Class action e tutela contrattuale degli investitori

Valerio Sangiovanni

Avvocato, Rechtsanwalt e Dottore di ricerca in Diritto commerciale

SINTESI

a) L'azione di classe e gli investitori

L'art. 140 *bis* c. cons. disciplina per la prima volta nel nostro ordinamento l'azione di classe. In questo articolo cercheremo di capire se, e con quali particolarità, tale class action è applicabile alle controversie di cui sono parte gli investitori. È quasi superfluo ricordare che, negli ultimi anni, vi è stato un abbondante contenzioso fra clienti e intermediari finanziari, legato soprattutto all'inosservanza delle norme di comportamento; si tratta di comprendere se l'azione di classe costituisce uno strumento che può utilmente sostituire, in futuro, le azioni individuali in questa area del diritto.

b) L'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione della disposizione

Nell'articolo s'individua la legittimazione attiva (in capo all'investitore-consumatore) all'azione di classe, dovendosi sottolineare che il contenzioso in materia di derivati è escluso dall'ambito di applicazione della disposizione. Per quanto riguarda la legittimazione passiva, essa può riguardare l'emittente oppure i soggetti abilitati. Si analizzano poi le tipologie di diritti che si possono far valere mediante l'azione di classe.

c) La casistica delle possibili azioni di classe

Alcune fattispecie si prestano all'esercizio di azioni di classe nei confronti di emittenti e soggetti abilitati. Con riferimento agli emittenti viene in considerazione soprattutto la possibilità di far valere la responsabilità da prospetto. Più ampio è lo spettro di possibili azioni nei confronti degli intermediari finanziari: possono essere fatte valere l'assenza di forma scritta del contratto e l'assenza del contenuto minimo del contratto nonché la violazione dei doveri informativi e della regola di adeguatezza.

» SOMMARIO

1. Le nozioni di «consumatore» e di «investitore» (legittimazione attiva) **– 2.** Le nozioni di «impresa» e «produttore» (legittimazione passiva) **– 3.** Le caratteristiche dei diritti tutelabili mediante l'azione di classe **– 4.** I diritti contrattuali (art. 140 *bis*, 2° co., lett. a, c. cons.) e la responsabilità del produttore (lett. b) **– 5.** L'assenza della forma scritta del contratto d'intermediazione finanziaria **– 6.** L'assenza del contenuto minimo del contratto d'intermediazione **– 7.** L'inosservanza dei doveri informativi dell'intermediario finanziario **– 8.** La valutazione dell'adeguatezza (artt. 39 e 40, Reg. Consob n. 16190/2007)

1. Le nozioni di «consumatore» e di «investitore» (legittimazione attiva)

Nel trattare dell'applicabilità dell'azione di classe all'area dei mercati finanziari, il primo passaggio è quello di stabilire se gli investitori rientrino fra i soggetti cui la legge riconosce la possibilità di avvalersi di tale strumento(1). Secondo il dato testuale «i diritti individuali omogenei dei consumatori e degli utenti di cui al comma 2 sono tutelabili anche attraverso l'azione di classe, secondo le previsioni del presente articolo» (art. 140 *bis*, 1° co., c. cons.)(2). Dal punto di vista soggettivo la disposizione si riferisce dunque a consumatori e utenti. Ai sensi della definizione legislativa per consumatore o utente s'intende «la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta» (art. 3, lett. a, c. cons.). «Consumatore» deve considerarsi sinonimo di «utente».

Già sulla base di questa definizione, l'utilità della nuova azione di classe nella protezione degli investitori si riduce. Bisogna difatti escludere dal campo di applicazione della disposizione tutti i soggetti che non possono qualificarsi come consumatori. In par-

(1) Fra i più recenti contributi che si occupano dell'azione di classe cfr. Camilletti, *Il nuovo art. 140-*bis *del Codice del consumo e l'azione di classe*, in *Contr.*, 2009, 1179 ss.; C. Consolo, *Come cambia, rivelando ormai a tutti e in pieno il suo volto, l'art. 140-*bis *e la* class action *consumeristica*, in *Corriere giur.*, 2009, 1297 ss.; De Santis, *L'azione di classe a tutela dei consumatori*, in *La nuova* class action, a cura di Chinè e Miccolis, 2ª ed., Roma, 2010, 105 ss.; Fantetti, *La "nuova"* class action, in *Resp. civ.*, 2009, 997 ss.; Galletto, *L'azione di (seconda) classe (Considerazioni sul novellato art. 140* bis *del Codice del Consumo)*, in *Nuova giur. comm.*, 2009, II, 539 ss.; Riccio, *sub* art. 140 *bis*, in *Codice del consumo*, a cura di Rolli, 2ª ed., Piacenza, 2010, 783 ss.; Santangeli e Parisi, *Il nuovo strumento di tutela collettiva risarcitoria: l'azione di classe dopo le recenti modifiche all'art. 140-*bis *cod. cons.*, in *www.judicum.it*; Tedioli, Class action *all'italiana atto secondo: un cantiere ancora aperto*, in *Obbl. e contr.*, 2009, 998 ss. In chiave comparata v. Macario e Stazi, *L'azione collettiva risarcitoria: profili di diritto comparato*, in *Riv. dir. privato*, 2009, 65 ss.

(2) In generale sul codice del consumo cfr. i contributi di Gentili, *Codice del consumo ed* esprit de géométrie, in *Contr.*, 2006, 159 ss.; Al. Palmieri, *Arriva il codice del consumo: riorganizzazione (tendenzialmente) completa tra addii ed innovazioni*, in *Foro it.*, 2006, V, 77 ss.; F. Addis, *Il "codice" del consumo, il codice civile e la parte generale del contratto*, in *Obbl. e contr.*, 2007, 872 ss.; e in *Studi in onore di Davide Messinetti*, a cura di Ruscello, Napoli, 2008, 15 ss.

ticolare le persone giuridiche non rientrano nella definizione legislativa e non possono dunque assumere la qualità di legittimate attive all'azione di classe.

Questa precisazione è importante in quanto una significativa categoria di controversie che ha interessato gli investitori negli ultimi anni ha avuto per oggetto i contratti derivati(3). Sul mercato italiano questi contratti sono stati venduti prevalentemente a società (e, a dir la verità, anche a enti pubblici), e solo raramente a persone fisiche non esercenti attività d'impresa. Ne consegue che le future liti aventi a oggetto contratti derivati – per mancanza di legittimazione attiva delle società – dovranno continuare a essere avviate singolarmente, mentre non si potrà utilizzare lo strumento dell'azione di classe.

Una breve digressione può aiutare a capire quali siano le controversie cui ci stiamo riferendo. Il presupposto per l'utilizzo dei contratti derivati è la situazione d'indebitamento in cui si trovano le imprese. Le società possono essere indebitate a tasso fisso oppure a tasso variabile. Nel primo caso il rischio è più facilmente gestibile, nel senso che è sufficiente che l'impresa abbia flussi di cassa in entrata stabili per restituire il finanziamento. Nell'ipotesi invece di tasso variabile, l'impresa può sì godere del beneficio di tassi bassi per certi periodi di tempo, ma può andare poi incontro a difficoltà nel restituire il finanziamento quando i tassi aumentano. I contratti derivati servono a gestire il rischio di un aumento dei tassi d'interesse. Tali contratti non sono però in grado di coprire tutti i rischi e certi andamenti dei tassi possono, invece che ridurre, incrementare l'indebitamento delle imprese. Nei casi in cui l'indebitamento diventa eccessivo (e difficilmente sostenibile per le società), viene talvolta tentata la carta dell'azione giudiziaria nei confronti dell'intermediario finanziario.

Le relative azioni giudiziarie hanno spesso a oggetto la contestazione dell'inosservanza delle norme di comportamento degli intermediari finanziari. A ciò gli intermediari oppongono frequentemente l'eccezione che gli investitori hanno sottoscritto una dichiarazione in cui auto-certificano di essere operatori qualificati. Buona parte del contenzioso si è pertanto concentrato sulla validità di tale dichiarazione(4). In materia è intervenuta recentemente la Corte di Cassazione affermando che, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario in valori mobiliari, la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante, che la società disponga della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari – pur non costituendo una dichiarazione confessoria, in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo – esonera l'intermediario stesso dall'obbligo di ulteriori verifiche sul punto e, in carenza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, può costituire argomento di prova che il giudice – nell'esercizio del suo discrezionale potere di valutazione del materiale probatorio a propria disposizione e apprezzando il complessivo comportamento extraprocessuale e processuale delle parti – può porre a base della propria decisione, anche come unica e sufficiente fonte di prova in difetto di ulteriori riscontri, per quanto riguarda la sussistenza in capo al soggetto che richieda di compiere operazioni nel settore dei valori mobiliari dei presupposti per il riconoscimento della sua natura di operatore qualificato(5).

Senza necessità di ulteriori approfondimenti, ai nostri fini è sufficiente rilevare che una delle parti del contenzioso sui derivati è nella quasi totalità dei casi un'impresa, con l'effetto che le disposizioni sull'azione di classe non possono trovare applicazione.

La mancanza della qualità di consumatore può peraltro verificarsi anche al di fuori del contesto dei contratti derivati. Nulla vieta alle imprese di concludere un contratto d'intermediazione finanziaria e, in base a esso, di porre in essere operazioni d'investimento. Qualora dovessero sorgere contestazioni relativamente a tali contratti, le società coinvolte dovranno però agire in giudizio singolarmente e non potranno avvalersi del nuovo strumento dell'azione di classe.

Sempre sul lato soggettivo, si noti infine che la legge prevede espressamente che l'azione di classe debba interessare una «pluralità» di consumatori e utenti.

2. Le nozioni di «impresa» e «produttore» (legittimazione passiva)

Con riferimento alla legittimazione passiva all'azione di classe, il soggetto che può essere convenuto in giudizio è un'impresa (ciò si desume dal testo dell'art. 140 *bis*, 2º co., lett. a, c. cons., che fa – appunto – riferimento a una «impresa»). Nel codice del consumo non si rinviene la nozione di «impresa». Tale testo normativo fa invece riferimento alle diverse figure del «professionista»(6) e del «produttore». A dire il vero nemmeno il codice civile definisce l'«impresa», quanto piuttosto l'«imprenditore», che – ai sensi dell'art. 2082 c.c. – è «chi esercita professionalmente una attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi».

Nel contesto dei mercati finanziari, alla nozione di impresa possono essere ricondotte due figure: gli emittenti gli strumenti finanziari e i soggetti abilitati. Di ambedue queste figure si rinvengono definizioni legislative. Per emittenti quotati s'intendono «i

(3) Fra i numerosi lavori in materia di contratti derivati cfr. in particolare *Derivati e* swap. *Responsabilità civile e penale*, a cura di Sirotti Gaudenzi, Santarcangelo di Romagna, 2009; De Iuliis, *Principi di diritto del mercato finanziario*, Torino, 2008, 91 ss.; Fantetti, *I derivati: obblighi informativi e negoziazione di prodotti finanziari*, in *Dir. e prat. soc.*, 2009, 11, 53 ss.; Piras, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, 2219 ss.; Salatino, *La diffusione dei contratti di* swap *nella prassi commerciale italiana: un nuovo scandalo finanziario*, in *Nuova giur. comm.*, 2010, II, 116 ss.; V. Sangiovanni, *Conclusione di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Soc.*, 2010, 26 ss.; Id., *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. comm.*, 2010, II, 39 ss.; Id., *I contratti di* swap, in *Contr.*, 2009, 1133 ss.; Id., *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giur. di Merito*, 2009, 1516 ss.; Sirotti Gaudenzi, *Il contratto di* swap*: aspetti civilistici e responsabilità degli intermediari*, in *Foro padano*, 2009, II, 51 ss.; Tarolli, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i* credit derivatives, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.

(4) Sul contenzioso in materia di operatore qualificato cfr. in particolare Salatino, *Contratti di* swap*. Dall'"operatore qualificato" al "cliente professionale": il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 201 ss.; V. Sangiovanni, *Contratti derivati e dichiarazione del rappresentante legale*, in *Corriere merito*, 2008, 41 ss.; Id., *Contratto di* swap *e nozione di operatore qualificato*, in *Contr.*, 2007, 1093 ss.

(5) Cass., 26.5.2009, n. 12138, in *Contr.*, 2009, 869 ss., con nota di Autelitano, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*; in *Corriere giur.*, 2009, 1611 ss., con nota di Sesta, *L'operatore qualificato del regolamento Consob arriva in Cassazione*; in *Danno e resp.*, 2009, 1067 ss., con nota di V. Sangiovanni, *La Cassazione si pronuncia sulla nozione di operatore qualificato del regolamento Consob*; in *Foro it.*, 2010, I, 121 ss., con nota di La Rocca, *Gli «operatori qualificati» in Cassazione: un altro capitolo del difficile rapporto della Suprema Corte con il diritto privato del mercato finanziario*; in *Giur. it.*, 2009, 2711 ss., con nota di Aiello; in *Riv. trim. dir. economia*, 2009, II, 115 ss., con nota di Brescia Morra, *I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di* swap *dichiarando di essere operatori qualificati*; in *Soc.*, 2010, 308 ss., con note di Micciché e Tatozzi e di Magno e Dodaro.

(6) Per «professionista» s'intende «la persona fisica o giuridica che agisce nell'esercizio della propria attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale, ovvero un suo intermediario» (art. 3, lett. c, c. cons.).

soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani» (art. 1, 1º co., lett. w, t.u.f.). Per «soggetti abilitati» s'intendono «le SIM, le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia, le imprese di investimento extracomunitarie, le SGR, le società di gestione armonizzate, le SICAV nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario e le banche italiane, le banche comunitarie con succursale in Italia e le banche extracomunitarie, autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento» (art. 1, 1º co., lett. r, t.u.f.).
Legittimato passivo di un'azione di classe può essere, oltre all'impresa, un «produttore» (così l'art. 140 *bis*, 2º co., lett. b, c. cons.). Il produttore viene definito dal codice del consumo nel modo che segue: «il fabbricante del bene o il fornitore del servizio, o un suo intermediario, nonché l'importatore del bene o del servizio nel territorio dell'Unione europea o qualsiasi altra persona fisica o giuridica che si presenta come produttore identificando il bene o il servizio con il proprio nome, marchio o altro segno distintivo» (art. 3, lett. d, c. cons.). Vi è allora da chiedersi se gli emittenti e i soggetti abilitati possano farsi rientrare nella categoria del «produttore». A me pare che a questa domanda possa darsi risposta positiva. L'emittente emette gli strumenti finanziari (tipicamente azioni o obbligazioni) che vengono poi «collocati» (= venduti) agli investitori e può essere equiparato al «fabbricante del bene». I soggetti abilitati invece possono essere considerati «fornitori del servizio».

3. Le caratteristiche dei diritti tutelabili mediante l'azione di classe

La legge specifica che i diritti dei consumatori e degli utenti azionabili mediante l'azione di classe devono essere «individuali». Un diritto è individuale quanto vi è un unico titolare del medesimo, legittimato – secondo le regole generali – ad agire in giudizio da solo per far valere le proprie ragioni. La caratteristica dell'azione di classe è che una pluralità di diritti individuali viene fatta valere nello stesso processo. Si tratta di una pluralità di diritti individuali che trovano origine nella condotta illecita di un'impresa, idonea a ledere una pluralità di tali diritti.
Altra caratteristica dei diritti che si possono far valere mediante l'azione di classe è che essi devono essere «omogenei». Non è chiaro che cosa intenda il legislatore con l'utilizzo dell'espressione «omogeneità». Il dato letterale parrebbe indicare che si deve trattare di diritti «simili», ma non necessariamente «identici». Diritti omogenei sono tipicamente diritti che hanno una fonte unitaria, ad esempio un unico contratto standard sottoscritto da più consumatori di cui più soggetti chiedono la declaratoria d'invalidità. Tuttavia questa prospettiva (secondo cui «omogeneo» è qualcosa di diverso da «identico») sembra confutata da quanto dispone l'art. 140 *bis*, 6º co., c. cons. Questa disposizione, difatti, impone di dichiarare inammissibile la domanda, fra gli altri casi, quando il giudice non ravvisa «l'identità» dei diritti individuali. Bisogna peraltro dire che sulla «identità» dei diritti che vengono fatti valere mediante l'azione di classe sussiste un controllo giudiziario già nelle fasi iniziali della controversia. Infatti, con l'ordinanza con cui ammette l'azione il tribunale, fra le altre cose, «definisce i caratteri dei diritti individuali oggetto del giudizio, specificando i criteri in base ai quali i soggetti che chiedono di aderire sono inclusi nella classe o devono ritenersi esclusi dall'azione» (art. 140 *bis*, 9º co., c. cons.). Spetta dunque all'autorità giudiziaria definire i tratti che fanno ritenere identici certi diritti, almeno ai fini dell'inserimento in una certa classe.
Grande importanza riveste poi la specificazione fatta dalla legge che i diritti individuali omogenei dei consumatori sono tutelabili «anche» attraverso l'azione di classe. Rimane dunque ferma la possibilità di agire individualmente in giudizio. Questa possibilità svanisce in caso di adesione all'azione di classe, prevedendo espressamente la legge che «l'adesione comporta rinuncia a ogni azione restitutoria o risarcitoria individuale fondata sul medesimo titolo» (art. 140 *bis*, 3º co., c. cons.).
Con riferimento alle conclusioni che l'attore deve indicare nella domanda, la legge prevede che si possano chiedere – mediante l'azione di classe – il risarcimento del danno e le restituzioni. In questo modo sono comprese nell'ambito di applicazione della class action le azioni che vengono comunemente proposte nel contesto dei mercati finanziari. In particolare nell'area dell'intermediazione finanziaria le richieste tipiche degli attori sono la condanna al risarcimento del danno oppure la dichiarazione di annullamento, nullità o risoluzione del contratto (rimedi restitutori).

4. I diritti contrattuali (art. 140 *bis*, 2º co., lett. a, c. cons.) e la responsabilità del produttore (lett. b)

La legge prevede che «l'azione tutela: a) i diritti contrattuali di una pluralità di consumatori e utenti che versano nei confronti di una stessa impresa in situazione identica, inclusi i diritti relativi a contratti stipulati ai sensi degli articoli 1341 e 1342 del codice civile» (art. 140 *bis*, 2º co., lett. a, c. cons.).
I diritti tutelabili devono essere «contrattuali». Da questo aggettivo si desume che, al fine di poter avviare l'azione di classe, deve sussistere un contratto fra il consumatore e l'impresa.
Nella materia specifica dei mercati finanziari è utile distinguere fra la posizione dell'emittente e quella dell'intermediario. L'emittente pubblica un prospetto sulla base del quale vengono emessi gli strumenti finanziari, che vengono infine collocati presso il pubblico (cfr. gli artt. 94 ss. t.u.f.)(7). Si tratta di capire se fra l'emittente e gli investitori venga ad esistenza un contratto. La questione ha in questo contesto un importante significato pratico, in quanto in caso affermativo può essere intentata l'azione di classe, in caso negativo non può essere fatto (salvo che si qualifichi l'emittente come produttore). Pur nella consapevolezza della complessità del problema, a me pare che – con l'adesione

(7) In tema di prospetto e di offerta al pubblico cfr., fra i tanti, Accettella, *Rivendita di obbligazioni collocate presso investitori professionali in assenza di prospetto informativo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 454 ss.; Bertolini, *Negoziazione degli strumenti finanziari in* Grey Market *e violazione della disciplina sulla sollecitazione all'investimento*, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, 2096 ss.; S. Bruno, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 785 ss.; Cugnasco, *L'offerta al pubblico di strumenti finanziari: alcune riflessioni sul D.Lgs. n. 51/2007 di recepimento della Direttiva Prospetto*, in *Soc.*, 2008, 803 ss.; Franza, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *Contr.*, 2009, 74 ss.; Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da Visintini, II, Padova, 2009, 793 ss.; V. Sangiovanni, *Commento all'art. 94 TUF*, in *Commentario breve al diritto dei consumatori*, a cura di De Cristofaro e Zaccaria, Padova, 2010, 1590 ss.; Id., *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. di Merito*, 2010, 880 ss.; Id., *Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell'art. 100* bis *TUF*, in *Giur. it.*, 2008, 2889 ss.; Id., *Mancata pubblicazione del prospetto e risarcimento del danno nel nuovo art. 100*-bis *TUF*, in *Danno e resp.*, 2008, 965 ss.; Viglione, *Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio*, in *Leggi civ. comm.*, 2008, 43 ss.; Id., *Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100* bis *T.U.F.: quale tutela per l'investitore non professionale?*, in *Contratto e impresa*, 2008, 55 ss.

all'offerta contenuta nel prospetto – si realizzi un'accettazione di tale offerta e venga così posto in essere un contratto.
Con riferimento ai soggetti abilitati è fuori di dubbio che sussista un contratto fra essi e gli investitori. Si tratta del contratto d'intermediazione finanziaria disciplinato dall'art. 23 t.u.f. Ne consegue che i diritti dei consumatori sono contrattuali e, sotto questo profilo, possono essere fatti valere mediante l'azione di classe.
Il legislatore fa poi bene a richiamarsi espressamente ai contratti conclusi ai sensi degli artt. 1341 e 1342 c.c. Come è noto, tale disposizioni disciplinano rispettivamente le condizioni generali di contratto e i contratti conclusi mediante moduli o formulari. Tipicamente nei rapporti fra imprese e consumatori non vi è negoziazione del contratto. Il testo contrattuale viene predisposto dalla controparte e accettato *in toto* dall'utente-investitore, il quale si limita ad aderire al contratto medesimo. Se questa è la prassi, l'azione di classe può in particolare essere utilizzata per ottenere la declaratoria di inefficacia di clausole che non siano state specificamente approvate per iscritto ai sensi dell'art. 1341, 2º co., c.c. Si noti tuttavia che il richiamo legislativo agli artt. 1341 e 1342 c.c. non significa che l'azione di classe non si applichi a casi diversi. La legge dice espressamente «inclusi» tali diritti, lasciando trasparire come anche diritti diversi possano essere fatti valere mediante la class action. L'azione di classe può così trovare applicazione, almeno astrattamente, anche quando il contratto è stato specificamente negoziato fra le parti. Dal punto di vista pratico, tuttavia, quando vi è stata negoziazione individuale è più difficile che vi sia quella omogeneità di diritti richiesti dalla legge, risulta cioè difficoltoso che all'azione possano aderire numerose persone. Come però detto, la prassi vede quasi sempre l'utilizzo di contratti predisposti dall'impresa, si realizza cioè una condizione ideale per l'azione di classe.
L'art. 140 *bis*, 2º co., lett. a, c. cons. non menziona invece la possibilità di far valere la responsabilità extracontrattuale nei confronti delle imprese. Non è facile capire la *ratio* di questa esclusione (o meglio: «mancata previsione»). Può darsi che abbiano giocato un ruolo valutazioni di ordine politico miranti a escludere un eccessivo potere dei consumatori. La *ratio* dell'esclusione potrebbe in ipotesi essere individuata nel fatto che, in caso di responsabilità extracontrattuale, normalmente non vi è un alto numero di soggetti che si trovano nella stessa posizione nei confronti di un'impresa: l'atto illecito viene compiuto nei confronti di una sola persona e sarà questi che dovrà agire in giudizio singolarmente nei confronti dell'impresa. La situazione è diversa nel caso di contratti standardizzati: proprio la standardizzazione implica che tali contratti siano conclusi da un elevato numero di consumatori. Questa possibile giustificazione in realtà convince solo in parte, in quanto può ben capitare che un unico fatto generi la responsabilità extracontrattuale di un'impresa nei confronti di un alto numero di soggetti.
L'analisi che stiamo conducendo non può però limitarsi a quanto dispone la lett. a, art. 140 *bis*, 2º co., c. cons. Volgendo difatti l'attenzione alla successiva lett. b, si nota che la possibilità di far valere mediante l'azione di classe la responsabilità extracontrattuale non è affatto esclusa. Questa disposizione statuisce la possibilità di far valere l'azione di classe nei confronti del produttore; letteralmente tale azione tutela «i diritti identici spettanti ai consumatori finali di un determinato prodotto nei confronti del relativo produttore, anche a prescindere da un diretto rapporto contrattuale».
Abbiamo visto sopra come non sia implausibile che l'emittente di strumenti finanziari e l'intermediario possano essere qualificati come produttori ai fini del codice del consumo. L'art. 140 *bis*, 2º co., lett. b, c. cons. potrà peraltro trovare applicazione agli investitori solo se, anche nel contesto dei mercati finanziari, sia individuabile un «prodotto». La legge fornisce una definizione di prodotto: «qualsiasi prodotto destinato al consumatore, anche nel quadro di una prestazione di servizi, o suscettibile, in condizioni ragionevolmente prevedibili, di essere utilizzato dal consumatore, anche se non a lui destinato, fornito o reso disponibile a titolo oneroso o gratuito nell'ambito di un'attività commerciale, indipendentemente dal fatto che sia nuovo, usato o rimesso a nuovo» (art. 3, lett. e, c. cons.). Nel contesto dei mercati finanziari «prodotto» sono gli strumenti finanziari che vengono acquistati dal cliente.
Sulla base di questa analisi si può affermare che, almeno teoricamente, emittenti e intermediari potrebbero essere convenuti in giudizio mediante l'azione di classe anche per fare accertare la loro responsabilità extracontrattuale. Nella prassi, tuttavia, è probabile che risulterà predominante il lato contrattuale, attesa la tipologia di rapporti intercorrenti fra emittenti e intermediari, da un lato, e investitori, dall'altro.
Nel prosieguo passeremo in rassegna le principali tipologie di contenzioso in materia di intermediazione finanziaria, quali emergenti dalla prassi degli ultimi anni, e cercheremo di capire se, e con quali particolarità, azioni simili potranno essere proposte negli anni a venire mediante l'azione di classe. In particolare l'esame della giurisprudenza edita mostra che il contenzioso fra investitori e intermediari finanziari si è concentrato prevalentemente:
1) sulla mancanza di forma scritta del contratto d'intermediazione (o sull'insufficienza del suo contenuto) e
2) sulla inosservanza delle diverse norme di comportamento previste da legge e regolamento([8]).

([8]) La materia delle norme di comportamento degli intermediari finanziari e della connessa responsabilità è stata trattata in alcuni recenti volumi: *I soldi degli altri*, a cura di Perrone, Milano, 2008; Bersani, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008; Durante, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009; Inzitari e Piccinini, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008; Pellegrini, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007. Inoltre della tematica si sono occupati, a vario titolo, Alpa, *La legge sul risparmio e la tutela contrattuale degli investitori*, in *Contr.*, 2006, 927 ss.; Autelitano, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Contr.*, 2008, 1157 ss.; Azzarri, *Contratti finanziari e categorie civilistiche*, in *Nuova giur. comm.*, 2009, I, 672 ss.; Calvi, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento mobiliare e la responsabilità dell'intermediario*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 1016 ss.; Emiliozzi, *Vendita alla clientela* retail *di titoli prima dell'emissione ed omessa acquisizione da parte dell'intermediario dell'*offering circular, in *Giur. it.*, 2007, 1673 ss.; Gentili, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. privato*, 2009, 3, 23 ss.; Guernelli, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 360 ss.; Mancini, *La tutela del risparmiatore nel mercato finanziario tra culpa in* contrahendo *e vizi del consenso*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 51 ss.; Marchiandi, *La responsabilità degli intermediari nei confronti dell'investitore: il quadro giurisprudenziale*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 376 ss.; Marianello, Bonds *argentini e responsabilità dell'intermediario finanziario: corrispondenza diacronica o sincronica?*, in *Obbl. e contr.*, 2007, 1009 ss.; Meruzzi, *La responsabilità precontrattuale tra regola di validità e regola di condotta*, in *Contratto e impresa*, 2006, 944 ss.; Morandi, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. e contr.*, 2009, 47 ss.; Pellegrini, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, II, 171 ss.; Picardi, *Nuovi sviluppi giurisprudenziali in tema di responsabilità degli intermediari*, in *Dir. e giur.*, 2007, 192 ss.; Righini, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 150 ss.; V. Sangiovanni, *La Cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finan-*

5. L'assenza della forma scritta del contratto d'intermediazione finanziaria

Con riferimento al requisito di forma, la disposizione di riferimento è l'art. 23, 1º co., t.u.f., secondo cui «i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera f), e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori, sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti... Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo». Fatto salvo per il servizio di consulenza([9]), dunque, la legge richiede la forma scritta per il contratto d'intermediazione e l'assenza di forma determina nullità del contratto([10]).

Le ragioni per cui legge e regolamento prescrivono la forma scritta del contratto d'intermediazione finanziaria sono molteplici e possiamo cercare qui di riassumerle([11]).

Probabilmente la funzione più importante della forma scritta è quella di far riflettere l'investitore, in anticipo, sul significato degli atti che andrà a compiere. Bisogna considerare che apporre una sottoscrizione implica una fatica (e un tempo maggiore) di quanto serva a dare il proprio consenso oralmente. I contratti relativi alla prestazione dei servizi d'investimento creano il presupposto giuridico affinché si possa in futuro incidere, anche profondamente, sul patrimonio dell'investitore. Talvolta una parte considerevole delle risorse del soggetto interessato può essere coinvolta negli investimenti. Di qui la necessità di un'appropriata riflessione preventiva sugli effetti futuri dell'atto che si sta per compiere. Prima di firmare il testo contrattuale sarebbe auspicabile che l'investitore lo leggesse attentamente: al fine di garantire la prestazione di un consenso realmente informato dal cliente sarebbe necessario consegnargli il testo contrattuale in anticipo rispetto alla firma, per lasciargli il tempo di studiarselo con attenzione. È dubbio che ciò avvenga sempre nella prassi. Per di più, anche nelle ipotesi di consegna anticipata del testo contrattuale, rimangono perplessità in merito alla reale capacità di tutti gli investitori di comprendere l'effettiva rilevanza di ogni clausola contenuta nel contratto. Tuttavia al riguardo si deve notare che la preoccupazione del legislatore non può essere quella di garantire che qualsiasi destinatario comprenda nel caso concreto ogni dettaglio del testo contrattuale; si tratterebbe di un obiettivo irrealistico, destinato all'insuccesso. Il fine del regolatore è diverso, e più modesto: è quello di far sì che un destinatario "medio" comprenda gli elementi "essenziali" del rapporto contrattuale. Sulla funzione di riflessione cui mira la forma scritta è però necessaria una precisazione. Il contratto quadro non è in sé un'operazione finanziaria, ma la mera determinazione preventiva delle condizioni alle quali verranno poste in essere – in futuro – le operazioni. Ciò che incide effettivamente sul patrimonio dell'investitore (auspicabilmente accrescendolo, ma talvolta riducendolo) sono i singoli investimenti. E con riferimento alle singole operazioni, paradossalmente, né la legge né il regolamento prescrivono la forma scritta.

Sotto un altro profilo la forma scritta del contratto d'intermediazione finanziaria assicura la trasmissione d'informazioni. Le circostanze di cui si dà atto nel testo scritto del contratto sono a conoscenza di ambedue i contraenti. Se prima non erano conosciute dal cliente, una volta che gli viene messo a disposizione il testo scritto, questi ha la possibilità di prenderne conoscenza. Tanto più esteso è il contratto, tanto maggiore è la quantità di dati e notizie che vengono comunicati. Tanto più ampio è l'obbligo risultante da legge e regolamento d'inserire nel testo contrattuale certe informazioni (= prescrizione del contenuto minimo del contratto d'intermediazione finanziaria), tanto maggiore è la quantità di dati e notizie che giungono al cliente. Da questo punto di vista la forma scritta svolge una funzione di protezione informativa dell'investitore, soggetto debole del rapporto. Al riguardo si deve riflettere sul fatto, già segnalato sopra, che quasi sempre il testo contrattuale viene predisposto dalla banca e l'attività del cliente consiste nella mera adesione allo stesso. Mentre teoricamente le clausole contrattuali possono essere negoziate con l'intermediario, nella prassi si assiste a una mera adesione. È probabile che di norma l'investitore non si premuri nemmeno di leggere attentamente il contratto prima di firmarlo, ancor meno di trattarne le condizioni. Di regola gli investitori si limitano a farsi spiegare velocemente i termini essenziali del rapporto, per poi firmare un lungo testo, senza aver preso conoscenza di tutte le condizioni che regolano la relazione. Tuttavia il legislatore, con la prescrizione di forma scritta, auspica che l'investitore legga anticipatamente il contratto e ne comprenda almeno gli aspetti essenziali. Anche con riferimento alla funzione informativa del contratto di intermediazione finanziaria vale peraltro l'obiezione sollevata sopra che il contratto quadro non è un contratto dispositivo e gli effetti patrimoniali sull'investitore si realizzano solo con il successivo compimento delle operazioni di investimento.

Il requisito della forma scritta serve anche a fini probatori. Nel

ziari, in *Danno e resp.*, 2009, 503 ss.; ID., *Il caso "*My Way*" e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giur. di Merito*, 2008, 3116 ss.; ID., *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, in *Contr.*, 2008, 653 ss.; ID., *Acquisto di obbligazioni e risoluzione del contratto, ivi*, 5 ss.; ID., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale, ivi*, 2006, 1133 ss.; ID., *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e resp.*, 2006, 874 ss.; ID., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *Contr.*, 2006, 686 ss.; ID., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, in *Soc.*, 2006, 605 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Regole di validità e di comportamento: i principi ed i rimedi*, in *Europa dir. priv.*, 2008, 599 ss.; SERRAINO, *Tutela dell'investitore e responsabilità dell'intermediario*, in *Dir. e prat. soc.*, 2009, 3, 55 ss.; SESTA, *I contratti relativi alla gestione di portafogli*, in *Trattato della responsabilità contrattuale*, diretto da Visintini, II, Padova, 2009, 727 ss.; SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Soc.*, 2009, 55 ss.; TODOROVA, *Violazione delle regole di comportamento degli intermediari finanziari. Responsabilità precontrattuale o risoluzione per inadempimento*, in *Giur. it.*, 2008, 1307 ss.; VETTORI, *Contratti di investimento e rimedi*, in *Obbl. e contr.*, 2007, 785 ss.

([9]) In materia di consulenza finanziaria cfr. PARACAMPO, *Le società di consulenza finanziaria: una disciplina* in itinere, in *Soc.*, 2009, 1459 ss.; V. SANGIOVANNI, *Aspetti contrattuali della nuova consulenza finanziaria*, in *Contr.*, 2010, 175 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2009, 383 ss.; VIZZARI, *Le problematiche della consulenza finanziaria*, in *Cons. dir. mercato*, 2009, 2, 137 ss.; ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in *La MiFID in Italia*, a cura di Zitiello, Torino, 2009, 433 ss.; ID., *I consulenti finanziari, ivi*, 473 ss.

([10]) Nulla di diverso del resto prescrive la disciplina regolamentare. In particolare l'art. 37, 1º co., Reg. Consob n. 16190/2007 prevede 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». Come si può notare, si tratta di una ripetizione di quanto già afferma la legge.

([11]) Fra i contributi che si occupano della forma dei contratti d'intermediazione finanziaria cfr. BARENGHI, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una* ratio decidendi *e troppi* obiter dicta, in *Giur. di Merito*, 2007, 59 ss.; MORANDI, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 919 ss.; PACE, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, 118 ss.; V. SANGIOVANNI, *Contratto di negoziazione, forma convenzionale e nullità per inosservanza di forma*, in *Contr.*, 2007, 778 ss.; ID., *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma, ivi*, 2006, 966 ss.; ID., *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in *Corriere merito*, 2006, 737 ss.

caso in cui sorgano contestazioni fra i contraenti, il fatto di avere un testo scritto consente di accertare quelle che sono state le pattuizioni fra le parti. Sotto questo profilo si può, contratto alla mano, chiedere il rispetto di certe clausole oppure contestare la validità di determinate pattuizioni. Bisogna però dire che, essendo il contratto predisposto dall'intermediario finanziario, esso tende a contenere clausole favorevoli allo stesso.

In collegamento con la funzione probatoria, la forma scritta dovrebbe avere anche l'obiettivo di prevenire il pericolo di controversie fra i contraenti. Se l'assetto contrattuale è pre-determinato per iscritto, si assicura certezza del diritto e si riduce il rischio di successive divergenze fra le parti. Si può così, almeno in alcuni casi, evitare di dar corso a controversie giudiziarie.

Così individuate la funzioni del requisito della forma scritta, il nocciolo però del problema da affrontarsi in questa sede è se l'invalidità del contratto d'intermediazione finanziaria – conseguente alla sua mancanza di forma scritta – possa farsi valere mediante l'azione di classe. In linea di principio non si vedono ostacoli alla possibilità di far valere il difetto di forma mediante la class action. Si dovrebbero raccogliere le adesioni degli investitori che hanno effettuato investimenti per il tramite di un certo intermediario finanziario, il quale non ha rilasciato – come invece avrebbe dovuto – il testo scritto del contratto. L'investitore dovrà provare di avere effettuato investimenti tramite tale intermediario. Questa prova può essere fornita producendo in giudizio la copia degli ordini oppure degli estratti bancari dai quali risulta che sono state compiute certe operazioni di investimento in assenza del contratto quadro, ossia del documento che le avrebbe legittimate(12).

6. L'assenza del contenuto minimo del contratto d'intermediazione

Un'altra fattispecie che può realizzarsi nella prassi è che il contratto d'intermediazione finanziaria non presenti il contenuto minimo prescritto dal Reg. Consob n. 16190/2007. In particolare l'art. 37 di questo regolamento, dopo aver ribadito al 1º co. la necessità di forma scritta, prescrive al 2º co. quale contenuto debba avere il contratto(13). In altre parole può capitare che il contratto, pur rivestendo la forma scritta(14), ometta di disciplinare qualcuno degli aspetti indicati nell'art. 37, 2º co., Reg. Consob n. 16190/2007.

Come si è già detto, il contratto d'intermediazione finanziaria nella prassi viene predisposto dall'intermediario finanziario e l'investitore si limita a sottoscriverlo per accettazione. Non esistono margini realistici per negoziare il contenuto del contratto. Una volta firmato, si tratta però di capire quali conseguenze si possano riconnettere al fatto che tale contratto non presenta tutti gli elementi richiesti dal regolamento. Al riguardo si possono sostenere diverse tesi.

Secondo una prima tesi il contratto potrebbe essere ritenuto nullo per assenza dell'oggetto. Questa soluzione radicale può però trovare accoglimento solo nei casi in cui manchino elementi essenziali del contratto stesso(15). Si tratta di un'ipotesi di scarsa rilevanza pratica in quanto i contratti d'intermediazione finanziaria sono normalmente molto analitici.

Secondo un'altra tesi l'art. 37, 2º co., Reg. Consob n. 16190/2007 – nel prevedere un contenuto minimo dei contratti d'intermediazione finanziaria – costituisce una disposizione imperativa posta a tutela non solo del cliente, ma anche d'interessi pubblicistici come il buon funzionamento dei mercati finanziari; da ciò deriverebbe che l'omissione dei dati richiesti dal regolamento determinerebbe la nullità del contratto(16). Questa tesi convince per quanto riguarda la prima affermazione (= natura imperativa della disposizione), meno per quanto riguarda le conseguenze che se ne vogliono far derivare. L'art. 37, 2º co., Reg. Consob n. 16190/2007 identifica un dovere (di contenuto minimo del contratto) che fa capo al solo intermediario e, per le ragioni indicate dalla Corte di Cassazione nelle sentenze n. 26724/2007 e n. 26725/2007(17), l'inosservanza di un obbligo del genere non può dar luogo a nullità del contratto per violazione di disposizione imperativa, ma fa scattare altri rimedi, in particolare il risarcimento del danno(18).

(12) Si noti infine che, secondo l'orientamento giurisprudenziale, alla mancanza di forma scritta del contratto quadro deve equipararsi il caso in cui tale contratto non sia stato sottoscritto. In questo senso Trib. Ancona, 18.2.2009, in *Giur. it.*, 2009, 1681 ss., con nota di V. Sangiovanni.

(13) Più precisamente l'art. 37, 2º co., Reg. Consob n. 16190/2007 prevede che «il contratto: a) specifica i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate; b) stabilisce il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso; c) indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni; d) prevede la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta; e) indica e disciplina, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente; f) indica le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti in conformità dell'articolo 52; g) indica se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti; h) indica le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio; i) indica le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'articolo 32-*ter* del testo unico».

(14) Molto recentemente Trib. Venezia, 5.11.2009, in *Contr.*, 2010, 221 ss., con nota di V. Sangiovanni, ha deciso che il contratto quadro che non recepisce integralmente il contenuto minimo del contratto prescritto dall'art. 37, Reg. Consob n. 16190/2007 soddisfa comunque il requisito della forma scritta.

(15) Cfr. Salanitro, *Società per azioni e mercati finanziari*, 3ª ed., Milano, 2000, 186, con riferimento alla disciplina regolamentare previgente. Il ragionamento vale tuttavia anche sulla base della nuova disciplina.

(16) Cfr. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 220 ss., con riferimento alla disciplina regolamentare previgente.

(17) Cass., 19.12.2007, n. 26724 e n. 26725, ha affermato che la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti fra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, 1º co, c.c. Le sentenze della Cassazione sono state commentate in *Contr.*, 2008, 221 ss., con nota di V. Sangiovanni; in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133 ss., con nota di Bove; in *Corriere giur.*, 2008, 223 ss., con nota di V. Mariconda; in *Danno e resp.*, 2008, 525 ss., con note di Roppo e di Bonaccorsi; in *Dir. banca e mercato fin.*, 2008, 691 ss., con nota di Mazzini; in *Dir. e giur.*, 2008, 407 ss., con nota di Russo; in *Giur. comm.*, 2008, II, 604 ss., con nota di F. Bruno-Rozzi; in *Giust. civ.*, 2008, I, 2775 ss., con nota di Febbrajo; in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, 155 ss., con nota di Calisai; in *Soc.*, 2008, 449 ss., con nota di V. Scognamiglio. Su queste sentenze v. anche i contributi di Maffeis, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contr.*, 2008, 557 ss.; Vettori, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 104 ss.

(18) Di recente sulle diverse tipologie di nullità cfr. D'Amico, *Nullità virtuale – Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contr.*, 2009, 732 ss.

Bisogna peraltro dire che l'assenza del contenuto minimo dei contratti d'intermediazione finanziaria può, in certi casi, coincidere con un'omessa informazione dell'investitore. La prescrizione di un contenuto minimo del contratto ha anche una funzione informativa, funzione che – se il contratto è eccessivamente stringato – non può essere adeguatamente assolta. Ne consegue che il mancato inserimento in un testo contrattuale dei dati richiesti dal Reg. Consob n. 16190/2007 può, almeno in certi casi, essere equiparato a un'omessa informativa da parte dell'intermediario finanziario. Come le sentenze della Corte di Cassazione n. 26724/2007 e n. 26725/2007 hanno affermato, il rimedio per tale omissione è *in primis* il risarcimento del danno. Occorre però sottolineare che le omissioni informative tendono ad avere maggior rilievo non tanto con riferimento al contratto quadro, sulla base del quale non vengono compiute operazioni finanziarie, ma con riferimento alle successive operazioni. È pertanto maggiormente probabile che la contestazione di omessa informativa venga sollevata dall'investitore con riferimento a singole operazioni d'investimento.

Anche l'assenza del contenuto minimo del contratto d'intermediazione finanziaria può essere fatta valere mediante l'azione di classe. A tal fine basterà produrre in giudizio il contratto quadro mancante del contenuto minimo. Una volta che il giudice abbia accertato le omissioni di tale contratto, la pronuncia produrrà effetto nei confronti degli aderenti.

7. L'inosservanza dei doveri informativi dell'intermediario finanziario

Nel contesto dell'intermediazione finanziaria, i soggetti abilitati sono tenuti a osservare una serie di norme di comportamento, disciplinate nell'art. 21 t.u.f. Fra tali regole di condotta spiccano i doveri informativi, cioè l'obbligo di «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati» (art. 21, 1º co., lett. b, t.u.f.)([19]).

I flussi informativi devono pertanto avere due direzioni. In primo luogo le informazioni vanno dal cliente al soggetto abilitato: l'intermediario finanziario deve difatti conoscere bene l'investitore al fine di potergli consigliare gli strumenti finanziari adatti. A questa regola ci si riferisce comunemente con l'espressione inglese «know your customer» («conosci il tuo cliente»). Un secondo flusso informativo va poi dall'intermediario finanziario al cliente. L'inosservanza di quest'ultimo obbligo costituisce una frequente ragione di contestazione da parte degli investitori. Anche sul punto va peraltro tenuta chiaramente distinta l'informazione che deve essere data in relazione all'originario contratto d'intermediazione finanziaria e l'informazione che deve essere invece fornita successivamente, in occasione di ogni specifica operazione d'investimento. È soprattutto in riferimento ai singoli investimenti, considerati gli effetti che essi producono sul patrimonio dell'interessato, che si pone il problema di un'adeguata informativa.

I doveri informativi dell'intermediario finanziario, dopo essere stati enunciati nel testo della legge, vengono concretizzati in alcuni articoli del Reg. Consob n. 16190/2007([20]). La regola di fondo è che «gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole» (art. 27, 2º co, Reg. Consob n. 16190/2007). Più nel dettaglio il Reg. Consob n. 16190/2007 impone agli intermediari di dare informazioni sull'intermediario medesimo e i suoi servizi (art. 29), sulla salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela (art. 30), sugli strumenti finanziari (art. 31) nonché sui costi e sugli oneri (art. 32). Fra le informazioni più importanti da fornirsi agli investitori vanno menzionate quelle sui rischi([21]). Considerato poi che il rating degli emittenti è un significativo indicatore del rischio, è ragionevole assumere che l'informazione degli intermediari debba comprendere anche il rating. Se è vero che per tutta la pendenza di un investimento l'intermediario finanziario deve operare in modo che i clienti siano adeguatamente informati, tale dovere non può non estendersi alle variazioni del rating.

Sotto il profilo del rimedio esperibile a fronte della violazione di doveri informativi, secondo gli insegnamenti della Corte di Cas-

([19]) Si noti che buona parte del contenzioso fra investitori e soggetti abilitati degli ultimi anni è riconducibile alla violazione delle disposizioni legislative e regolamentari che impongono d'informare il cliente. In materia cfr., da ultimo, la monografia di F. Greco, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010. Inoltre, fra i tanti contributi pubblicati in tema, v. Achille, *Contratto d'intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi d'informazione: tra nullità del contratto e responsabilità dell'intermediario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2008, 1451 ss.; Bartolomucci, *Ancora sugli obblighi informativi nel settore del mercato finanziario: tra doveri dell'intermediario e principio di autodeterminazione dell'investitore*, in *Nuova giur. comm.*, 2009, II, 440 ss.; R. Bruno, *L'esperienza dell'investitore e l'informazione "adeguata" e "necessaria"*, in *Giur. comm.*, 2008, II, 391 ss.; Bulfaro, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per violazione del dovere di informazione*, in *Nuova giur. comm.*, 2007, I, 1092 ss.; Caggiano, *I doveri d'informazione dell'intermediario finanziario nella formazione ed esecuzione del contratto. Violazioni e rimedi*, in *Dir. e giur.*, 2006, 453 ss.; Calvo, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2008, 1431 ss.; Crescimanno, *Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra* code de la consommation *e* code civil, in *Europa dir. priv.*, 2008, 483 ss.; D'Alfonso, *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *Resp. civ.*, 2008, 965 ss.; Emiliozzi, *La responsabilità della banca per omessa informazione del deterioramento del* rating *di obbligazioni acquistate da un cliente*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, II, 118 ss.; F. Greco, *Obbligazioni Cirio e violazione dell'obbligo di informazione: un ulteriore tassello sul tavolo della* roulette *della giurisprudenza*, in *Resp. civ. e prev.*, 2010, 428 ss.; Id., *Verso la contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 1140 ss.; Guadagno, *I confini dell'informazione precontrattuale e la "storia infinita" dei contratti di intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 241 ss.; Maragno, *L'orientamento del Tribunale di Venezia in tema di sanzioni degli inadempimenti ai doveri informativi a carico degli intermediari finanziari*, in *Nuova giur. comm.*, 2008, I, 1280 ss.; R. Natoli, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto "di risparmio"*, in *Contr.*, 2010, 67 ss.; Panzini, *Violazione dei doveri d'informazione da parte degli intermediari finanziari tra* culpa in contrahendo *e responsabilità professionale*, in *Contratto e impresa*, 2007, 982 ss.; V. Sangiovanni, *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corriere merito*, 2009, 973 ss.; Spadaro, *Violazione degli obblighi di informazione dell'intermediario finanziario ed annullamento del contratto per vizio del consenso: note a margine di una (discutibile) pronuncia di merito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 506 ss.; Ticozzi, *Violazione di obblighi informativi e sanzioni: un problema non solo degli intermediari finanziari*, in *Contr.*, 2007, 363 ss.

([20]) Sui doveri informativi degli intermediari finanziari nel regolamento Consob sia consentito il rinvio a V. Sangiovanni, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785 ss.

([21]) L'art. 31, 2º co., Reg. Consob n. 16190/2007 prevede che «la descrizione dei rischi include, ove pertinente per il tipo specifico di strumento e lo *status* e il livello di conoscenza del cliente, i seguenti elementi: a) i rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento; b) la volatilità del prezzo di tali strumenti ed eventuali limiti di liquidabilità dei medesimi; c) il fatto che un investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione degli strumenti; d) eventuali requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili a tali strumenti».

sazione nelle sentenze n. 26724/2007 e n. 26725/2007, si tratta del diritto a ottenere il risarcimento del danno.
Tanto premesso in via generale sui doveri informativi degli intermediari finanziari, la domanda che dobbiamo affrontare in questa sede è se gli investitori possano utilizzare lo strumento dell'azione di classe per reagire all'inosservanza di tali obblighi.
Sul punto non ci stancheremo di ripetere che è necessario operare un'importante distinzione fra il contratto d'intermediazione finanziaria e le singole operazioni d'investimento. Il contratto d'intermediazione è un contratto quadro, con il quale vengono determinate le condizioni alle quali verranno effettuate le future operazioni. Il contratto d'intermediazione non determina in sé alcuna disposizione patrimoniale in capo all'investitore. Completamente diverso è quanto avviene successivamente, quando – sulla base di ordini di investimento impartiti dal cliente – vengono acquistati strumenti finanziari.
Con riferimento al contratto d'intermediazione finanziaria ci siamo già occupati nel paragrafo precedente della possibile rilevanza di omissioni informative contenute nel medesimo.
Le omissioni informative più importanti sono però quelle che riguardano le singole operazioni di investimento. Tali omissioni sono le più significative, in quanto una buona base informativa costituisce il presupposto di un investimento ragionevole. L'investitore non correttamente informato può essere spinto a prendere una decisione che, altrimenti, non avrebbe adottato. Le eventuali omissioni informative devono essere valutate con riferimento a ogni singola operazione. Ciò può rendere più difficile esercitare (e gestire) un'azione di classe. Può peraltro capitare che un intermediario finanziario abbia orientato un buon numero di propri clienti a acquistare gli strumenti finanziari di un certo emittente e, nel fare ciò, abbia sempre omesso di rendere note circostanze rilevanti per l'investimento. In condizioni del genere, agli investitori interessati dovrebbe essere possibile avvalersi dello strumento dell'azione di classe. I clienti potranno limitarsi a produrre in giudizio il contratto quadro (che legittima il compimento di operazioni d'investimento) e la documentazione attinente alle singole operazioni. Considerato che l'art. 23, 6º co., t.u.f.([22]) sancisce un'inversione dell'onere della prova, spetta agli intermediari l'onere di provare di avere dato le necessarie informazioni.

8. La valutazione dell'adeguatezza (artt. 39 e 40, Reg. Consob n. 16190/2007)

Uno dei principali doveri che fa capo agli intermediari finanziari è la valutazione dell'adeguatezza delle operazioni finanziarie([23]).
La materia, a dire il vero abbastanza sorprendentemente, non è disciplinata nel testo della legge, ma solo in via regolamentare. Il riferimento è in particolare all'art. 40, Reg. Consob n. 16190/2007.
L'art. 40, 1º co., Reg. Consob n. 16190/2007 prevede che «sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio».
La valutazione di adeguatezza può essere compiuta una volta che sono state raccolte informazioni dal cliente. Questo significa che il primo dovere dell'intermediario finanziario non è tanto quello di dare, bensì quello di raccogliere informazioni. Questo obbligo è statuito nell'art. 39, 1º co., Reg. Consob n. 16190/2007, laddove si stabilisce che «al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento».
Sulla base delle informazioni raccolte dal cliente, l'intermediario deve garantire che l'operazione soddisfi determinati criteri. Il primo è che l'operazione deve corrispondere agli obiettivi di investimento. La previa raccolta di informazioni dal cliente ha consentito di determinare il suo profilo di rischio. Una volta definiti gli obiettivi di investimento, le successive operazioni devono mantenersi entro tali limiti, pena la loro inadeguatezza. Il secondo dei criteri cui commisurare l'adeguatezza dell'operazione è che essa sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento. Con questa precisazione il regolamento vuole evitare che le operazioni di investimento possano rovinare finanziariamente il cliente. Ciò può avvenire quando le passività che l'investimento può generare sono talmente elevate che il cliente non dispone delle risorse per farvi fronte. In altre parole se l'operazione è troppo rischiosa in relazione ai mezzi del cliente, essa è inadeguata. Il terzo dei criteri utilizzati dalla Consob è la sussistenza di esperienza e di conoscenza per comprendere i rischi. Il regolatore vuole che l'investitore sia consapevole delle conseguenze che possono derivare dalla operazioni che compie (altrimenti l'operazione è inadeguata).
Abbiamo fin qui delineato quali sono le ipotesi nelle quali un'operazione può ritenersi inadeguata. Quello che però il regolatore non dice è quali siano le conseguenze del compimento di un'operazione non adeguata. Dopo le riforme attuate in sede di attuazione della direttiva MIFID([24]) si ripropongono insomma i

([22]) La disposizione recita: «nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta».

([23]) In materia di adeguatezza delle operazioni finanziarie cfr., a vario titolo, Fiorio, *Onere della prova, nesso di causalità ed operazioni non adeguate*, in *Giur. it.*, 2010, 343 ss.; F. Greco, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, 2556 ss.; V. Sangiovanni, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corriere giur.*, 2009, 1257 ss.; Id., *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 ss.; Id., *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corriere giur.*, 2006, 1569 ss.; Savasta, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*, in *Soc.*, 2009, 997 ss.; Venturi, *L'adeguatezza delle operazioni di intermediazione finanziaria nelle prescrizioni della disciplina speciale e nell'orientamento della Cassazione*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2009, II, 11 ss.

([24]) Sulla MIFID e sulla relativa normativa di attuazione cfr. *Strumenti finanziari e regole MiFID*, a cura di del Bene, Milano, 2009; Guerinoni, *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, Milano, 2008. V. inoltre Bastianon, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Dir. Un. Europea*, 2008, 255 ss.; Durante, *Con il nuovo regolamento intermediari, regole di condotta "flessibili" per la prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. di Merito*, 2008, 628 ss.; Frumento, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni di investimento nella direttiva Mifid*, in *Contr.*, 2007, 583 ss.; Pontiroli Duvia, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finan-*

medesimi quesiti con cui giurisprudenza e dottrina si sono dovuti confrontare prima del 2007. La questione era alquanto complessa già prima delle riforme del 2007. La Corte di Cassazione nelle sentenze n. 26724/2007 e n. 26725/2007 non si è occupata d'inosservanza della regola dell'adeguatezza, ma della violazione di doveri informativi. Secondo una parte della dottrina il compimento di operazioni inadeguate sarebbe idoneo a produrre un effetto più ampio del dovere di risarcire il del danno: esso comporterebbe la nullità dell'operazione.

Ai fini però dell'approfondimento da svolgersi in questo articolo, la questione da porsi è se l'inosservanza della regola di adeguatezza possa essere contestata mediante l'azione di classe. A me pare che a questa domanda possa darsi risposta positiva. Come si è più volte ribadito in precedenza, anche per l'inadeguatezza vale il principio che essa va valutata (non in generale, ma) sulla base delle singole operazioni poste in essere e in riferimento alle caratteristiche di ogni singolo cliente. Tutte le persone che ritengono che un determinato intermediario finanziario abbia posto in essere un'operazione inadeguata possono aderire all'azione di classe nei confronti di tale intermediario. Dal punto di vista istruttorio, l'accertamento dell'inadeguatezza può risultare piuttosto complicato, dovendosi individuare specificamente le operazioni che sono state compiute e dovendosi valutare l'adeguatezza in relazione a ogni singolo investitore. ■

ziaria ed il recepimento della MiFID, in *Giur. comm.*, 2008, I, 151 ss.; REGALDO, *La responsabilità delle banche nel collocamento di obbligazioni ai risparmiatori. Una comparazione tra Italia e Regno Unito in seguito all'adozione del sistema MIFID,* in *Dir. banca e mercato fin.*, 2009, 211 ss.; RINALDI, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti,* in *Soc.*, 2008 12 ss.; ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID,* in *Riv. dir. privato*, 2008, 485 ss.; V. SANGIOVANNI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MIFID,* in *Contr.*, 2008, 173 ss.; ID., *Gli obblighi informativi delle imprese di investimento nella più recente normativa comunitaria,* in *Dir. comun. scambi internaz.*, 2007, 363 ss.; ID., *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID,* in *Contr.*, 2007, 243 ss.; SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID,* in *Riv. dir. privato,* 2008, 25 ss.