseriscono nel processo negoziale nelle forme stabilite dalla legge stabilendo, in questo modo, uno speciale contatto con gli investitori³⁵²; questa circostanza appare sufficiente a costituire un rapporto precontrattuale con l'intermediario considerando anche la sua specializzazione e professionalità idonea a creare, inevitabilmente, un affidamento speciale nell'investitore³⁵³.

Non può pertanto condividersi l'opinione di quella dottrina³⁵⁴ secondo cui le parti, nella sollecitazione all'investimento, non intendono obbligarsi o contrarre vincoli in quanto il loro scopo sarebbe esclusivamente quello di tutelare la reciproca lealtà.

I soggetti, infatti, interagendo fra loro al fine di raggiungere un accordo, intraprendono un *iter* che li porterà alla conclusione dell' (eventuale) contratto³⁵⁵.

³⁵² Ferrarini, *op. cit.*, 69.

³⁵³ Ferrarini, *op. loc. cit.*

³⁵⁴ Paralupi, *op. cit.*, 575.

³⁵⁵ E' da ritenersi infatti che le parti non si limitino a manifestare semplicemente la loro disponibilità a trattare. Non può certo sostenersi (anche a seguito di trattative fra le parti) che il contratto debba in ogni caso concludersi. Durante le trattative (*rectius*, in un processo formativo del contratto) le parti (sul concetto di parte si veda quanto detto *infra* in questo stesso paragrafo) sono libere di

La tesi (certamente condivisibile) della responsabilità precontrattuale nella fase antecedente alla conclusione del contratto quadro può trarre ulteriori argomentazioni a supporto considerando che il legislatore, in moltissimi casi diversi rispetto alla fattispecie della responsabilità da prospetto, impone doveri di informazione precontrattuale a carico di operatori professionali in nome del principio di trasparenza cosicché certamente illecita deve ritenersi la loro reticenza³⁵⁶.

Si pensi, ad esempio, all'art. 116 t.u.b. che impone alle banche e agli intermediari finanziari di pubblicizzare le condizioni economiche relative alle operazioni e ai servizi offerti in vista di possibili contratti con la clientela.

Gli operatori finanziari, oltre a dover pubblicare il prospetto informativo in vista dei contratti coi risparmiatori sollecitati all'investimento, se emettono strumenti finanziari in un mercato regolamentato³⁵⁷, devono offrire ulteriori informazioni ai potenziali futuri acquirenti (art. 114 t.u.f.).

Ancora: ai sensi dell'art. 102 t.u.f., nel caso di *opa*, deve essere pubblicato un documento contenente le

decidere se concludere un contratto dovendo in ogni caso comportarsi secondo buona fede (art. 1337 c.c.). In capo alle stesse sussiste infatti un preciso dovere giuridico per il solo fatto di aver iniziato un negoziato finalizzato alla conclusione del contratto cosicché la parte che violi tale dovere incorre nella responsabilità precontrattuale (sul punto Torrente, *Manuale di diritto privato*, Milano, 2013, 500). Si veda inoltre quanto si dirà nel proseguo del presente capitolo.

³⁵⁶ Roppo, *Il contratto*, cit., 170.

³⁵⁷ Si pensi alle azioni quotate in borsa.

informazioni necessarie a consentire ai destinatari un giudizio fondato sull'offerta³⁵⁸.

D'altra parte a fronte di un dovere precontrattuale di informazione, scaturisce un dovere d'informare secondo verità la cui violazione configura una responsabilità per false informazioni.

In tale responsabilità si imbatte sia chi è tenuto a fornire informazioni per legge, sia chi le fornisca a seguito di richiesta di delucidazioni della controparte, sia chi, infine, le dia spontaneamente³⁵⁹.

Conseguentemente, violando l'obbligo di informazione nella fase prodromica del contratto, non si rispetta un obbligo di carattere precontrattuale da cui la conseguente qualificazione della natura della responsabilità stessa.

Corollario del dovere di informazione è quello di chiarezza. Nel caso della responsabilità da prospetto si riconnette al fatto dell'informazione: il prospetto informativo³⁶⁰ deve contenere una serie di informazioni scritte in modo chiaro e preciso³⁶¹.

³⁵⁸ Doveri di informazione sono poi imposti anche in contesti diversi rispetto ai mercati finanziari: ad esempio, ai sensi dell'art. 87 cod. consumo, nel corso delle trattative ed in ogni caso prima della conclusione del contratto, i Tour operators e le agenzie di viaggio che intendano vendere pacchetti turistici devono fornire diverse informazioni al cliente; ai sensi dell'art. 70 cod. consumo, un articolato documento informativo deve essere fornito da colui che vende in multiproprietà (art. 70 cod. consumo).

³⁵⁹ Roppo, *Il contratto*, cit., 171.

³⁶⁰ Ai sensi del t.u.f. e del Regolamento Consob n. 11971 di attuazione concernente la disciplina degli emittenti.

³⁶¹ Generalmente un dovere di chiarezza viene imposto alla parte più forte la quale unilateralmente predispone il prospetto (ovvero, come nel caso dell'intermediario, utilizza quello predisposto dal soggetto emittente). In questo senso ampi esempi emergono nei

Anche la giurisprudenza di merito in diverse pronunce³⁶² e quella di legittimità della Corte di

contratti dei consumatori: si pensi, ad esempio, all'art. 85, co. 1, cod. consumo secondo cui *“Il contratto di vendita di pacchetti turistici è redatto in forma scritta in termini chiari e precisi.”* Ovvero all'art. 35, co. 1, cod. consumo per cui *“Nel caso di contratti di cui tutte le clausole o talune clausole siano proposte al consumatore per iscritto, tali clausole devono sempre essere redatte in modo chiaro e comprensibile”*. In questo senso anche Trib. Siracusa, 13 maggio 2008, in *www.ilcaso.it* secondo cui la disciplina in materia finanziaria è ispirata *“all'esigenza (...) di garantire all'investitore l'instaurarsi di un rapporto con l'intermediario che, sia nella fase antecedente all'investimento che in quelle dell'investimento stesso sia tale da assicurare un servizio informato e obiettivo, fondato sulla preventiva conoscenza delle caratteristiche personali dell'investitore (con riferimento alla propensione al rischio, alla sua situazione finanziaria, alla sua esperienza in investimenti ecc.) e sulle concrete informazioni rese in merito al prodotto con riguardo ai rischi specifici ed alle implicazioni connesse al tipo di investimento trattato, onde garantire una scelta dell'investitore pienamente consapevole e concretamente adeguata alle sue necessità”*.

³⁶² Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *BBTC*, 1988, II, 532; in *GCo*, 1988, II, 585; in *RCP*, 1988, 774; in *GI*, 1988, I, 796. La pronuncia è riferita non ad un caso di vera e propria responsabilità da prospetto ma ad un'ipotesi in cui l'intermediario, particolarmente qualificato, si era attivato positivamente a segnalare agli investitori un investimento in una società mettendo a disposizione un prospetto contabile che la stessa ha predisposto generando negli investitori contattati un affidamento prenegoziale. I fatti avvennero nel 1978 (quando furono collocati i titoli) e quanto venne diffuso, più che un prospetto in senso tecnico, era un documento informativo volontariamente predisposto dall'emittente. Nello specifico una banca d'affari, partecipante ad un consorzio bancario per il collocamento di obbligazioni convertibili di durata quinquennale, emesse da un'impresa cliente della medesima banca,

Cassazione³⁶³ hanno ritenuto di dover qualificare come precontrattuale la natura della responsabilità da prospetto.

Si evidenzia³⁶⁴ infatti che la stessa è conseguenza di un comportamento tenuto da una parte per convincere l'altra a prestare il consenso alla conclusione del contratto. Tale responsabilità (secondo il Collegio di natura precontrattuale) non resta in capo solo ad emittenti o sottoscrittori del prospetto ma si estende “*a tutti coloro che intervengono nelle trattative con una particolare qualifica professionale, spesso indispensabile per suscitare l'affidamento, che è determinante per convincere il risparmiatore all'impiego del suo denaro*”³⁶⁵.

diffuse presso gli investitori un prospetto informativo relativo alla società emittente.

A seguito delle informazioni in esso contenute, un gruppo di clienti della stessa banca decise di disinvestire titoli di Stato e sottoscrisse le obbligazioni convertibili; successivamente la società emittente fallì cosicché gli investitori, a seguito della perdita del capitale investito, agirono in giudizio nei confronti della banca colpevole di aver fornito false. Sul punto si veda inoltre Rovelli, *op. cit.*, 387. Trib. Milano, 2 febbraio 1990, in *GCo*, 1990, II, 755; in *BBTC*, 1990, II, 734; in *RCP*, 1991, 116. Più recentemente, si veda Trib. Udine, 5 marzo 2010, in *www.ilcaso.it*; Trib. Perugia, 28 novembre 2014, in *www.ilcaso.it*; Trib. Perugia 22 dicembre 2014, in *www.ilcaso.it*; Trib. Caltagirone, 28 luglio 2014, in *www.ilcaso.it*.

³⁶³ Cass., Sez. Un., 23 ottobre 2007, n. 26724, cit.

³⁶⁴ Trib. Milano, 11 gennaio 1988, cit.

³⁶⁵ Il Tribunale, applicando questi principi al caso oggetto della propria decisione, ritiene responsabile la banca quale intermediario qualificato capace di infondere nei risparmiatori una fiducia proclamata da un soggetto specializzato nel campo del risparmio. La giurisprudenza sottolinea la necessità di una maggiore tutela dei risparmiatori grazie ad una chiara e veritiera informazione relativamente alle operazioni proposte dalla banca; attraverso cioè una maggiore trasparenza delle condizioni delle operazioni proposte dalla clientela. Infatti l'intermediario è in una posizione

Sebbene gli intermediari generalmente³⁶⁶ non siano parti del contratto che verrà concluso fra l'investitore e l'emittente, sono certamente obbligati, ai sensi dell'art. 1337 c.c., ad agire secondo buona fede fornendo un'informazione corretta e veritiera ai destinatari del prospetto³⁶⁷.

privilegiata rispetto ai risparmiatori grazie all'accesso a dati e notizie relative all'emittente nonché alla propria struttura organizzativa e professionale. Da ciò deriva che ricade sull'intermediario non solamente l'obbligo di controllare le informazioni ricevute ma, soprattutto, la necessità che le presenti in modo corretto e veritiero. In questo senso Balzarini, *La responsabilità da prospetto*, in *RCP*, 1988, 774. Si veda inoltre Inzitari, *La forma e le patologie dei contratti bancari*, in http://www.csm.it/quaderni/quad_94/qua_94_21.pdf.

³⁶⁶ Solitamente, infatti, gli intermediari, benché protagonisti della vicenda precontrattuale, non acquistano il ruolo di "parte" in senso tecnico. Il contratto, infatti, risulterà stipulato tra la società emittente e l'investitore che decida di investire nei titoli della stessa (Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit. 518). L'intermediario però (come visto al Cap. III, § 1) può anche non limitarsi al mero collocamento ma potrebbe aver preso "a fermo" titoli per collocarli tra il pubblico. E' opportuno ricordare che l'espressione "con o senza assunzione a fermo" si riconnette a due specifiche modalità di sottoscrizione o collocamento. Nell'ipotesi di "assunzione a fermo" l'intermediario può sottoscrivere o acquistare in proprio i titoli al fine di rivenderli sul mercato, traendo profitto sulla differenza di prezzo. Nella seconda ipotesi invece ("senza assunzione a fermo") l'intermediario si limita a vendere (o a far sottoscrivere) i titoli restituendo all'emittente quelli che residuano.

³⁶⁷ D'Alfonso, *op. cit.*, 135. L'autrice ascrive poi all'ambito contrattuale la violazione del dovere di buona fede di cui all'art. 1337 c.c. rinviando, quanto all'onere probatorio, all'art. 1218 c.c. Tale opinione viene condivisa anche dalla giurisprudenza di merito (Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *RCP*, 1988, 774) la quale evidenzia che "gli obblighi di informazione che gravano sui

Pertanto, fra i soggetti passivi della responsabilità precontrattuale rientrano sicuramente anche quanti siano destinati a rimanere terzi rispetto al contratto ma intervengano in ogni caso nella fase preparatoria³⁶⁸; in altri termini il dovere di responsabilità precontrattuale può gravare anche su chi sia “terzo” rispetto alle “parti” del futuro contratto.

soggetti che sollecitano il pubblico risparmio si sostanziano in un'obbligazione di risultato, nel senso che la prestazione dovuta consiste nella trasmissione di notizie e dati veri". Nello stesso senso anche Ferrarini, *op. cit.*, 55 ss. il quale allarga il perimetro della *culpa in contrahendo* evidenziando che “*il rapporto prenegoziale non ha radice nel contratto successivamente concluso, bensì nella legge*” cosicché “*non solo i futuri contraenti, ma anche altri soggetti possono divenire parti di un rapporto precontrattuale quando (...) si attivino per la stipula di un negozio suscitando un affidamento oggettivo nella propria lealtà, probità e correttezza*”. Ovviamente la natura precontrattuale di tale responsabilità appare ancora più evidente quando l'intermediario non si limiti al mero collocamento ma abbia preso a fermo titoli per collocarli tra il pubblico. In questa ipotesi infatti l'intermediario si pone come parte del rapporto contrattuale con l'investitore (Ferrarini, *op. cit.*, 71). Parte della dottrina, in questa prospettiva, ha rapportato la posizione dell'intermediario alla responsabilità conseguente alle lettere di patronage che rappresenterebbero l'esempio dell'affidamento precontrattuale degli investitori nei confronti di quanti, pur non essendo parti del contratto, svolgono in ogni caso un rilevante ruolo nelle trattative e a cui, conseguentemente, deve richiedersi il rispetto delle norme di condotta (Cuffaro, *op. cit.*, 1266; si veda inoltre Paralupi, *op. cit.*, 591).

³⁶⁸ Vigotti, *La responsabilità precontrattuale*, cit., 282. Nello stesso senso Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976, 125; Lucarelli, *Solidarietà e autonomia privata*, Napoli, 1970, 184; Cuffaro, *op. cit.*, 1268. E' il caso, oltre che degli intermediari, anche dei mediatori, degli agenti senza rappresentanza ecc.

Si pensi, ad esempio, alla fattispecie del rappresentante senza potere: si configura “*un’ipotesi nella quale il mancato rispetto della norma di condotta è imputato ad un soggetto che, per definizione, non è parte sostanziale del contratto*”³⁶⁹; altro caso è l’art. 1759 c.c. in tema di mediazione il quale impone, nella fase di formazione del contratto, specifici obblighi di informazione.

Il rapporto precontrattuale, infatti, non trova il proprio fondamento nel contratto concluso successivamente avendo la propria fonte esclusivamente nella legge la quale, all’art. 1337 c.c., qualifica la fattispecie costitutiva come la relazione finalizzata alla stipula del negozio che si attui fra soggetti che partecipino *comunque* alla formazione dello stesso³⁷⁰.

Se il “terzo” si è attivato perché nascesse un ragionevole affidamento oggettivo quanto alla propria lealtà, correttezza e onestà, deve certamente essere coinvolto nel rapporto precontrattuale subendone le relative conseguenze in termini di responsabilità³⁷¹.

³⁶⁹ Cuffaro, *op. loc. cit.*; Rovelli, *op. cit.*, 378.

³⁷⁰ Rovelli, *op. cit.*, 378. In questo senso anche Cass., Sez. I, 11 giugno 2010, n. 14056, cit., secondo cui la responsabilità non è esclusa dal fatto che il contratto di sottoscrizione sia stato comunque concluso e che, conseguentemente, gli strumenti finanziari siano stati comprati o sottoscritti dal destinatario dell’offerta male informato dal prospetto non correttamente redatto. Deve infatti presumersi che, in assenza di prova contraria, la non veridicità del prospetto abbia influenzato le scelte d’investimento del sottoscrittore. Conf. Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.; Cass., Sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773, cit.

³⁷¹ Montecchiarì, *La responsabilità della banca per false informazioni da prospetto*, in *VN*, 1994, 2, 946 ss. E’ da ritenersi, conseguentemente, che la natura della responsabilità in cui incorre l’intermediario finanziario non muti qualora quest’ultimo, invece

Agli occhi del risparmiatore l'intervento dell'intermediario finanziario nelle operazioni di collocamento viene considerato come una sorta di garanzia quanto alla buona qualità dei titoli offerti in sottoscrizione³⁷².

Infatti il medesimo Collegio³⁷³ stabilisce che “*gli obblighi di informazione che gravano su soggetti che sollecitano il pubblico risparmio si sostanziano in un’obbligazione di risultato*³⁷⁴, nel senso che la prestazione dovuta consiste nella trasmissione di notizie e dati veri”; l’inosservanza di questo obbligo comporta la responsabilità dell’intermediario responsabile delle false informazioni.

Questa posizione è stata confermata anche dalla più recente giurisprudenza di merito³⁷⁵ la quale, con riferimento al ruolo del responsabile del collocamento, sembra imporre a quest’ultimo un’obbligazione di risultato che consiste nel fornire informazioni veritiere e corrette.

Una simile ricostruzione deriverebbe dal ruolo professionale esercitato che suscita un affidamento nel pubblico la cui violazione comporta una responsabilità

di essere “terzo” rispetto al contratto, ne sia “parte” in quanto già sia proprietario degli strumenti finanziari che vende al cliente (nel caso, cioè, di negoziazione “per conto proprio”).

³⁷² Balzarini, *op. cit.*, 774; Cesarini, *Intermediazione nel mercato delle nuove emissioni e tecniche consortili*, in *RS*, 1985, 499.

³⁷³ Trib. Milano, 11 gennaio 1988, cit.

³⁷⁴ Controllare notizie e dati trasmessi da altri e filtrarli nell’interesse degli investitori. Altra giurisprudenza, Trib. Milano, 2 febbraio 1990, cit. ha invece ritenuto, sebbene abbia ricondotto la fattispecie all’art. 1337 c.c., che sorgesse una vera e propria obbligazione di mezzi in capo all’intermediario che abbia partecipato alle trattative con un ruolo qualificato.

³⁷⁵ Trib. Milano, 25 luglio 2008, cit.

precontrattuale da ricondursi nell'ambito della responsabilità contrattuale per violazione delle norme in tema di buona fede imposte dalla legge³⁷⁶.

L'intermediario è in una posizione certamente assimilabile rispetto a quella dell'emittente come, d'altra parte, lo stesso legislatore ammette evidenziando, all'art. 94 co. 9 t.u.f., che anche l'intermediario responsabile del collocamento risponde per le informazioni false o per le omissioni idonee al influenzare le decisioni di un investitore ragionevole a meno che non dimostri di aver adottato la diligenza "*del comma precedente*" ossia quella imposta all'emittente e all'offerente.

Anche la Corte di Cassazione ha accolto una simile interpretazione.

³⁷⁶ Trib. Milano, 25 luglio 2008, cit. Si veda inoltre Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, cit., 917. Ad una medesima conclusione (benché giustificata in modo diverso) giunge anche altra dottrina (Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., 518) secondo cui non può rifiutarsi *ex ante* l'idea che pure gli intermediari, come gli autori del prospetto, rispondano a titolo di responsabilità precontrattuale poiché si realizza un vero e proprio concorso nella condotta lesiva degli autori del prospetto. Conseguentemente, benché a titolo proprio gli intermediari non possono essere chiamati per *culpa in contrahendo* in quanto non sono parti del contratto, tuttavia quando l'informazione non corretta "*giunge all'investitore con una sorta di paternità aggiuntiva dell'intermediario, questi concorre nell'illecito degli autori dell'informazione e perciò risponde allo stesso titolo. Essendo precontrattuale la responsabilità originaria, tale sarà anche quella concorrente*". L'intermediario che trasmette il prospetto contenente false informazioni partecipa a pari titolo della responsabilità conseguente al pari del terzo complice nell'inadempimento dell'obbligazione altrui.

Rileva infatti che *“in tema di intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario (...) può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguenze risarcitorie, ove dette violazioni avvengano nella fase antecedente o coincidente con la stipulazione del contratto di intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti”*³⁷⁷.

D'altra parte la conclusione di un valido contratto tra intermediario e investitore (benché sfavorevole per quest'ultimo) non impedisce l'applicabilità dell'art. 1337 c.c.

Come sottolineato infatti anche dalla Corte di Cassazione, si è *“ormai ben chiarito che l'ambito di rilevanza della regola posta dall'art. 1337 cod. civ. va ben oltre l'ipotesi di rottura ingiustificata delle trattative e assume il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa, ma certamente implica il dovere di trattare in maniera leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto. L'esame delle norme positivamente determinate dal legislatore pone in evidenza che la violazione di tali regole di comportamento assume rilievo (...) anche quando il contratto posto in essere sia valido, e tuttavia*

³⁷⁷ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit.; Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit.; Cass., Sez. I, 10 aprile 2014, n. 8462, in *CED*; Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.

pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto”³⁷⁸.

La violazione invece da parte dell’intermediario dei doveri riguardanti la fase successiva alla stipulazione del contratto può assumere i caratteri di un vero e proprio inadempimento contrattuale; infatti i doveri imposti dalla disciplina normativa e regolamentare hanno natura inderogabile potendo pertanto integrare a tutti gli effetti il negozio vigente tra le parti³⁷⁹.

Nello specifico, ai sensi dell’art. 39 Regolamento Intermediari, al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al *cliente* (o, anche, al potenziale cliente), gli intermediari richiedono una serie di informazioni relativamente alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento dei potenziali investitori al fine di comprenderne la capacità economica e la propensione al rischio.

Sulla base poi delle informazioni ricevute dal cliente e dopo aver valutato la natura e le caratteristiche del servizio erogato, gli intermediari devono valutare se la specifica operazione consigliata o realizzata “*nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli*” corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente e se sia di natura tale che “*il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all’investimento*”; devono inoltre valutare se il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi legati all’operazione ovvero alla gestione del suo portafoglio.

³⁷⁸ Cass., Sez. I, 25 settembre 2005, n. 19024, cit. Sul punto si veda Cap. III, § 5.4.

³⁷⁹ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit.

Qualora poi gli intermediari non ottengano le informazioni richieste, devono astenersi dalla prestazione dei servizi.

Emerge pertanto la necessità, *dopo* la conclusione del contratto quadro e *prima* dell' adempimento del singolo ordine di esecuzione, in primo luogo di fornire all'investitore tutte le informazioni di cui quest'ultimo necessita per una corretta decisione relativamente ad un eventuale investimento; in secondo luogo di richiedere al cliente più informazioni possibili al fine di poterlo eventualmente sconsigliare dal compimento di un'operazione particolarmente rischiosa.

L'eventuale violazione da parte degli intermediari degli obblighi loro imposti determina, oltre ad eventuali obblighi risarcitori conformi ai principi generali sull'inadempimento contrattuale, anche la risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria in corso qualora ricorrano gli estremi di gravità di cui all'art. 1455 c.c.³⁸⁰

Non può nemmeno accogliersi la posizione di quella giurisprudenza³⁸¹ che avanza (seppur ancora timidamente) una nuova ricostruzione della natura della responsabilità

³⁸⁰ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit.; si veda inoltre Cap. III, § 5.4.

³⁸¹ Trib. Rimini, 21 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*, relativo al caso “4you” concernente fattispecie di false e non cristalline informazioni fornite dall'intermediario finanziario (nello specifico la banca) nella negoziazione di strumenti finanziari. Inoltre Trib. di Rimini, 11 maggio 2005, in *GI*, 2006, 521. Sul tema del prodotto finanziario denominato “4you” si veda anche Cass., Sez. I, 3 febbraio 2012, n. 1584, in *FI*, 2012, 9, I, 2419. Va in ogni caso osservata, stante la qualificazione della responsabilità “precontrattuale” come “contrattuale” (Cap. II, § 3), la scarsa rilevanza, nelle applicazioni pratiche, di una diversa ricostruzione della responsabilità da prospetto quale responsabilità “da contatto sociale”.

dell'intermediario nella fase precontrattuale riconducendola alla generale responsabilità da inesatte informazioni.

Secondo questa posizione tra intermediario e cliente si instaura un "contatto sociale" ovvero un rapporto giuridico all'interno del quale l'intermediario assume anche una specifica obbligazione di informazione e vigilanza nell'interesse del cliente; tale rapporto sarebbe finalizzato a salvaguardare l'affidamento legittimamente ingenerato nel risparmiatore dal carattere "protetto" dell'attività di intermediazione mobiliare. Infatti la fonte dell'obbligazione sarebbe rappresentata dal rapporto giuridico che si attua prima della conclusione del contratto ed il cui contenuto, tipizzato dal complesso delle norme a tutela degli investitori, è da valutarsi ai sensi dell'art. 1176, co. 2 c.c. Ne consegue, secondo questa ricostruzione, che l'inosservanza di detta obbligazione costituisce inadempimento imputabile all'intermediario e dà luogo a responsabilità contrattuale.

Una simile ricostruzione non può però essere accolta; non può infatti tacersi che, nel collocamento di strumenti finanziari, è presente un contratto quadro tra investitore e intermediario che specifica le modalità con cui dovrà configurarsi la successiva prestazione del servizio di negoziazione di strumenti finanziari effettuata dall'intermediario finanziario per conto del cliente.

Tale contratto crea certamente, in capo alle parti, diritti e doveri che, in caso di loro mancato rispetto, comportano una responsabilità contrattuale.

Invece, prima della conclusione del contratto quadro, come si è cercato di dimostrare precedentemente, deve ritenersi sussistente una responsabilità di tipo precontrattuale in capo all'intermediario che abbia fornito

false informazioni al cliente ovvero che ne abbia omesse nel prospetto informativo.

La fattispecie, d'altra parte, appare molto diversa rispetto a quella affrontata da una recente pronuncia della Suprema Corte³⁸² in tema di informazioni inesatte³⁸³.

Il caso riguardava un'ipotesi di responsabilità dell'Ente Pubblico (nella fattispecie un Comune) per informazione non corretta quanto al proprio stato contributivo da parte di un ex dipendente che, per questo, si era dimesso prima di aver maturato i requisiti per la propria pensione di invalidità.

Secondo la Corte di Cassazione tale fattispecie non deve farsi rientrare nel novero della responsabilità extracontrattuale (per violazione del principio generale di *neminem ledere*) ma deve invece inquadrarsi nella responsabilità da contatto sociale; nello specifico, infatti, sussiste una richiesta di informazioni avanzate da un ex dipendente ad un ex datore di lavoro la quale è giuridicamente qualificata dalle aspettative e dagli obblighi che trovano la propria fonte nel pregresso vincolo contrattuale.

Pur essendo infatti assente (attualmente) un vincolo contrattuale fra l'ex dipendente e l'Ente Pubblico, sussiste in ogni caso la qualificata funzione svolta dal datore di lavoro da riferirsi ai propri dipendenti (ed ex dipendenti) e non alla generalità quanto alle informazioni relative al rapporto di lavoro precedentemente sussistente.

Detta fattispecie, benché sia da ricondursi al tema della responsabilità in caso di informazioni inesatte,

³⁸² Cass., Sez. III, 21 luglio 2011, n. 15992, in *GCM*, 2011, 9, 1218.

³⁸³ Sul punto si veda Santoro, *La responsabilità da contatto sociale*, Milano, 2012, 207.

appare però certamente diversa rispetto a quella che vede coinvolti l'intermediario e l'investitore.

Fra loro, infatti, non sussiste un pregresso rapporto contrattuale (come nel caso in oggetto in cui era sussistente un rapporto di lavoro) su cui è fondato l'obbligo di comportamento dell'Ente Pubblico a tutela dell'affidamento che l'ex dipendente pone nell'ex datore di lavoro quale detentore qualificato di informazioni³⁸⁴.

La condizione del cliente e dell'intermediario finanziario appare diversa rispetto anche a quella, già affrontata dalla Corte di Cassazione³⁸⁵, del medico chirurgo che abbia praticato un intervento chirurgico senza la preventiva e doverosa informazione del paziente circa i possibili rischi ed effetti dell'intervento stesso.

La prestazione professionale del chirurgo (come quella dei soggetti deputati al collocamento di strumenti finanziari) comporta sempre e necessariamente un'attività preliminare di diagnosi, al fine di stabilire l'opportunità o meno dell'intervento. Nel caso di prestazione medica, la Suprema Corte conclude che l'indicato dovere di informazione, finalizzato ad ottenere un consapevole consenso del cliente, interviene dopo che, con l'attività diagnostica, è già iniziata l'esecuzione del contratto d'opera professionale, e, quindi, ha natura contrattuale.

In questa ipotesi si è già instaurato un "contatto" fra medico e paziente³⁸⁶: il primo, dopo aver preso visione delle condizioni cliniche del secondo, fornisce le

³⁸⁴ Santoro, *op. cit.*, 207; in questo caso è certamente sussistente la responsabilità da contatto sociale con la conseguente applicazione dell'art. 1218 c.c.

³⁸⁵ Cass., Sez. III, 29 marzo 1976, n. 1132, in *GI*, 1977, 1, 1, 1980.

³⁸⁶ D'altra parte, diversamente da quanto accade in ambito medico, in tema di contratti di investimento mobiliari è necessaria, come più volte evidenziato, la forma scritta "*ad substantiam*".

necessarie informazioni affinché quest'ultimo possa eventualmente esprimere un consenso informato³⁸⁷.

Ben diversa è invece la posizione dell'intermediario³⁸⁸ nel collocamento di strumenti finanziari: in questo caso infatti, diversamente da quanto avviene in campo medico-sanitario, l'obbligo di informazione è preventivo rispetto alla conclusione del contratto di investimento cosicché non può ritenersi sussistente alcun "contatto" prima della stipula tra intermediario e investitore.

Fra gli stessi, come si è cercato di dimostrare precedentemente, deve infatti ritenersi sussistente un rapporto precontrattuale finalizzato alla conclusione del contratto quadro (da intendersi quale contratto di mandato a cui seguiranno i singoli ordini di esecuzione) da cui sorgono una serie di diritti e doveri in capo alle parti.

E' un normale rapporto precontrattuale in cui l'investitore valuta la possibilità e l'opportunità di addivenire alla conclusione di un successivo contratto; dopo la stipulazione dello stesso, invece, a seguito di un'eventuale inadempimento, sussisterà in capo alle parti una responsabilità di carattere contrattuale³⁸⁹.

³⁸⁷ Si veda sul punto Trib. Caltagirone, 28 luglio 2014, cit.

³⁸⁸ Su questo punto, quanto alla responsabilità dell'emittente, si veda quanto detto al Cap. II, § 2.3.

³⁸⁹ Nello specifico, come evidenziato precedentemente, deve ritenersi sussistente tra le parti un contratto di mandato.

5. Le tutele e il danno

5.1 Premessa

In assenza di una specifica disposizione legislativa, dottrina e giurisprudenza hanno a più riprese affrontato la problematica dei rimedi civilistici di cui dispone l'investitore a seguito della violazione da parte dell'intermediario finanziario (e dell'emittente) degli obblighi di condotta loro imposti dalla disciplina legislativa e regolamentare.

Astrattamente molti sono i rimedi che il legislatore pone a disposizione del cliente: la risoluzione del contratto per inadempimento oltre al risarcimento del danno subito dal cliente danneggiato; la nullità del contratto per violazione di norme imperative; l'annullabilità dello stesso per dolo (determinante), per errore dell'investitore ovvero per conflitto di interessi dell'intermediario al momento della sottoscrizione del prospetto.

Nelle pagine successive, dopo aver analizzato le soluzioni prospettate da dottrina e giurisprudenza, si porrà l'accento sulla posizione che si ritiene preferibile (anche alla luce della ritenuta natura precontrattuale della responsabilità dell'intermediario³⁹⁰ nonché della struttura

³⁹⁰ Si veda Cap. III, § 4.3. Come evidenziato *supra* infatti l'investitore, concludendo il contratto sulla scorta delle informazioni (poi rivelatesi false o incomplete) contenute nel prospetto e non avvertito tempestivamente dall'intermediario, avrebbe certamente concluso un contratto a condizioni diverse (o

dei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento) secondo cui è necessario distinguere il momento in cui avviene la violazione degli obblighi informativi: qualora la violazione sia stata commessa nella fase delle trattative prima della stipulazione del contratto quadro di prestazione di servizi finanziari, la responsabilità in cui si incorre è da ritenersi di tipo precontrattuale; qualora invece la violazione venga commessa nella fase di esecuzione del contratto quadro, la responsabilità dell'intermediario è di tipo contrattuale potendo determinare, in presenza di determinate circostanze, la risoluzione del contratto³⁹¹.

non l'avrebbe affatto concluso) qualora il prospetto fosse stato correttamente redatto.

³⁹¹ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit.

5.2 Nullità del contratto quadro

Secondo una prima ricostruzione³⁹² deve ritenersi nullo, ai sensi dell'art. 1418, co. 1, c.c., il contratto concluso dal cliente a seguito dell' inadempimento degli obblighi informativi da parte dell'intermediario.

Verrebbe infatti violata dall'intermediario stesso una norma imperativa³⁹³ imposta dal legislatore a tutela di un interesse pubblico e generale; si configurerebbe quindi un'ipotesi di c.d. nullità virtuale³⁹⁴ nel caso di inosservanza da parte dell'intermediario finanziario degli

³⁹² Sartori, *ult. op. cit.*, 390; Scalisi, *Il diritto europeo dei rimedi: invalidità e inefficacia*, in *RDC*, 2007, 843; Piazza, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *CorG*, 2005, 1028; Fiorio, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *GI*, 2004, 2129; Trib. Modena, 10 gennaio 2008, in *www.ilcaso.it*; Trib. Trento, 1 febbraio 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Foggia, 15 maggio 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Torino, 7 novembre 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, *cit.*; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *GI*, 2005, 754; Trib. Mantova, 1 dicembre 2004, in *DR*, 2005, 604.

³⁹³ Si veda Bianca, G. Patti, S. Patti, *Lessico di diritto civile*, Milano, 1995, 393 ss. secondo cui la "norma imperativa" è "una norma proibitiva che, sulla base dell'esigenza di protezione di valori morali e sociali e di quelli fondamentali della comunità giuridica, tende non solo a negare efficacia giuridica alla programmazione negoziale ad essa contraria, ma tende più radicalmente a proibire l'azione programmata".

³⁹⁴ Sul punto si veda Cass., Sez. I, 7 marzo 2001, n. 3272, in *Contr.*, 2002, 26 ss.

obblighi a lui imposti dalle disposizioni legislative e regolamentari³⁹⁵.

Secondo questa tesi sussiste un'ipotesi di nullità relativa in cui legittimato ad agire è esclusivamente il cliente leso nei propri interessi; sarebbe infatti singolare se, al fine di ottenere la dichiarazione di nullità del contratto, potesse agire anche l'intermediario finanziario ossia colui che concretamente è stato protagonista delle errate informazioni precontrattuali che hanno ingannato l'investitore.

I concetti di “correttezza”, “diligenza” e “trasparenza” di cui all'art. 21 t.u.f. avrebbero un significato più ampio rispetto a quello della normativa codicistica in quanto non opererebbero solo nel rapporto tra intermediario e investitore ma coinvolgerebbero, in generale, lo svolgimento dell'attività economica; gli obblighi di cui all'art. 21 t.u.f. sarebbero posti a tutela dell'ordine pubblico economico cosicché la loro violazione determinerebbe la nullità del contratto³⁹⁶.

³⁹⁵ Sul punto Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 142 ss.

³⁹⁶ Si veda sul punto Trib. Teramo, 18 maggio 2006, in *www.ilcaso.it*, secondo cui deve “ritenersi che in presenza di un negozio che sia contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto sopperisce il disposto generale di cui all'art. 1418, 1° comma c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagni una espressa previsione di nullità”. Si veda però, in senso opposto, la posizione di quella dottrina (Lucchini Guastalla, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari*, in *RCP*, 2005, 28) secondo cui “possono nutrirsi seri dubbi circa il fatto che l'interesse principale e prevalente tutelato dalla normativa in questione possieda quelle caratteristiche di interesse pubblico

Ulteriori argomenti vengono inoltre ricavati dal dettato normativo; in primo luogo dalla Costituzione che, all'art. 47, co. 1, incoraggia e tutela il risparmio *“in tutte le sue forme”*; in secondo luogo dall'art. 5, co. 1, t.u.f.³⁹⁷ per cui la vigilanza sulle attività degli intermediari ha quale scopo *“la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario”, “la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario”* nonché *“la competitività del sistema finanziario”*.

Lo stesso art. 21, co. 1, lett. a, t.u.f. impone agli intermediari, nello svolgimento dei servizi e delle attività, di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza *“per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”*³⁹⁸.

generale che la giurisprudenza solitamente considera come presupposto necessario per poter addivenire ad una pronuncia di nullità del contratto nell'ipotesi in cui vi sia stata violazione del precetto imposto dalla norma imperativa; ciò in quanto le norme de quibus appaiono (...) poste a tutela degli interessi degli investitori che si trovino ad utilizzare i c.d. servizi di investimento – e dunque solo indirettamente (o, al limite in via complementare) sembrerebbero assolvere alla funzione di garantire la trasparenza del mercato e la tutela del risparmio”.

³⁹⁷ Oggi modificato dall'art. 2, D. Lgs. 17 settembre 2007, n. 164; il dettato del vecchio testo era il seguente: *“La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per scopo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario”*.

³⁹⁸ Sul punto Trib. Mantova, 18 marzo 2004, cit.; Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in www.ilcaso.it. Sul punto si veda Trib. Brindisi, 18 luglio 2007, in www.ilcaso.it secondo cui *“gli obblighi informativi previsti dagli artt. 21 e ss. del TUF hanno natura più stringente di quelli, generici, di correttezza ed informazione (artt. 1337-1375 c.c.) gravanti su qualunque parte del rapporto negoziale e ciò in*

Una posizione parzialmente diversa viene invece assunta da quella giurisprudenza di merito che, pur riconoscendo la natura imperativa delle norme in oggetto, ritiene possibile dichiarare la nullità dei contratti conclusi solamente quando “*la norma dalla cui violazione discende la sanzione della nullità abbia un contenuto sufficientemente specifico, preciso ed individuato*”³⁹⁹; non potrebbe invece pretendersi, in assenza di questi caratteri, l’applicazione della sanzione della nullità contrattuale.

Infatti “*alla violazione di specifiche regole cui l’intermediario è tenuto può conseguire la nullità del contratto, mentre alla violazione di regole generali di prudenza e diligenza professionale, non meglio specificate o codificate in sede regolamentare o attuativa segue, in virtù dei principi generali d’inadempimento dell’obbligazione ed in forza dell’art. 23, co. VI° del TUF, l’azione per il risarcimento del danno*”⁴⁰⁰.

Come evidenziato però dalla dottrina⁴⁰¹, tale problema può superarsi considerando che specifiche norme regolamentari integrano le disposizioni legislative del t.u.f. costituendo in questo modo un unico *corpus* normativo.

considerazione della particolare natura dei contratti cui si rivolgono, che presentano un elevato grado di rischio ed espongono quindi il risparmiatore ad una perdita potenzialmente illimitata del capitale investito. (...) Ne deriva che deve considerarsi condicio sine qua non per la validità del contratto di investimento la circostanza che in sede di stipula il risparmiatore abbia ricevuto adeguata informazione circa il tipo e le caratteristiche essenziali del contratto stesso”.

³⁹⁹ Trib. Parma, 16 giugno 2005, in www.ilcaso.it.

⁴⁰⁰ Trib. Parma, 16 giugno 2005, cit.

⁴⁰¹ Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 149.

L'accoglimento di questa posizione comporta, inevitabilmente, in primo luogo, l'esclusione di ogni considerazione quanto al rapporto di causalità fra il pregiudizio patrimoniale lamentato e la condotta dell'intermediario⁴⁰².

In secondo luogo impone l'applicazione dell'art. 2033 c.c.; l'investitore avrà pertanto diritto alla ripetizione della somma investita, oltre agli interessi legali dal giorno del pagamento, dovendo ritenersi la malafede dell'*accipiens*⁴⁰³.

Comporta inoltre l'esclusione di ogni considerazione sulla condotta dell'intermediario e sul possibile concorso dell'investitore.

Ne consegue che, anzitutto, viene traslata in capo all'intermediario anche quella perdita che dipenda dal generale andamento del mercato; oltre a ciò vengono resi inoperanti per l'investitore gli incentivi alla prevenzione del danno determinatisi quando si sia attribuita rilevanza giuridica al concorso del fatto colposo del danneggiato⁴⁰⁴.

⁴⁰² Perrone, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *RS*, 2005, 1018.

⁴⁰³ Perrone, *op. loc. ult. cit.*

⁴⁰⁴ Perrone, *ult. op. cit.*, 1018. In altri termini si sottolinea che *“l'accesso alla ripetizione dell'indebitto consente di ritornare allo status quo ante e di conseguire un rendimento sulla somma investita pari al tasso degli interessi legali, così rendendo immune l'investitore dalle possibili perdite patrimoniali che sarebbero conseguite a un'operazione effettuata in un momento di andamento negativo del mercato. Per altro verso, nessuna rilevanza viene attribuita alla coerenza del pregiudizio subito con la violazione della regola di comportamento accertata in capo all'intermediario: sicché all'investitore risultano possibili comportamenti opportunistici diretti a recuperare integralmente la somma con gli interessi legali, anche quando la perdita dipenda, in tutto o in parte, da fattori causali diversi rispetto alla condotta*

Inoltre secondo parte della dottrina all'investitore devono anche essere liquidati i danni nel limite dell'interesse negativo dovendo valutarsi il vantaggio (o lo svantaggio) potenziale che lo stesso avrebbe conseguito se l'intermediario si fosse comportato professionalmente⁴⁰⁵.

Devono infine ricordarsi alcune pronunce della giurisprudenza di merito secondo cui è sussistente la nullità del contratto in ipotesi diverse rispetto a quelle di violazione dell'art. 1418, co. 1, c.c.; nello specifico la stessa è stata dichiarata per l'indeterminatezza dell'oggetto⁴⁰⁶ oppure per violazione dell'art. 1322 c.c.; il contratto sottoscritto fra intermediario e cliente generava infatti un rapporto tra loro per cui sicuramente nasceva un vantaggio a favore del primo a fronte di una rilevante alea a danno del secondo.

In questo caso sarebbe pertanto possibile parlare di "contratto aleatorio unilaterale" di natura atipica, non meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c.⁴⁰⁷

dell'intermediario, primo fra tutti la libera decisione dell'investitore".

⁴⁰⁵ Sartori, *ult. op. cit.*, 400.

⁴⁰⁶ Trib. Brindisi, 18 luglio 2007, cit.

⁴⁰⁷ Ci si riferisce specificamente ai casi dei piani finanziari "my way" o "4you", contratti atipici sorti nella prassi negoziale. Questi contratti prevedevano infatti un grado elevato di rischio a carico del cliente il quale era esposto al pericolo di una perdita potenzialmente illimitata di quanto investito; l'intermediario invece aveva assicurato un guadagno certo in quanto riceveva dal cliente il pagamento di un saggio di interessi fisso senza alcuna certezza su eventuali e successivi guadagni.

Stante l'alea posta a carico di un solo contraente, la giurisprudenza ha ritenuto, a più riprese, di dover dichiarare la nullità del citato contratto per violazione dell'art. 1322 c.c. Sul punto Trib. Ravenna, 7 novembre 2011, in *www.ilcaso.it*; Appello Salerno, 9 Luglio 2009; Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, in *www.ilcaso.it*; Trib.

Ciò perché l'ordinamento non può certo ammettere la validità di contratti atipici che non si limitano a prevedere semplici modalità di differenziazione dei diversi profili di rischio ma trasferiscono in capo ad una sola parte tutta l'alea derivante dal contratto, attribuendo invece alla controparte profili certi quanto alla redditività futura del proprio investimento.

Questo insanabile squilibrio iniziale tra le prestazioni oggetto del sinallagma contrattuale rende pertanto l'intero contratto - e non solamente le singole clausole in esso contenute - radicalmente nullo; contrasta infatti con il disposto degli artt. 21 ss. t.u.f. ed è contrario alla previsione di cui all'art. 1322 c.c., in quanto non è volto a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico⁴⁰⁸.

Salerno, 26 settembre 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Brindisi, 24 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Brindisi, 21 giugno 2005, in *www.ilcaso.it*. Si veda inoltre Trib. Firenze, 13 giugno 2013, in *www.ilcaso.it* per cui è vessatoria e nulla la clausola contrattuale di recesso contenuta nel piano finanziario “4YOU” in quanto è inintelligibile da investitori che non possano definirsi “operatori qualificati”. Infine Trib. Taranto, 8 marzo 2013, in *www.ilcaso.it* che dichiara nullo il piano finanziario “4YOU” perché “la nullità stabilita dall’art. 30 comma 7 del D.Lgs. 58/98 per la mancata indicazione della facoltà di recesso quando il modulo contrattuale riferito all’investimento venga sottoscritto fuori dai locali commerciali della banca, determina la nullità di tutti i negozi collegati”. Conf. Trib. Forlì, 18 maggio 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Pavia, 10 gennaio 2009, in *www.ilcaso.it*.

⁴⁰⁸ Trib. Brindisi, 24 ottobre 2005, cit.

5.3 Annullabilità del contratto per vizi del consenso

Assolutamente minoritaria appare invece la posizione di quella dottrina⁴⁰⁹ e giurisprudenza⁴¹⁰ secondo cui all'investitore deve riconoscersi la possibilità di chiedere l'annullamento del contratto in quanto il proprio consenso sarebbe stato viziato dalle informazioni errate od omesse a lui fornite con il prospetto informativo.

Nello specifico è necessario distinguere due ipotesi: in primo luogo è stata sostenuta l'annullabilità del contratto qualora l'intermediario, nella fase antecedente alla stipulazione dello stesso, abbia adottato artifici o raggiri finalizzati ad ottenere il consenso dell'investitore.

Quest'ultimo non avrebbe sicuramente raggiunto l'accordo con la controparte in assenza di tali raggiri cosicché, si evidenzia, ai sensi dell'art. 1439 c.c. deve riconoscersi al cliente la possibilità di agire per ottenere l'annullamento del contratto.

Quanto detto trova riscontro anche nel caso di informazioni (non false ma solo) omesse; ciò che rileva, infatti, è l'idoneità del comportamento doloso dell'intermediario ad indurre l'investitore a concludere un contratto che, invece, non avrebbe mai concluso.

Si è infatti rilevato che benché il mero silenzio, secondo l'opinione maggioritaria in giurisprudenza, non

⁴⁰⁹ Visintini, *La reticenza come causa di annullamento del contratto*, in *RDC*, 1972, 179.

⁴¹⁰ Trib. Lanciano, 30 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Parma, 6 dicembre 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Vicenza, 16 novembre 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*.

comporta di per sé l'annullabilità del contratto, essendo l'intermediario finanziario un soggetto altamente qualificato, l'obbligo di fornire determinate informazioni deve essere adempiuto con la diligenza prevista dall' art. 1176, co. 2, c.c.

Laddove pertanto il comportamento dell'intermediario abbia assunto le connotazioni del dolo, sia per avere fornito informazioni inesatte, sia per avere taciuto informazioni che se fornite avrebbero indotto i clienti a maggiore cautela, il contratto può certamente annullarsi per vizio del consenso⁴¹¹.

Una seconda ipotesi di annullabilità del contratto è stata accolta partendo dall'errore in cui incorrerebbe il cliente a seguito delle informazioni inesatte contenute nel prospetto e fornite dall'intermediario.

Tale errore dovrebbe qualificarsi come essenziale in quanto, ai sensi dell'art. 1429, co.1, c.c., ricadrebbe sulla natura o sull'oggetto del contratto⁴¹²; il comportamento dell'emittente nella stesura del prospetto ovvero dell'intermediario nel collocamento degli strumenti finanziari avrebbe inevitabilmente indotto in errore l'investitore spingendolo in questo modo a concludere il contratto quadro.

Chiaramente, in questi casi, particolarmente ardua appare la dimostrazione a carico dell'investitore: quest'ultimo sarà infatti chiamato a dimostrare che, qualora avesse ricevuto informazioni corrette al momento

⁴¹¹ Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, cit.

⁴¹² Altre volte invece è stato ricondotto alla violazione dell'art. 1429, co. 2, c.c.; sul punto Trib. Taranto, 1 luglio 2008, in www.ilcaso.it.

della contrattazione, non avrebbe certamente compiuto l'operazione⁴¹³.

All'annullamento per errore consegue l'obbligo, ai sensi dell'art. 2033 c.c., di restituire le somme versate in esecuzione delle operazioni previste dal contratto⁴¹⁴ nei limiti della somma corrispondente a tutti gli importi versati sino al giorno della sentenza.

Quanto infine ad un'eventuale richiesta di rivalutazione monetaria della somma, deve ricordarsi che, trattandosi di un'obbligazione di valuta, il creditore ha l'onere di dimostrare il maggior danno subito per effetto del ritardato adempimento (art. 1224, co. 2, c.c.)⁴¹⁵.

⁴¹³ Trib. Lanciano, 30 aprile 2007, cit.; Trib. Parma, 17 novembre 2005, in *www.ilcaso.it*.

⁴¹⁴ Oltre agli interessi legali sussistendo un debito di valuta.

⁴¹⁵ Trib. Taranto, 1 luglio 2008, cit.

5.4 Tesi (preferibile) della responsabilità precontrattuale prima della stipulazione del contratto quadro e possibilità di risoluzione contrattuale dopo la stipulazione dello stesso

L'accoglimento della tesi relativa alla responsabilità precontrattuale dell'intermediario finanziario nella fase antecedente alla conclusione del contratto quadro nonché di quella contrattuale nella fase successiva⁴¹⁶, quando vengono posti in essere singoli negozi attuativi, ha inevitabilmente conseguenze quanto all'invalidità (o meno) sia del contratto stipulato con l'investitore che delle singole operazioni attuative.

Deve in primo luogo premettersi che, come evidenziato anche precedentemente⁴¹⁷, la conclusione di un contratto valido ed efficace non è di ostacolo alla proposizione di un'azione risarcitoria fondata sulla violazione degli obblighi di cui all'art. 1337 c.c. qualora il danno trovi il proprio fondamento nella fase antecedente alla conclusione del contratto quadro⁴¹⁸ e non nel mancato

⁴¹⁶ Le operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente costituiscono infatti il momento attuativo del precedente contratto d'intermediazione.

⁴¹⁷ Si veda Cap. III, § 4.3.

⁴¹⁸ Ovvero nella violazione degli obblighi relativi alla condotta delle parti nel corso delle trattative e prima della conclusione del contratto.

adempimento di obbligazioni derivanti dal contratto stesso⁴¹⁹.

Infatti l'ambito di rilevanza dell'art. 1337 c.c. non si limita all'ipotesi di ingiustificata rottura delle trattative assumendo invece il valore di una clausola generale il cui contenuto non può determinarsi in modo preciso; in ogni caso impone certamente il dovere di trattare in modo leale, evitando comportamenti reticenti o maliziosi e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o conoscibile con l'ordinaria diligenza, al fine della stipulazione del contratto⁴²⁰.

La violazione delle disposizioni di cui all'art. 1337 c.c. assume pertanto rilievo non solo nel caso di ingiustificata rottura delle trattative (ovvero di mancata conclusione del contratto o di conclusione di un contratto invalido o inefficace) ma anche quando, ai sensi dell'art. 1440 c.c., il contratto quadro concluso, pur essendo valido, sia in ogni caso svantaggioso per la parte che ha subito il comportamento scorretto⁴²¹.

Nella fase prenegoziale si configurano precisi doveri a carico dell'intermediario: in primo luogo quest'ultimo deve acquisire le informazioni necessarie in ordine alla situazione finanziaria del cliente al fine di poter poi adeguare ad essa la successiva operatività.

Inoltre non può certo tacersi il fatto che il cliente forma la propria decisione quanto all'opportunità o meno di investire sulla lettura del prospetto stesso che, benché sia stato steso dall'emittente, viene poi utilizzato dall'intermediario; quest'ultimo si rende pertanto protagonista della divulgazione di informazioni false o

⁴¹⁹ Sul punto Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.

⁴²⁰ Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.

⁴²¹ Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.

comunque fuorvianti, idonee a condizionare il processo decisionale dell'investitore.

Come evidenziato precedentemente, però, gli obblighi dell'intermediario non si limitano alla fase precedente alla conclusione del contratto ma si collocano in parte anche nella fase esecutiva dello stesso al fine della sua corretta esecuzione.

In primo luogo infatti gli intermediari hanno obblighi "positivi"⁴²²; devono certamente mettere il cliente nella condizione di valutare nel migliore dei modi la natura e i rischi delle singole operazioni di investimento (o disinvestimento) nonché di ogni fatto idoneo a consentire loro una ponderata decisione.

In questo contesto devono pertanto adottare ogni ragionevole misura al fine di identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con gli investitori o fra gli investitori e li gestiscono, adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti.

Quando le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato devono comunicare agli stessi, prima di agire per loro conto, la sussistenza delle situazioni di conflitto e le loro fonti; solo successivamente sono autorizzati ad eseguire la prestazione loro assegnata svolgendo in ogni caso una gestione indipendente, prudente e sana e adottando misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti⁴²³.

D'altra parte, come sottolineato anche dalla Corte di Cassazione⁴²⁴, la posizione dell'investitore non è di certo

⁴²² App. Trieste, 18 dicembre 2014, in *www.ilcaso.it*.

⁴²³ Art. 21, co. 1-*bis*, t.u.f.

⁴²⁴ Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.

“statica”: sugli intermediari incombono pertanto anche obblighi negativi consistenti nella necessità di tenersi informati relativamente alla situazione del cliente al fine di curarne gli interessi con la diligenza professionale di cui all’art. 1176, co.2, c.c..

Al fine della corretta esecuzione del contratto quadro devono sempre porre il cliente nella condizione di valutare appieno la natura, i rischi e le singole implicazioni delle varie operazioni di investimento o disinvestimento nonché di ogni altro fatto necessario per disporre consapevolmente le citate operazioni; sono inoltre tenuti a non consigliare o a non effettuare, in assenza di una precisa disposizione scritta in cui si faccia riferimento alle avvertenze ricevute⁴²⁵, operazioni inadeguate alla situazione finanziaria del cliente⁴²⁶.

La normativa civilistica in materia ha carattere imperativo essendo dettata non solo nell’interesse del singolo contraente ma anche nell’interesse generale all’integrità dei mercati finanziari⁴²⁷.

Quanto detto rileva al fine dell’analisi delle conseguenze che si riconnettono al mancato rispetto da parte dell’intermediario degli obblighi a lui imposti nella

⁴²⁵ App. Trieste, 18 dicembre 2014, cit.; inoltre, secondo Cass., Sez. III, 25 settembre 2014, n. 20178, in *GCM*, 2014 “*la dichiarazione resa dal cliente, su modulo predisposto dalla banca e da lui sottoscritto, in ordine alla propria consapevolezza circa la natura di "operazione non adeguata" rispetto al suo profilo d'investitore dell'investimento effettuato dalla banca, non costituisce dichiarazione confessoria, né è sufficiente a far ritenere dimostrato, da parte dell'intermediario, l'adempimento degli obblighi informativi imposti dall'art. 29 del regolamento CONSOB*”.

⁴²⁶ App. Trieste, 18 dicembre 2014, cit.

⁴²⁷ In questo senso Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.

fase antecedente alla conclusione del contratto quadro e in quella successiva.

Deve preliminarmente osservarsi che, se si esclude una specifica ipotesi contenuta nel Codice del Consumo⁴²⁸, il legislatore non ha espressamente stabilito che il mancato rispetto delle disposizioni normative e regolamentari nella fase genetica del rapporto fra intermediario e investitore abbia quale inevitabile conseguenza la nullità del contratto.

A ben vedere, in molti altri casi il t.u.f. prevede specificamente ipotesi di nullità: si pensi all'ipotesi di cui all'art. 23 t.u.f. in cui si prevede che i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento devono essere redatti per iscritto e che nel caso di inosservanza della forma il contratto è nullo; all'art. 30, co. 7, t.u.f. relativo all' "offerta fuori sede" in cui si prevede che l'omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli o nei formulari comporta la nullità dei relativi contratti che può essere fatta valere esclusivamente dagli investitori.

Si pensi inoltre all'art. 100 *bis*, co. 3, t.u.f. in tema di rivendita di strumenti finanziari che hanno costituito oggetto di un'offerta al pubblico; qualora non sia stato pubblicato un prospetto informativo, l'acquirente (che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale) può far valere la nullità del contratto. Nulla viene detto invece quanto all'ipotesi in cui il contratto esista ma contenga false informazioni o ne ometta alcune.

La nullità del contratto non è nemmeno prevista dall'art. 190, co. 1, t.u.f. il quale prevede sanzioni amministrative a carico dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione nonché dei dipendenti di società o enti abilitati che non osservino, tra le altre, le

⁴²⁸ Si veda quanto si dirà *infra* in questo stesso paragrafo.

disposizioni di cui 21 ss. t.u.f.; nulla viene invece detto quanto ad una (eventuale) nullità del contratto sottoscritto.

Appare pertanto evidente che laddove il legislatore è voluto intervenire l'abbia fatto, circostanza questa che rende complesso ipotizzare un'ipotesi di nullità contrattuale per false od omesse informazioni in assenza di una specifica previsione legislativa⁴²⁹.

Conferma di quanto affermato si riscontra in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori.

Infatti, ai sensi dell'art. 67 *septies decies*, co. 4, D. Lgs. 6 settembre 2005, n. 206 “*il contratto è nullo, nel caso in cui il fornitore (...) viola gli obblighi di informativa precontrattuale in modo da alterare in modo*

⁴²⁹ Conf. Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.; si veda inoltre Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, in *www.ilcaso.it* secondo cui “*la nullità del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art. 1418, comma 1, c.c., postula che siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto, e quindi l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista anche in riferimento a detta ipotesi*”. Quanto invece alla considerazione per cui l'illegittimità del comportamento tenuto durante le trattative per la formazione del contratto o nel corso della sua esecuzione (nello specifico rappresentato dall' omessa informazione da parte dell'intermediario finanziario) non possa determinare la nullità del contratto sempre che questa sanzione non sia prevista espressamente anche con riferimento a queste ipotesi si veda Trib. Roma, 5 novembre 2008, in *RDS*, 2010, 402; Trib. Monza, 4 giugno 2008, in *www.ilcaso.it*.

significativo la rappresentazione delle sue caratteristiche”.

A ben vedere, però, il legislatore ha limitato in questo caso la nullità solamente all’ipotesi di commercializzazione *a distanza* di servizi finanziari.

E se, chiaramente, questa fattispecie rappresenta un’eccezione, il fatto che, espressamente, il legislatore l’abbia limitata alla commercializzazione *a distanza* esclude, implicitamente, la sua applicazioni in casi diversi.

Tale norma presenta certamente elementi di specialità che impediscono all’interprete di fondare sulla stessa alcuna affermazione di principio.

Esclusa quindi la sussistenza di nullità testuale ai sensi dell’art. 1418, co. 3, c.c., resta da valutare se il contratto possa ritenersi nullo ai sensi dell’art. 1418, co. 1 e 2, c.c.

Come evidenziato dalla Corte di Cassazione a Sezioni Unite, è certamente vero che la mancanza o la falsità di informazioni fornite al cliente hanno condizionato l’accordo contrattuale raggiunto.

Deve però appurarsi se in questo caso sussista, come visto *supra*⁴³⁰, un’ipotesi di annullamento del contratto per dolo determinante (ai sensi dell’art. 1439 c.c.⁴³¹) o per errore del cliente.

⁴³⁰ Si veda Cap. III, § 5.3.

⁴³¹ Il dolo, perché sia causa invalidante del contratto, deve incidere nel momento di formazione del medesimo e deve consistere in un raggirò, menzogna, inganno, o in una reticenza che costituisca causa decisiva e determinante della volontà; in altri termini deve valutarsi se, senza di essi, il contraente che ne sia restato vittima non avrebbe concluso il negozio. E’ quindi necessario che le dichiarazioni precontrattuali errate (ovvero le informazioni omesse) ingenerino nella controparte un’errata rappresentazione della realtà con riguardo alle particolari circostanze di fatto ed alle

Mentre è da ritenersi possibile ipotizzare l'annullamento del contratto nel primo caso (particolarmente complesso appare in ogni caso l'onere della prova a carico dell'investitore), una simile ipotesi non può invece condividersi nel caso di errore.

Perché infatti l'errore possa condurre all'annullamento del contratto, deve essere sia riconoscibile dall'altro contraente (ipotesi certamente sussistente stante la natura professionale dell'emittente e dell'intermediario) sia essenziale.

E' però da ritenersi non sussistente quest'ultimo requisito: in primo luogo perché, chiaramente, non è un "errore di diritto" e perché non cade sull'identità o sulle "qualità" della persona dell'altro contraente.

Non cade sulla "natura" del contratto la quale, indipendentemente dalle informazioni ricevute, è sempre la stessa; non incide nemmeno sull' "oggetto" del rapporto contrattuale non sussistendo un'ipotesi di vendita di *aliud pro alio*⁴³².

Non può infine neppure ritenersi sussistente un'ipotesi di errore ai sensi dell'art. 1429, co. 1, n. 2 c.c.

L'errore infatti non cade sull'identità dell'oggetto della prestazione (non si è in presenza, ancora, di un'ipotesi di *aliud pro alio*) e nemmeno sulla qualità dello

qualità e condizioni soggettive dell' *accipiens* (Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*; si veda inoltre Cass., Sez. Un., 11 marzo 1996, n. 1955, in *Ipr*, 1995, 513). Nel caso di dolo incidente deve invece applicarsi il disposto dell'art. 1440 c.c.

⁴³² Sul punto si veda Cass., Sez. II, 6 ottobre 1978, n. 4463, in *CED* secondo cui "*L'errore sull'oggetto del contratto (...) non può ritenersi essenziale, ai sensi ed agli effetti di cui agli artt. 1427 e 1429 cod. civ., ove non abbia impedito la identificazione della cosa che ne ha formato l'oggetto*".

stesso che, secondo il comune apprezzamento o in base alle circostanze, deve ritenersi determinante del consenso.

Sussiste, in quest'ultima ipotesi, un errore sul *valore* del prodotto finanziario che, di per sé, non è considerato causa di annullamento del contratto⁴³³.

In questo caso infatti l'errore cade sulla convenienza economica dell'affare e non sulle qualità dell'oggetto⁴³⁴.

Unica eccezione è il caso in cui l'errore sia frutto dell'inganno altrui (nella fattispecie dell'intermediario e dell'emittente): in questa ipotesi sussiste però il dolo contrattuale che, se dimostrato dall'investitore, può certamente, come detto *supra*, portare all'annullamento del contratto.

Resta da verificare se la nullità del contratto possa conseguire dall'applicazione dell'art. 1418, co. 1, c.c.

Deve preferirsi la tesi negativa.

Come sottolineato infatti anche dalla Corte di Cassazione⁴³⁵, la nullità del contratto per contrarietà a

⁴³³ Iorio, *op. cit.*, 387.

⁴³⁴ Cass., Sez. III, 19 luglio 2007, n. 16031, in *GC*, 2008, 9, 1979 secondo cui “*In tema di compravendita di azioni di una società, che si assume stipulata a un prezzo non corrispondente al loro effettivo valore, senza che il venditore abbia prestato alcuna garanzia in ordine alla situazione patrimoniale della società stessa, il valore economico della azione non rientra tra le qualità di cui all'art. 1429 n. 2 c.c., relativo all'errore essenziale*”. Pertanto, secondo la Corte di Cassazione, “*non è configurabile un'azione di annullamento della compravendita basata su una pretesa revisione del prezzo tramite la revisione di atti contabili per dimostrare quello che non è altro che un errore di valutazione da parte dell'acquirente, anche quando il bilancio della società pubblicato prima della vendita sia falso e nasconda una situazione, in forza della quale debbono applicarsi le norme in materia di riduzione e perdita del capitale sociale*”.

⁴³⁵ Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.

norme imperative postula violazioni quanto ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale relativi alla struttura ovvero al contenuto del contratto; è stato così escluso che la condotta illegittima tenuta nel corso delle trattative prenegoziali ovvero nella fase di esecuzione del contratto stesso possa rappresentare una causa di nullità, indipendentemente dalla natura delle norme con cui questa condotta contrasti a meno che (e non è, come detto, il caso in oggetto) la sanzione non sia *espressamente prevista*.

Da questo deve dedursi l'inidoneità della fattispecie a cagionare la nullità del contratto.

Successivamente anche le Sezioni Unite della Corte di Cassazione⁴³⁶ hanno condiviso un simile orientamento evidenziando che la violazione delle norme di comportamento dei contraenti nella stipulazione del contratto non è idonea ad incidere sulla genesi dell'atto negoziale quanto meno nel senso che sia idonea a determinarne la nullità.

Questa posizione deve certamente essere accolta; può inoltre evidenziarsi che la circostanza che una norma non sia derogabile a seguito di accordo delle parti non necessariamente implica quale conseguenza la nullità del contratto concluso.

Infatti, ai sensi dell'art. 1418, co. 1, c.c. il contratto è nullo per contrarietà a norme imperative "*salvo che la legge disponga altrimenti*"; tale inciso è da interpretarsi nel senso per cui la legge può anche prevedere un rimedio diverso rispetto a quello della nullità come nell'ipotesi in oggetto in cui il legislatore non ha previsto espressamente tale rimedio, diversamente dagli altri casi di cui *supra*⁴³⁷.

⁴³⁶ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26725, cit.

⁴³⁷ Iorio, *op. cit.*, 488. Si veda inoltre Cass., Sez. III, 5 aprile 2003, n. 5372, in *GI*, 2004, 1624 secondo cui "*nel sancire la nullità del*

Decisiva, sul punto, appare inoltre la circostanza che nei lavori preparatori della legge 28 dicembre 2005, n. 262, modificativa dell'art. 94 t.u.f., era stata originariamente prevista l'ipotesi di nullità relativa in caso di violazione da parte degli intermediari degli artt. 21 ss. t.u.f. e delle disposizioni del c.d. Regolamento Intermediari, disposizione successivamente eliminata nel testo definitivo.

Deve pertanto ritenersi che la violazione degli obblighi informativi nel caso di intermediazione mobiliare non determina la nullità del negozio stipulato; queste informazioni costituiscono infatti elementi estrinseci alla fattispecie negoziale, utili solo per valutare la convenienza dell'operazione.

In ogni caso rimane certamente l'obbligo risarcitorio fondato sulla responsabilità precontrattuale di cui all'art. 1337 c.c.⁴³⁸

Per quanto concerne invece il risarcimento, in materia precontrattuale, lo stesso è limitato al c.d. "interesse negativo" ovvero all'interesse del soggetto a non essere leso nell'esercizio della sua attività negoziale⁴³⁹.

contratto per contrasto con norme imperative, l'art. 1418 fa salvo il caso in cui "la legge disponga diversamente": ne consegue che tale nullità va esclusa sia quando risulta espressamente prevista una diversa forma di invalidità (es. annullabilità), sia quando la legge assicura l'effettività della norma imperativa con la previsione di rimedi diversi, quali la decadenza da benefici fiscali e creditizi".

⁴³⁸ Si veda sul punto Trib. di Vicenza, 29 gennaio 2009, in *www.ilcaso.it*.

⁴³⁹ Cass., Sez. II, 30 luglio 2004, n. 14539, in *FI*, 2004, I, 3009; Cass., Sez. III, 14 febbraio 2000, n. 1632, in *GI*, 2000, 2250. Bianca, *op. cit.*, 175; il danno conseguente alla lesione

Come sottolineato però dalla Corte di Cassazione⁴⁴⁰, quando il danno derivi da un contratto valido ed efficace (benché "sconveniente"), il risarcimento, pur non potendo essere commisurato al c.d. "interesse positivo"⁴⁴¹, non può

dell'interesse negativo si distingue da quello per lesione dell'interesse positivo quale interesse all'esecuzione del contratto. In quest'ultimo caso, infatti, il danno è rappresentato dalla perdita che il soggetto avrebbe evitato (danno emergente) nonché dal vantaggio economico che avrebbe conseguito se il contratto fosse stato eseguito (lucro cessante); il danno da interesse negativo consiste invece nel pregiudizio subito dal soggetto per aver inutilmente confidato nella conclusione o nella validità del contratto ovvero per aver stipulato un contratto che non sarebbe stato concluso o sarebbe stato concluso a condizioni diverse in assenza dell'ingerenza altrui (Bianca, *op. loc. cit.*). Il danno può comprendere in primo luogo le spese inutilmente sostenute per lo svolgimento della trattativa (si pensi alle spese di viaggio e alloggio nonché alle spese sostenute per predisporre l'adempimento della propria prestazione); in secondo luogo le perdite subite a causa del fallimento delle trattative (ad esempio il danno alla propria reputazione commerciale o la perdita di avviamento); infine la perdita delle favorevoli occasioni contrattuali sfuggite al contraente a causa dell'inutile trattativa o dell'inutile stipulazione del contratto (Afferni, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale*, Torino, 2008, 79; Cass., Sez. II, 27 ottobre 2006, n. 23289, in *GCM*, 2006, 10). A tal proposito il danneggiato sarà chiamato a dimostrare che l'inutile trattativa o l'inutile stipulazione del contratto gli hanno impedito di accettare un'offerta seria e particolarmente vantaggiosa ovvero che hanno ritardato il compimento dell'affare rispetto a quando vi era un prezzo di mercato maggiormente favorevole (Bianca, *op. cit.*, 176). Qualora infine si giunga comunque alla conclusione di un contratto valido, si veda quanto detto *infra* nel proseguo del presente paragrafo.

⁴⁴⁰ Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.

⁴⁴¹ Ovvero al pregiudizio derivante della mancata esecuzione del contratto posto in essere.

neppure essere determinato considerando solo l'interesse della parte vittima del comportamento non conforme a buona fede a non essere coinvolta nelle trattative; infatti, in questo caso, il contratto è stato validamente concluso, benché a condizioni diverse da quelle a cui lo stesso sarebbe stato stipulato in assenza del comportamento scorretto.

In questo caso il risarcimento deve essere informato al "minor vantaggio o al maggiore aggravio economico" determinato dal contegno sleale di una delle parti⁴⁴² qualora non si provino ulteriori danni connessi a tale comportamento "da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto"⁴⁴³.

D'altra parte, come evidenziato *supra*, la conclusione di un contratto valido ed efficace non è di ostacolo alla proposizione di un'azione risarcitoria fondata sulla violazione dell'art. 1337 c.c. o di obblighi specifici relativi alla condotta delle parti prima della conclusione del contratto.

Dopo la conclusione del contratto quadro⁴⁴⁴ la violazione dei doveri dell'intermediario assume i connotati di un vero e proprio inadempimento contrattuale.

La loro violazione, conseguentemente, può condurre alla risoluzione del contratto d'intermediazione finanziaria precedentemente stipulato quando sussistono i presupposti di cui all'art. 1455 c.c.

E' necessario, cioè, che l'inadempimento di una parte sia tale da rendere non più giustificata la controprestazione

⁴⁴² Cass., Sez. II, 16 agosto 1990, n. 8318, in *GCM*, 1990, 8.

⁴⁴³ Cass., Sez. I, 29 settembre 2005, n. 19024, cit.; si veda inoltre Cass., Sez. III, 29 marzo 1999, n. 2956, in *GI*, 2000, 1192.

⁴⁴⁴ Sul punto si veda quanto detto al Cap. III, § 4.3.

dell'altra poiché non viene più soddisfatto il suo interesse⁴⁴⁵.

Questo non consegue *automaticamente* alla trasgressione di un' obbligazione contrattuale o alla violazione di un'obbligazione di fonte legislativa.

Si pensi infatti alla vendita a rate: per poter chiedere la risoluzione del contratto non è sufficiente il mancato pagamento di una singola rata a condizione che non superi l'ottava parte del prezzo (art. 1525 c.c.).

Nello specifico, il principio di correttezza e di buona fede imposto dal legislatore nell'esecuzione del contratto quadro prescrive a ciascuna delle parti del rapporto obbligatorio di agire in modo da preservare gli interessi dell'altra; detto principio costituisce un dovere giuridico

⁴⁴⁵ Nello specifico emerge un principio di proporzionalità fra le prestazioni contrattuali. La recente giurisprudenza (Cass., Sez. II, 18 febbraio 2008, n. 3954, in *NGCC*, 2008, 821), al fine della sussistenza della gravità dell'inadempimento, impone l'accertamento del criterio soggettivo e di quello oggettivo: *“in primo luogo, il giudice, applicando un parametro oggettivo, deve verificare che l'inadempimento abbia inciso in misura apprezzabile nell'economia complessiva del rapporto (in astratto, per la sua entità e, in concreto, in relazione al pregiudizio effettivamente causato all'altro contraente), sì da creare uno squilibrio sensibile del sinallagma contrattuale; nell'applicare il criterio soggettivo, invece, il giudicante deve considerare il comportamento di entrambe le parti (un atteggiamento incolpevole o una tempestiva riparazione ad opera dell'una, un reciproco inadempimento o una protratta tolleranza dell'altra) che può, in relazione alla particolarità del caso, attenuare il giudizio di gravità nonostante la rilevanza della prestazione mancata o ritardata”*. La gravità dell'inadempimento, in linea con la ricostruzione della *causa in concreto*, deve accertarsi con riguardo all'economia generale del contratto e al concreto svolgimento del rapporto contrattuale (Iorio, *op. cit.*, 505).

autonomo a carico delle parti indipendentemente dall'esistenza di specifici obblighi contrattuali.

La sua violazione ne costituisce, di per sé, inadempimento potendo comportare il diritto di un parte, sussistendone le condizioni, a chiedere la risoluzione del contratto e l'obbligo dell'altra di risarcire il danno che ne sia derivato⁴⁴⁶.

La domanda di risoluzione del contratto presuppone la prova dell'importanza e della gravità dell'inadempimento cosicché è onere dell'investitore dimostrare in primo luogo l'inadempimento da parte dell'intermediario delle obbligazioni scaturenti dal contratto di negoziazione, dal t.u.f. e dalla normativa regolamentare; in secondo luogo il danno e il nesso di causalità fra questo e l'inadempimento⁴⁴⁷.

Questa valutazione deve essere operata attraverso la verifica che l'inadempimento abbia inciso in modo apprezzabile nella complessiva economia del rapporto, in astratto, per la sua entità e, in concreto, in relazione al pregiudizio effettivamente causato all'altro contraente⁴⁴⁸.

Il Giudice, nell'esaminare i comportamenti tenuti dagli intermediari nelle singole fattispecie, dovrà valutare l'importanza dell'inadempimento dell'intermediario, sia ai

⁴⁴⁶ Si veda Trib. di Vicenza, 29 gennaio 2009, cit.

⁴⁴⁷ App. Milano, 14 ottobre 2014, in *www.ilcaso.it*.

⁴⁴⁸ Trib. Genova, 14 febbraio 2008, in *www.ilcaso.it*. Secondo App. Milano, 15 aprile 2009, in *www.ilcaso.it*, deve ritenersi sussistente la responsabilità della banca che non abbia fornito all'investitore le dovute informazioni quanto alla rischiosità dei titoli (nello specifico l'istituto bancario evidenziava di non essere stato in possesso di tali informazioni in quanto, all'epoca, era assolutamente imprevedibile un *default* del Gruppo Cirio, circostanza smentita da una Circolare prodotta in giudizio).

fini dell' eventuale risoluzione del contratto, sia ai fini della condanna al risarcimento dei danni.

Non potrà inoltre prescindere dall'esame dell'entità del pregiudizio sofferto, dall'eventuale concorso di colpa del creditore (art. 1227 c.c.) e dalla verifica del nesso eziologico fra inadempimento e danno non potendo dirsi invertito l'onere della prova ai sensi dell'art. 23, co. 6, t.u.f.⁴⁴⁹

L'investitore dovrà quindi provare che il danno patito è conseguenza immediata e diretta della condotta colposa dell'intermediario e non, semplicemente, dell'andamento sfavorevole del mercato.

La gravità dello stesso deve essere valutata tenendo in considerazione la natura degli interessi tutelati; l'inadempimento non può considerarsi di "scarsa importanza" quando venga accertato che le violazioni compiute siano così gravi da compromettere completamente l'equilibrio del rapporto contrattuale ovvero quando, indipendentemente dal singolo rapporto obbligatorio instauratosi tra l'intermediario e l'investitore, ledano il fondamentale principio dell'integrità del mercato⁴⁵⁰.

⁴⁴⁹ Trib. Milano, 25 luglio 2005, cit.

⁴⁵⁰ Si veda sul punto Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 160; Trib. di Catania, 21 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*; Cass., Sez. II, 26 ottobre 1985, n. 5277, in *AC*, 1985, 153 che ha rilevato come "l'art. 1455 pone una regola di proporzionalità in virtù della quale la risoluzione del vincolo contrattuale è collegata unicamente all'inadempimento delle obbligazioni che abbiano notevole rilevanza nell'economia del rapporto, avuto riguardo sia all'esigenza di mantenere l'equilibrio fra prestazioni di uguale importanza nei contratti con prestazioni corrispettive, sia all'interesse dell'altra parte che non deve essere tanto inteso in senso subiettivo, in relazione alla stima che il creditore abbia

Quanto agli effetti, alla risoluzione del contratto conseguono sia quelli retroattivi che restitutori⁴⁵¹.

L'intermediario potrà domandare la restituzione degli strumenti finanziari precedentemente negoziati mentre l'investitore potrà richiedere la restituzione del capitale investito oltre alla richiesta di risarcimento dei danni.

Sul capitale di cui si chiede la restituzione, ai sensi dell'art. 2033 c.c., quando l'*accipiens* è in mala fede decorrono gli interessi legali dalla data del pagamento; invece il maggior danno deve essere provato dall'investitore il quale, nello specifico, dovrà dimostrare che, in assenza delle violazioni dell'intermediario, avrebbe impiegato il proprio denaro in modo più produttivo non effettuando quell'investimento⁴⁵².

Deve infine ammettersi, accogliendo la tesi dell'inadempimento contrattuale, la possibilità per il giudice di valutare, ai sensi dell'art. 1227 c.c., l'eventuale concorso di colpa del cliente.

Infatti benché il legislatore abbia voluto porre in essere norme finalizzate alla protezione dell'investitore che determinano una riduzione della rilevanza del suo comportamento, tuttavia può rilevarsi, anche d'ufficio, il comportamento colposo dell'investitore ogniqualvolta lo stesso costituisca una concausa dell'evento dannoso; da questo consegue che il giudice abbia facoltà di valutare l'imprudenza dell'investitore nell'acquisto di titoli di cui

potuto fare del proprio interesse violato, quanto in senso obiettivo, in relazione all'attitudine dell'inadempimento a turbare l'equilibrio contrattuale e a reagire sulla causa del contratto, e perciò sul comune intento negoziale".

⁴⁵¹ Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 166.

⁴⁵² Inzitari-Piccinini, *op. loc. cit.*

(colpevolmente) ignorava le caratteristiche e ridurre, pertanto, l'entità del danno⁴⁵³.

⁴⁵³ Trib. Biella, 12 luglio 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 25 luglio 2005, cit. Sul punto, inoltre, Inzitari-Piccinini, *op. cit.*, 161.

BIBLIOGRAFIA

Afferni, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale*, Torino, 2008.

Alpa, *Circolazione di valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari*, in *CorG*, 1987, 11, 1203.

Alpa, *Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina*, in *RCDP*, 1988, 359 ss.

Andò, *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari*, Milano, 2008.

Anelli, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, in *Soc.*, 2011, 411 ss.

Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014.

Auletta, *Appunti di diritto commerciale*, Napoli, 1946.

Balzarini, *Commento sub artt. 94 e 94 bis*, in Grippo (a cura di), *Commentario delle società, III*, Torino, 2009, 1792, nt. 9.

Balzarini, *La responsabilità da prospetto*, in *RCP*, 1988, 774.

Barassi, *Teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1963.

Barcellona, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009.

Bartolomucci, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *NGCC*, 2009, 440.

Belfiore, *Si può fare a meno del contratto quadro nei servizi di investimento?*, in *GM*, 2007, 1916.

Benatti, *Culpa in contrahendo*, in *CI*, 1987, 287.

Benatti, *Responsabilità precontrattuale*, in *EG*, XXVII, Roma, 1991, 8.

Benedetti, *Dal contratto al negozio unilaterale*, Milano, 1969.

Bessone, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002;

Bianca, *Diritto civile*, III, Milano, 2000.

Bianca, G. Patti, S. Patti, *Lessico di diritto civile*, Milano, 1995.

Bochicchio, *La figura del promotore finanziario*, in *DB*, 1995, I, 366.

Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000.

Bruno, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *BBTC*, 2008, 787.

Busnelli, *Itinerari europei nella “terra di nessuno” tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 1991, 553 ss.

Busnelli, *Nuove frontiere della responsabilità civile*, in *Jus*, 1976, 45 ss.

Calusi, *In tema di trattativa e responsabilità precontrattuale*, in *RTDPC*, 1956, 470 ss.

Caridi, *Danno e responsabilità da informazione la mercato secondario*, Milano, 2012, 78 ss.

Carnevali, *In tema di responsabilità da prospetto delle banche*, in *Corr. giur.*, 1989, 1003.

Carresi, *In tema di responsabilità precontrattuale*, 1965.

Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006.

Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976, 125.

Cattaneo, *Recensione a G. Ferrarini – La responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, 433.

Costi, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2014.

Cuffaro, *Responsabilità precontrattuale*, in *E.D.*, XXXIX, Milano, 1988, 1270.

D'Alfonso, *Responsabilità da prospetto informativo*, Napoli, 2002.

D'Amico, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 2006.

D'Aquino, *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario. Parte II: valutazione di adeguatezza e di appropriatezza. Conflitti di interesse ante e post MiFID. Informazioni per i prodotti non negoziati nei mercati regolamentati. Obbligo di monitoraggio dei titoli acquistati dal cliente*, in *GM*, 7-8, 2012, 1745 ss.

D'arcangelo, *Il contratto normativo*, in http://www.utilla.it/BancaDati/Il_contratto_nornativo-S2L B0010001027-Utet.aspx.

D'Ovidio, *Appunti in tema di responsabilità da prospetto delle banche*, in *Impresa e commercio internazionale*, 1999, 801 ss.

De Poli, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002.

Dell'Aquila, *La correttezza nel diritto privato*, Milano, 1980.

Della Negra, *Tutela dell'affidamento e dichiarazioni precontrattuali*, in *Contr.*, 2013, 177.

Dellacasa, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *DR*, 2005, 1242.

Di Majo, *Delle obbligazioni in generale*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1988, 431.

Di Majo, *Garanzia e inadempimento della vendita di beni di consumo*, in *Europa dir. priv.*, 2002, 2.

Facci, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009.

Ferrara, *Gli imprenditori e le società*, Milano, rist. 1980, n. 167.

Ferrarini, *La responsabilità da prospetto*, Milano, 1986.

Fiorio, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *GI*, 2004, 2129.

Fiorio, *Società per azioni costituzione e finanziamento*, in *Cottimo-Sarale (a cura di)*, Torino, 2013, 908 ss.

Fioruzzi, De Nardis, Puppini, *Il Testo Unico della finanza, sub art. 94*, Torino, 2012.

Forchielli, *Offerta al pubblico*, in *NN.D.I.*, XI, Torino, 1965, 763.

Franzoni, *La responsabilità precontrattuale è, dunque, ... "contrattuale"?*, in *DR*, 2014, 8-9, 785.

Fratini, *Diritto dei mercati finanziari*, Bari, 2013.

Frè – Sbisà, *Società per azioni*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1997, 870.

Fré, *Società per azioni*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1972, 118.

G. Patti, S. Patti, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard. Artt. 1337-1342*, Milano, 1993.

Galgano, *Delle persone giuridiche*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 2006.

Galgano, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *CI*, 2005, 890.

Galgano, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *CI*, 2008, 3.

Galgano, *La società per azioni. Le altre società di capitali. Le società cooperative*, Bologna, 1978.

Galgano-Zorzi, *Tipologia dei contratti tra intermediario e risparmiatore*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Milano, 2006.

Gallo, *Asimmetrie informative e dovere di informazione*, in *RDC*, 2007, 5, 647.

Giacobbe, *Professioni intellettuali*, in *ED*, 1987, 1084.

Gioia, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011.

Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.

Grisi, *L'obbligo precontrattuale d'informazione*, Napoli, 1990.

Guadagno, *Violazione degli obblighi di informazione dell'attività di intermediazione finanziaria: quali rimedi?*, in *NGCC*, 2007, 550.

Guerinoni, *Contratti di investimento e responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2010.

Jacur, *La responsabilità da prospetto*, in http://www.economia.unimib.it/DATA/PERSONALE/segr.I UDICA/hotfolder/10/resp_prospetto.pdf

Inzitari, *La forma e le patologie dei contratti bancari*, in http://www.csm.it/quaderni/quad_94/qua_94_21.pdf.

Inzitari-Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008.

Iorio, *Corso di diritto privato*, Torino, 2014.

Irti, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998.

Iudica, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Trento, 2011.

Jaeger, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, 283 ss.

La Rocca, *L' "obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti" in Cassazione*, in www.ilcaso.it.

La Rocca, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011.

Lobuono, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Profili di tutela civile nei servizi di investimento*, Napoli.

Lucarelli, *Solidarietà e autonomia privata*, Napoli, 1970.

Lucchini Guastalla, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari*, in *RCP*, 2005, 2.

Luminoso, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di rappresentanza*, Milano, 2004, 50.

Luminoso, *La compravendita*, Torino, 2003.

Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *CI*, 4-5, 2009, 911.

Macchiavello, *La responsabilità da prospetto tra creazione, interpretazione e lacune*, in www.giuri.unige.it.

Macioce, voce *Ufficio (dir.priv.)*, in *Enc.dir.*, Milano, 1992.

Maffeis, *“Equo trattamento” e cura dell’interesse nella prestazione dei servizi di investimento*, in www.ilcaso.it.

Maffeis, *Contro l’interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *RDC*, 2007, 71 ss.

Maffeis, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l’estensione del modello al credito dei consumatori*, in *Contr.*, 2005, 14.

Maffeis, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in <http://www.ilcaso.it/opinioni/158-maffeis-18-07-09.pdf>.

Mantovani, *Trattative e responsabilità precontrattuale*, in *Commentario del codice civile, artt. 1321-1349*, Navarretta Orestano (a cura di), Torino, 2011.

Mazzeo, *La responsabilità da prospetto*, in *LRC*, 2007, 6, 571ss.

Mazzini, *L’ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell’intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *DB*, 2008, 719.

Mengoni, *Profili di una revisione della teoria sulla garanzia per i vizi nella vendita*, in *Studi in onore di Alfredo De Gregorio*, II, Città di castello, 1953, 153.

Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *RDCo*, 1956, II, 362.

Messineo, *Contratto (dir. priv.)*, in *ED*, IX, Milano, 1961, 857.

Messineo, *Il contratto*, in *Tratt. Cicu, Messineo*, Milano, 1968, 365.

Minervini, *Gli amministratori di S.p.A.*, Milano, 1956, 367 ss.

Minervini, *Note in tema di responsabilità degli amministratori di società per azioni - artt. 2394 e 2395 cod. civ.*, in *RDCo*, 1954, I, 221.

Monateri, *Le fonti delle obbligazioni. La responsabilità civile*, in *Tratt. Sacco*, III, Torino, 1998, 92 ss.

Montecchiarì, *La responsabilità della banca per false informazioni da prospetto*, in *VN*, 1994, 2, 946 ss.

Onado, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000.

Paralupi, *Responsabilità civile da prospetto: informazione e danno ingiusto*, in *Riv. dir. comm.* 2001, 583.

Perlingieri, *L'informazione come bene giuridico*, in *RaDC*, 1990, 326 ss.

Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 66.

Perrone, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *RS*, 2005, 1018.

Piazza, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari “inadeguati” al profilo del risparmiatore*, in *CorG*, 2005, 1028.

Portale, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *BBTC*, 1982, 3 ss.

Rescigno, *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011.

Rescigno, *Obbligazioni*, in *E.D.*, XXIX, Milano, 1979, 142 ss.

Romano, *Buona fede*, in *E.D.*, V, Milano, 1959, 677.

Roppo, *Il contratto*, Milano, 2011.

Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & Tango bond)*, in *DR*, 2005, 628.

Rossi, *Correttezza precontrattuale e sollecitazione all'investimento*, Napoli, 2007.

Rovelli, *Il contratto in generale*, in *Trattato di diritto privato*, XIII, II, 358-359.

Rubino, *La fattispecie e gli effetti giuridici preliminari*, Milano, 1939.

- Sacco, *Il contratto*, in *Tratt. Vassalli*, VI, Torino, 1975, 676.
- Salafia, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Milano, 2007, 145.
- Salamone, *Unità e pluralità nella nozione di strumento finanziario*, Milano, 1995.
- Salvi, *La responsabilità civile*, Milano, 2005.
- Sangiovanni, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *GM*, 2010, 886.
- Sangiovanni, *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob*, in *RC*, 2011, 12, 852.
- Santoro, *La responsabilità da contatto sociale*, Milano, 2012.
- Sapelli, *Giochi proibiti. Enron e Parmalat capitalismi a confronto*, Milano, 2004.
- Sartori, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in www.ilcaso.it.
- Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011.
- Sartori, *La responsabilità da prospetto informativo*, in www.dirittobancario.it.

Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2002.

Scalisi, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *RDC*, 1994, 193.

Scalisi, *Il diritto europeo dei rimedi: invalidità e inefficacia*, in *RDC*, 2007, 843;

Scognamiglio, *Dei contratti in generale*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1970, 191.

Scorza, *I consorzi bancari di collocamento titoli*, in Portale (a cura di), *Le operazioni bancarie*, II, Milano, 1978, 1127 ss.

Torrente, Schlesinger, *Manuale di diritto privato*, Milano, 502.

Ubertazzi, *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Padova, 2008.

Valongo, *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Milano, 2012.

Valsania, *La madre di tutte le truffe contabili: lo scandalo Enron 12 anni dopo*, in <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-12-02/la-madre-tutte-truffe-contabili-scandalo-enron-12-anni-dopo-213603.shtml?uuid=AB9PkRh>.

Vignudelli, *Diritto costituzionale*, Torino, 2010.

Vigotti, *La responsabilità precontrattuale*, in Alpa-Bessone, *La responsabilità civile*, Torino, 1987.

Vigotti, *La responsabilità precontrattuale*, in *NGCC*, 1986, II, 175.

Visentini, *La teoria della personalità giuridica ed i problemi della società per azioni*, in *RS*, 1999, 112.

Visintini, *La reticenza come causa di annullamento del contratto*, in *RDC*, 1972, 179.

Vulpetti, *Sindacato finanziario* (voce), in *ED*, XLII, Milano, 1990, 693 ss.

Zeno-Zencovich, *Cosa*, in *Digesto, sez. civ.*, IV, Torino, 1989, 455.