

**TRA OBBLIGHI COMPORTAMENTALI E PROCEDURE ORGANIZZATIVE
INTERNE: NUOVI ASPETTI NELLA CONFIGURAZIONE
DELLA RESPONSABILITÀ DELL'INTERMEDIARIO**

Fabio Franconiero

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Gli obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento: l'impostazione della giurisprudenza. - 3. Le implicazioni dell'impostazione prevalente sulla portata degli obblighi informativi nel corso della durata dell'investimento. - 4. Il caso Lehman Brothers. - 5. Le controversie tra intermediari e risparmiatori acquirenti di obbligazioni Lehman Brother: le prime risposte della giurisprudenza di merito. - 6. Ricostruzione del caso Lehman Brother. - 7. Spunti di riflessione del caso Lehman Brother: a) la fase della scelta dell'investimento. - 8. b) (segue): la fase dell'esecuzione del contratto. - 9. Notazioni conclusive.

1. Premessa.

I clamorosi fallimenti registratisi nel mercato finanziario nell'ultimo decennio, interessanti emittenti di rilevanza internazionale, grandi società multinazionali, importanti banche d'affari e Stati sovrani, hanno contribuito in modo determinante allo sviluppo di un nutrito contenzioso giurisdizionale sul corpo organico di regole relative ai contratti del mercato finanziario contenuto nel testo unico dell'intermediazione finanziaria di cui al d.lgs. n. 58/1998 e nella normativa regolamentare emanata in materia dalla Consob (regolamenti c.d. intermediari n. 11522/98 e, dal novembre 2007, n. 16190/07). Il recente approdo in Cassazione di questo contenzioso ha consentito di fissare alcuni punti fermi su aspetti di primario interesse per i risparmiatori coinvolti in tali fallimenti, dopo una prima fase in cui si erano registrate oscillazioni interpretative nell'approccio ad una materia ed una normativa caratterizzate da marcati profili di specialità rispetto alle tradizionali categorie codicistiche.

In questa sede interessano in particolare le ricadute sul piano applicativo dei principi guida elaborati dalla giurisprudenza, in particolare quella di legittimità, in materia di obblighi di comportamento degli intermediari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, di cui è permeata la disciplina positiva contenuta nel t.u.i.f. (artt. 21 – 25-bis), e sulle quali si basa il modello relazionale tra questi e l'investitore. Si tratta dei noti doveri di diligenza, trasparenza e correttezza (art. 21, comma 1, lett. a, del t.u.i.f.); di informarsi in modo adeguato sul cliente e di informarlo sulle caratteristiche dell'investimento (art. 21, comma

1, lett. b); di organizzarsi in modo da offrire un servizio efficiente (art. 21, comma 1, lett. d).

Nella prospettiva qui delineata rileva inoltre porre in risalto le potenzialità non ancora esplorate di tale normativa, ma prevedibilmente pronte ad imporsi all'interesse dell'interprete in relazione a recenti *default*.

2. Gli obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento: l'impostazione della giurisprudenza.

L'attenzione della giurisprudenza, sollecitata dai risparmiatori coinvolti nei *crack* finanziari, si era dapprima concentrata sul profilo di carattere sistematico delle conseguenze della violazione degli obblighi comportamentali di correttezza, trasparenza, diligenza ed informazione al cliente imposti dall'art. 21 del t.u.i.f. agli intermediari specificati dal regolamento Consob n. 11522/98, in allora vigente. E' noto che nel 2007 la Suprema corte (sez. un., sent. 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, consultabili in www.italgiure.it, rv. 600329 e 600331) ha composto il contrasto formatosi al riguardo, stabilendo l'applicabilità delle norme del codice civile sull'inadempimento delle obbligazioni in luogo della nullità per difetto di forme essenziali o per violazione di norme imperative, pur sostenuta da parte della giurisprudenza di merito e dalla dottrina. E' appena il caso di ricordare che le voci che si erano collocate in quest'ultimo indirizzo avevano valorizzato, da un lato, gli aspetti di neoformalismo introdotti dalla normativa e, dall'altro, il carattere imperativo di tali precetti comportamentali, il tutto sulla base del denominatore comune rappresentato dall'esigenza di tutelare efficacemente la parte debole del rapporto contrattuale nei servizi di investimento in strumenti finanziari. La Cassazione ha invece offerto una ricostruzione del sistema incentrata sulla sua riconduzione agli istituti contrattualistici contenuti nel codice civile, sia pure adattandone le regole ed i principi alle specificità della materia dell'intermediazione finanziaria.

Crocevia dell'indirizzo seguito dal giudice di legittimità è il ricordato art. 21 del t.u.i.f., ed in particolare il richiamo alla "diligenza, correttezza e trasparenza" contenuto nel comma 1, lett. a), della disposizione in commento.

Come poco più tardi precisato dalla stessa Cassazione nella sentenza 25 giugno 2008, n. 17340 (consultabile in www.italgiure.it, rv. 604058), tale richiamo costituisce applicazione alla materia in esame della clausola generale di buona fede in più punti enunciata nel diritto comune dei contratti (artt. 1175, 1337, 1366, 1375 c.c.). Il tutto con la fondamentale precisazione che il dovere di correttezza e trasparenza sancito dalla legge si pone in detta materia in maniera "*diversa e più intensa*" rispetto a quella tradizionalmente intesa, perché è finalizzato a "*servire al meglio l'interesse dei clienti*", oltre che l'interesse all'integrità dei mercati [così ancora la lett. a) dell'art. 21].

Secondo l'opinione affermata al riguardo, con questa specificazione il legislatore ha infatti inteso fornire una nozione di buona fede dalla portata più ampia rispetto a quella valevole in ambito codicistico, in quanto non già limitata

ad un mero dovere di cooperazione nell'attuazione del rapporto contrattuale. Giova ricordare che, sulla scorta di autorevole dottrina, questo è tradizionalmente inteso nel senso di imporre al contraente, a prescindere dall'esistenza di specifici obblighi contrattuali o di legge, di salvaguardare l'interesse altrui nei limiti in cui ciò non comporti un apprezzabile sacrificio per sé (Cass., sez. III, 15 marzo 2004, n. 5240, in *Foro it.*, 2004, I, 1397). Per contro, nella materia dell'intermediazione finanziaria, in base alla normativa secondaria emanata dalla Consob a mezzo dei citati regolamenti 11522/98 e 16190/07 in attuazione dei precetti di legge in esame, e segnatamente con la previsione dei divieti di agire in conflitto di interessi e di effettuare operazioni non adeguate o appropriate al profilo di rischio dell'investitore, la buona fede contrattuale è applicata fino al punto di configurare un obbligo dell'intermediario di sconsigliare l'operazione se non rispondente all'interesse dell'investitore (ora art. 42 del regolamento n. 16190/07 relativo ai servizi diversi dalla gestione di portafogli o dalla consulenza in investimenti) o addirittura di astenersi dal darle seguito (art. 39 del citato regolamento, in relazione ai predetti servizi, in tal modo dettando una soluzione radicale non prevista nemmeno nella direttiva Mifid 2004/39/Ce).

L'analitica disciplina legislativa e regolamentare vigente in materia ha dunque plasmato il dovere di buona fede gravante sul contraente come obbligo dell'intermediario di farsi parte attiva ed organizzarsi al meglio (l'accento al profilo dell'organizzazione interna è contenuto nella lett. d dell'art. 21 t.u.i.f.) per servire al meglio il cliente, secondo uno schema compendiato nella regola di *suitability* invalsa nel mercato finanziario. A garanzia del rispetto dei descritti obblighi, vi sono poi i rimedi tradizionali dell'inadempimento delle obbligazioni contrattuali, fino alla risoluzione del contratto ex art. 1453 e ss. c.c..

La relazione così stabilita tra doveri di comportamento dell'intermediario e clausola generale di buona fede ha fornito la base teorica per il richiamo ai principi costituzionali di solidarietà ex art. 2 e tutela del risparmio di cui all'art. 47 (espressamente richiamato in materia da App. Torino, 22 giugno 2010, in *Giur. Merito*, 2010, p. 3044). Su queste basi si è fondata una costruzione piramidale nella quale, al di sotto del livello costituzionale, si colloca la normativa primaria del t.u.i.f. e del codice del consumo, ed infine quella attuativa di matrice Consob. Sul piano concreto, e cioè in sede di giudizio, l'affermarsi di questo schema teorico ha rappresentato lo strumento operativo per valutare i canoni comportamentali di legge imposti all'intermediario nel singolo servizio di investimento in termini di effettività e concretezza, dando luogo all'utilizzo di tecniche di valutazione delle condotte contrattuali estremamente duttili e penetranti, soprattutto se si pensa che il contesto, di esplicazione dell'autonomia privata, in cui sono state impiegate. Il tutto con il risultato di offrire all'investitore, contraente debole, una tutela efficace.

In particolare la Cassazione ha impostato i termini del problema nel senso di annettere agli obblighi legali in materia di prestazione di servizi di investimento efficacia integratrice dell'obbligo di comportarsi buona fede nelle trattative precontrattuali, di cui all'art. 1337 c.c.. Detto obbligo di carattere generale ha

conosciuto nel settore dell'intermediazione finanziaria, in cui trova una specifico referente nella lett. b) del citato art. 21, un inedito sviluppo di quella sua specifica declinazione consistente nel biunivoco dovere di informarsi sul profilo finanziario dell'investitore (*know your customer rule*: ora specificato dagli artt. 39 e 41 del regolamento n. 16190) e di informare la controparte in ordine a tutte le circostanze rilevanti ai fini della conclusione del contratto, ovvero sulle caratteristiche ed i rischi dell'investimento (*know your merchandise rule*: ora specificato dall'art. 31 del citato regolamento), al fine di individuare lo strumento finanziario maggiormente rispondente agli obiettivi ed ad profilo del cliente. Dapprima la Cassazione ne ha stabilito l'applicabilità anche in caso di conclusione di un contratto perfettamente valido ed efficace (sez. I, sent. 29 settembre 2005, n. 19024, in www.italgiure.it, rv. 583654), quindi, con le sopra richiamate pronunce delle Sezioni unite del 2007, trasladando il dovere precontrattuale di informare l'investitore allorché questo venga in rilievo non in sede di conclusione del contratto "quadro" di investimento ma in occasione delle operazioni effettuate in esecuzione di quest'ultimo sul piano degli obblighi contrattuali.

E tanto a prescindere dalla *vexata quaestio* concernente la natura giuridica della singola operazione di investimento in strumenti finanziari, se cioè idonea a configurare un contratto a sé (vendita nella negoziazione in conto proprio, commissione nella negoziazione in conto terzi, mandato nell'esecuzione di ordini) o un mero atto di esecuzione del contratto quadro posto a monte. In ogni caso con il risultato di agevolare la posizione processuale dell'investitore: in particolare, vista la consolidata tesi della natura extracontrattuale della responsabilità per violazione dell'art. 1337 c.c., in ordine ai profili relativi al termine di prescrizione della relativa azione ed ai limiti di risarcibilità del danno (non invece di dimostrazione della colpa, in ragione dell'inversione del relativo onere probatorio in capo all'intermediario ai sensi dell'art. 23, ultimo comma, t.u.i.f.), nonché in ragione dell'ulteriore possibilità per il medesimo di avvalersi del rimedio risolutorio.

Quindi, da canoni di comportamento da osservare nella fase della formazione del contratto gli obblighi legali in questione sono assurti a precetti inderogabili destinati ad integrare il regolamento negoziale vigente tra le parti, secondo lo schema dell'eterointegrazione del contratto previsto dall'art. 1374 c.c. (in questo senso Cass., sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773, in www.italgiure.it, rv. 606918; da ultimo, nello stesso senso, sez. I, 29 ottobre 2010, n. 22147, *ibid.*, rv. 615478).

Al di là delle critiche mosse dai sostenitori della tesi della nullità, il descritto approccio si è comunque rivelato particolarmente indicato in un settore nel quale l'archetipo, cui si ispira il nostro codice civile, del libero incontro dei consensi tra soggetti dotati di pari capacità di autodeterminarsi manifesta nello specifico settore dei contratti di investimento in strumenti finanziari la sua non aderenza alla realtà concreta, principalmente in ragione dell'assenza di reali trattative prenegoziali, nonché della disparità di posizione delle parti (la c.d. asimmetria informativa sugli strumenti negoziati nel mercato finanziario), che pone

l'intermediario in posizione di forza rispetto all'investitore, rendendo inevitabilmente inadeguato un approccio al fenomeno con i soli strumenti di diritto comune dei doveri di buona fede nel contrattare. Pertanto, ancorché estranei alla fattispecie negoziale (*id est* al contratto inteso come atto), i doveri comportamenti a carico degli intermediari stabiliti dalla legge hanno determinato un completamento del contenuto obbligatorio dei rapporti contrattuali con gli investitori, che altrimenti risulterebbero eccessivamente squilibrato a favore della parte in possesso delle necessarie informazioni sulle caratteristiche del prodotto oggetto del contratto, svolgendo nei termini qui sommariamente indicati una funzione correttiva delle rispettive posizioni delle parti.

3. Le implicazioni dell'impostazione prevalente sulla portata degli obblighi informativi nel corso della durata dell'investimento.

La descritta evoluzione della giurisprudenza di legittimità che ha condotto ad enfatizzare i doveri informativi dell'intermediario nella specifica fase della scelte di investimento del cliente è stata probabilmente influenzata dalle modalità che hanno contraddistinto il collocamento sul mercato dei titoli degli emittenti coinvolti nei primi e più famosi *crack* finanziari degli ultimi anni: Argentina, Cirio e Parmalat *in primis*. Come emerso anche dalle relazioni delle competenti autorità di vigilanza, vi erano state in tali casi macroscopiche lacune del ceto bancario, ai limiti della complicità con gli emittenti, nel fornire una adeguata informativa alla clientela *retail* circa le caratteristiche ed i rischi dei titoli negoziati.

Conseguentemente, altre questioni quali l'estensione dei doveri di diligenza e correttezza nell'informativa al cliente per tutta la durata del rapporto hanno giocoforza assunto un rilievo minore.

Si tratta allora di stabilire se l'intermediario debba fornire al cliente un flusso costante di informazioni e debba conseguentemente organizzarsi in modo da porsi in grado di far fronte a tale impegno, per tutta la durata dell'investimento effettuato dal cliente, in modo da consentirgli, da un lato, di sfruttare in ogni momento le opportunità di valorizzazione dell'investimento offerte dal mercato e, dall'altro, di evitare il coinvolgimento nell'insolvenza dell'emittente allorché di questa siano percepibili i primi sintomi.

Sul punto si registrano opinioni diverse.

Nel vigore del regolamento n. 11522/98 i sostenitori della tesi negativa hanno valorizzato il combinato delle disposizioni concernenti gli obblighi informativi di cui all'art. 21, comma 1, lett. b), t.u.i.f. e 28, comma 2, del suddetto regolamento. Secondo questa posizione dalla detta combinazione di norme si ricaverebbe come gli obblighi in questione siano specificamente finalizzati ad informare adeguatamente il cliente al momento della scelta di investire, esaurendo quindi la loro portata una volta che l'operazione si è perfezionata.

L'assunto in questione sarebbe corroborato dalla direttiva Midif, il cui atto normativo di recepimento, d.lgs. n. 164/07, che ha elevato l'attività di consulenza

in materia di investimenti, precedentemente inquadrata come attività accessoria, a servizio di investimento (art. 1, comma 5, lett. f, t.u.i.f.), al pari di quelli tradizionali della negoziazione, della gestione di portafogli e della ricezione di ordini. Il regolamento di attuazione, n. 16190/07, ha poi enucleato un obbligo di previsione circa le eventuali attività di consulenza “*in connessione con il servizio di investimento*” (art. 37, comma 2, lett. g). Pertanto, in caso di mancata espressa inclusione tra quelli previsti nel contratto quadro, il cliente non potrebbe vantare alcuna pretesa ad essere informato e consigliato lungo per tutta la durata del rapporto.

Secondo questa impostazione il citato regolamento n. 16190 avrebbe poi fornito base positiva a questa impostazione. Allo scopo di bilanciare le esigenze di protezione dei risparmiatori con quelle inerenti all’efficienza nello svolgimento dei servizi di investimento, l’accennata conferma a livello legislativo si sarebbe concretizzata attraverso modulazione degli obblighi di informazione passiva nei confronti del cliente, attraverso la distinzione tra servizi di gestione di portafogli e consulenza in materia di investimenti da un lato (artt. 39 e 40) e gli altri servizi di investimento dall’altro (artt. 41 e ss.). Sulla scorta di questa solo nei primi la maggiore specificità delle informazioni richieste (cfr. art. 38 e commi 3 e 4 del citato art. 39), nonché il ruolo attivo e discrezionale dell’intermediario nelle scelte di investimento, consentirebbe di enucleare un dovere di adeguata e puntuale informativa per tutta la durata del rapporto. Per contro, nel secondo caso, fermi gli obblighi di informare in modo il cliente, fino al punto di sconsigliargli una determinata operazione allorché essa non appaia adeguata al profilo di rischio ed agli obiettivi di investimento, l’intermediario avrebbe esattamente adempiuto ai propri doveri contrattuali una volta perfezionata l’operazione.

Secondo una tesi intermedia l’obbligo di informare costantemente il cliente sarebbe configurabile solo nei servizi di investimento diversi dalla mera ricezione ed esecuzione di ordini (art. 1, comma 5, lett. b, del t.u.i.f.), nel quale l’intermediario si limiterebbe unicamente a dare seguito all’acquisto dello strumento richiesto (*execution only*). Per questa tipologia di servizio il regolamento n. 16190/07 esclude ora qualsiasi obbligo informativo specifico sul tipo di strumento acquistato, sempre che il cliente intenda acquistare titoli quotati in mercati regolamentati e sia reso edotto di non potere beneficiare di alcuna informativa preventiva (art. 43 del regolamento citato).

La tesi estensiva, volta a configurare un obbligo di informazione al cliente per tutta la durata dell’investimento, e non già limitato alla fase prodromica delle trattative, si fonda invece su una lettura quanto più ampia possibile dei doveri ex art. 21 t.u.i.f. di correttezza e diligenza dell’intermediario nell’informare il cliente (la lett. b della citata disposizione, impone infatti di operare in modo che quest’ultimo sia “*sempre*” informato adeguatamente), letti in correlazione con la buona fede esecutiva e la diligenza del professionista di cui agli artt. 1375 e 1176, comma 2, c.c., nonché con i precetti costituzionali di solidarietà e tutela del risparmio sopra menzionati. In sostanza, secondo questa ricostruzione la

peculiare pregnanza dell'interesse del cliente di cui al citato art. 21 esige che gli *standards* informativi imposti dalla legge permangano inalterati lungo tutto il rapporto costituito con il contratto di investimento, anche cioè una volta che la singola operazione si sia perfezionata e lo strumento finanziario sia entrato a far parte del deposito titoli dell'investitore, affinché i rischi ad esso sottesi vengano gestiti al meglio.

Sono tuttavia mancate precise prese di posizione in tal senso della giurisprudenza. Si registrano al riguardo solo sporadiche pronunce di giudici di merito nelle quali è stato addebitato all'intermediario di non avere segnalato all'investitore l'aggravamento della rischiosità riverberatosi in peggioramenti del *rating* (ad es.: App. Milano, 16 febbraio 2009, e Trib. Oristano, 23 agosto 2008 e entrambe in www.ilcaso.it; voce "doveri informativi dell'intermediario", sub. massimario di diritto dei contratti e dei mercati finanziari; App. Torino, 2 dicembre 2009, in *Foro it.*, 2009, I, 1309).

Del pari, non risulta sufficientemente scrutinato un profilo che appare invece rilevante ai fini della questione ora affacciata, consistente nella rilevanza da annettere agli aspetti di organizzazione interna della struttura dell'intermediario preposta all'espletamento dei servizi di investimento presso la clientela *retail*, espressamente contemplata alla lett. d) dell'art. 21, comma 1, t.u.i.f..

4. Il caso Lehman Brothers.

Sulla base delle descritte coordinate la giurisprudenza si è trovata ad affrontare le rivendicazioni degli investitori in obbligazioni Lehman Brothers.

La Lehman Brothers Holdings Inc., fondata nel 1850, era una società attiva nei servizi finanziari ed emittente a livello globale. La sua attività si concretizzava tra l'altro nell'*investment banking*, nelle ricerche di mercato, nel *private equity* [http://it.wikipedia.org/wiki/Private equity](http://it.wikipedia.org/wiki/Private_equity) e nel *private banking*. Era uno dei primari operatori del mercato dei titoli di stato statunitense. Il 15 settembre la società ha annunciato l'intenzione di avvalersi del *chapter 11* del *Bankruptcy code* statunitense (una sorta di concordato preventivo), dichiarando passività bancarie per 613 miliardi di dollari ed obbligazionarie per 155 miliardi di dollari; il tutto per la più grande bancarotta nella storia degli Stati Uniti.

La vicenda del *default* del colosso bancario americano e delle sue ripercussioni sui risparmiatori italiani è esemplificativa delle problematiche suscitate dalla normativa in esame, oltre che dei fallimenti del mercato e con essi anche dei meccanismi normativi ed istituzionali appositamente predisposti per prevenirli.

Il collocamento delle obbligazioni Lehman brothers presso la clientela era stato accompagnato dall'iniziativa "obbligazioni basso rischio – basso rendimento" promosso dal consorzio bancario "Pattichiari". Quest'ultimo è un consorzio con attività esterna (come specificato dall'art. 1 dello stato) istituito nel 2003, la cui costituzione è stata promossa e realizzata dall'Abi e dal ceto bancario italiano nella sua quasi totalità (167 sono gli istituti aderenti, pari all'84% del sistema creditizio italiano), al fine di provvedere ad una autoregolamentazione

dell'attività di prestazione dei servizi di investimento presso il pubblico, attraverso lo sviluppo di progetti volti a semplificare e facilitare l'approccio ed i rapporti con la clientela *retail*. L'art. 4 dello statuto vigente all'epoca dei fatti prevedeva quale oggetto sociale *“la gestione di un insieme di regole di chiarezza, semplicità, comparabilità e mobilità [...] diretto a favorire la realizzazione di un mercato retail efficiente e competitivo, e la promozione di iniziative volte a sviluppare un positivo e moderno sistema di relazioni tra l'industria bancaria e le varie componenti della società [...] anche attraverso piani di informazione ed educazione finanziaria della collettività, con speciale attenzione alle esigenze informative dei consumatori”*.

Tra queste iniziative vi era appunto quella relativa alle obbligazioni sulla carta sicure per l'investitore, perché inserite dal Consorzio interbancario nell'elenco di quelle a basso rischio e rendimento, diffuso presso il pubblico sul sito *internet* del Consorzio nonché in forma cartacea presso gli sportelli bancari. L'inserimento nell'elenco era poi oggetto di specifica menzione nel modulo di conferimento di un ordine di acquisto da parte del singolo investitore.

Come risulta(va) infatti dalla guida pratica elaborata dal Consorzio con riguardo all'iniziativa in esame, l'elenco comprendeva titoli di Stato e obbligazioni *corporate* selezionati in base a due parametri principali: un livello di *rating* elevato e un basso indice VaR, che misura la potenziale perdita per il risparmiatore se vende il *bond* prima della scadenza (artt. 12 e ss. della guida pratica: *investment grade* compreso tra la tripla e la singola A; rischio di ribassi non superiore all'1% su base settimanale). I requisiti comprendevano poi la sola denominazione in euro (nessun rischio cambio), la provenienza da uno dei 30 Paesi dell'Ocse, la quotazione su mercati ufficiali e la struttura non complessa (erano quindi esclusi le obbligazioni strutturate). Se anche uno solo dei parametri non veniva rispettato il titolo non entrava o usciva dall'elenco.

In base all'art. 17 della guida pratica le banche aderenti all'iniziativa “si impegnano a fornire ai propri clienti un'informativa prima, durante e dopo le scelte di investimento. Prima perché gli operatori spiegano l'iniziativa allo sportello a tutti i clienti; durante perché negli ordini di acquisto dei titoli obbligazionari è indicato esplicitamente se il titolo fa parte dell'Elenco; dopo, perché verrai informato su eventuali variazioni”.

Negli anni la lista, ha avuto una considerevole movimentazione: aggiornata 1.227 volte, è arrivata anche oltre i 1.500 titoli inseriti. Sono state oltre 3.600 le obbligazioni segnalate: solo 18 (lo 0,5%) sono uscite dall'elenco anzitempo per "elevata rischiosità" (con avvisi inviati dalle banche ai clienti entro 48 ore), mentre altre 613 (il 16,7%) per "rischiosità media", rese note con gli estratti conto. L'iniziativa ha contato ben 4,1 milioni di pagine consultate online e sei milioni di guide cartacee distribuite.

Nondimeno, l'iniziativa si è rivelata fallimentare (è proprio il caso di dire) con specifico riferimento alle obbligazioni Lehman Brother: il *rating* elaborato dalle maggiori agenzie specializzate era rimasto quello iniziale, elevato, sino all'ufficializzazione dell'insolvenza della banca d'affari americana, essendo stato

declassato a CCC (grado di indicazione di un "quasi" fallimento) soltanto il 15 settembre 2008, il giorno stesso dell'annuncio del ricorso al *chapter 11*. Nemmeno due settimane dopo il *crack* l'elenco obbligazioni basso rischio – basso rendimento e la relativa guida pratica che ne illustrava i contenuti venivano infine cancellati dal sito del Consorzio, a testimonianza dell'insuccesso dell'iniziativa delle banche aderenti.

Eppure, già nell'agosto del 2007, a causa del peggioramento dell'esposizione debitoria della Lehman Brothers nel settore di mutui *sub prime*, la direzione generale dell'istituto decideva di chiudere il comparto dedicato a tale prodotto (*BNC Mortgage*), dovendo conseguentemente accusare una perdita dopo le imposte di http://it.wikipedia.org/wiki/Dollaro_statunitense 25 milioni di dollari ed una riduzione di 1.200 posti di lavoro in 23 sedi. Nel marzo 2008 veniva pubblicata in Italia la notizia di un'indagine avviata da parte della *Securities and Exchange Commission* nei confronti della banca, per effetto della quale il titolo si svalutava del 23% alla borsa di *Wall Street*, sulla scia di voci secondo cui il gruppo non sarebbe stato in grado di finanziare le proprie attività. Il successivo 31 maggio, il gruppo annunciava una perdita netta di 2.8 miliardi di dollari ed il 3 giugno successivo circolavano voci che accreditavano la necessità per lo stesso ricorrere ad un aumento di capitale da 3-4 miliardi di dollari ed un'imminente nazionalizzazione del gruppo. Nel corso dell'estate le quotazioni dei titoli registravano perdite significative, fino a quasi il 20%. Su base semestrale, il deprezzamento si era attestato al 73%. Il 10 settembre veniva pubblicato il dato relativo al secondo trimestre, nel quale spiccava una perdita di 3,9 miliardi di dollari, riveniente principalmente da svalutazioni di attività finanziarie per 5,6 miliardi di dollari. Lo stesso giorno l'azione Lehman registrava una flessione del 7%, ed il giorno successivo un'ulteriore ribasso del 40% in seguito alla dichiarazione del *management* della società della decisione di trovare un acquirente.

Vi era poi un altro indicatore, estremamente prezioso per il monitoraggio del rischio di insolvenza dei titoli negoziati nei mercati borsistici, che avrebbe dovuto indurre a porre attenzione alla possibilità che le obbligazioni Lehman Brother si avviassero verso l'insolvenza. Si allude ai *credit default swap* (abbreviati in Cds), contratto derivato che consiste come noto nell'accordo con il quale l'acquirente del Cds paga un premio periodico a fronte dell'impegno della controparte, solitamente una banca, di assicurare il primo per il caso di fallimento dell'emittente di un titolo da quest'ultimo acquistati.

Lo *spread* dei Cds rappresenta il costo per coprirsi dal rischio di insolvenza di una determinata società, evidenziava, già dal Gennaio 2008, la crisi in cui versava la banca americana. Tanto è vero che per i Cds relativi ai titoli Lehman il differenziale era aumentato da appena una ventina di punti base (0,20 per cento) di fine dicembre 2006, a circa 150 punti base (1,5 per cento) all'inizio del 2008, per arrivare a circa 800 punti base (8 per cento) prima del *default* di settembre dello stesso anno.

5. Le controversie tra intermediari e risparmiatori acquirenti di obbligazioni Lehman Brother: le prime risposte della giurisprudenza di merito.

Il mercato finanziario aveva dunque fornito plurime avvisaglie del *crack* già un anno prima che questo venisse ufficializzato, ma ciò nonostante l’iniziativa “obbligazioni basso – rischio basso rendimento” non le aveva recepite.

Nel contenzioso sorto tra i risparmiatori coinvolti e gli intermediari la questione si è inevitabilmente posta all’attenzione del giudicante ed ha ricevuto soluzioni non univoche.

In un caso la domanda dell’investitore è stata respinta, sul rilievo che non potesse essere addossato alla banca negoziatrice del titolo Lehman Brother la negligente attività delle agenzie internazionali di *rating* nel recepire i pur rilevanti segnali di deterioramento della situazione patrimoniale e finanziaria della banca d’affari emittente, posto che al momento dell’ordine di acquisto (febbraio 2008), il grado di affidabilità del *bond* (A1) era ritenuto elevato dagli analisti più accreditati sul mercato (Trib. Venezia, 5 novembre 2009, in www.ilcaso.it, in arch. diritto finanziario).

Si segnalano per contro due pronunce favorevoli al risparmiatore.

Nella prima in ordine cronologico (Trib. Udine, 5 marzo 2010, *ibidem*) il giudice adito non ha ritenuto decisiva la circostanza della ridotta rischiosità del titolo ufficializzata nel *rating* assegnati al momento dell’acquisto (A1 anche in questo caso, nell’ottobre 2007), reputando comunque nel complesso insufficiente l’informativa fornita al cliente rispetto a quella esigibile nel caso concreto. A questo specifico riguardo è stata censurata la mancata segnalazione del maggiore rischio di credito assunto dall’investitore nell’acquisto di un’obbligazione *corporate* rispetto a quello inerente l’acquisto di titoli del mercato monetario, nei quali si era prevalentemente manifestata nel passato la propensione all’investimento del cliente.

Riveste maggiore interesse ai fini della presente trattazione la decisione del Tribunale di Torino del 22 dicembre 2010 (consultabile anch’essa nell’archivio di diritto finanziario del sito www.ilcaso.it) che ha invece fondato la responsabilità della banca intermediatrice nella vendita di obbligazioni Lehman Brother sulla base dello specifico obbligo contrattuale assunto dalla stessa. Più precisamente, secondo il citato giudice la volontaria assunzione di un obbligo da parte dell’intermediario è avvenuta con l’aver quest’ultimo comunicato e reso edotto il cliente, attraverso apposita dicitura nell’ordine di borsa con cui il titolo veniva acquistato, del fatto che il titolo faceva parte dell’elenco obbligazioni a basso rischio – rendimento elaborato dal Consorzio Pattichiari, per cui “*in base agli andamenti di mercato il titolo potrà uscire dall’elenco successivamente alla data dell’ordine*”. Inoltre “*Il cliente sarà tempestivamente informato se il titolo subisce (sic) una variazione significativa del livello di rischio*”.

Da ciò, secondo il giudice, discende la volontaria assunzione dell’intermediario di un obbligo di fonte negoziale, ulteriore a quelli codificati nella normativa del

t.u.i.f. e di matrice Consob. Detto obbligo, interpretato a favore della parte debole del rapporto, vale a dire il cliente, si sostanzia nell'aggiornamento costante sull'andamento del titolo, ed in particolare dell'obbligo di informazione tempestiva in caso di variazione peggiorativa dei rischi di credito e di mercato (secondo i parametri specificati nel paragrafo precedente). Nel caso di specie è stato rimproverato alla banca di non avere segnalato la forte oscillazione del *bond* registratasi pochi giorni prima della dichiarazione giudiziale di insolvenza del 15 settembre 2008: dalla quotazione 91,637 del 10/9 a 82,667 del giorno seguente, impedendo così al cliente di sfruttare il "rimbalzo" del titolo a 87,525 del 12/9, e dunque pregiudicandogli una possibile scelta di disinvestimento conveniente, prima del dissesto.

6. Ricostruzione del caso Lehman Brother.

L'indicazione che si può ricavare dalla sentenza del Tribunale di Torino in commento è che anche in una normativa estremamente analitica ed articolata quale quella relativa agli obblighi comportamentali richiesti all'intermediario abilitati alla prestazione dei servizi di investimento possono crearsi spazi per l'intervento di altre fonti idonee integrative del regolamento privato che si attua con i contratti stipulati in tale settore. Come dimostra la vicenda esaminata dal citato giudice di merito, una di queste fonti è certamente quella proveniente dall'autoregolamentazione delle parti.

Il tema è solo lambito dalla suddetta pronuncia, che pure ha puntualmente colto un aspetto di grande rilievo nella collocazione sistematica del ruolo dell'autonomia privata quale fonte creatrice di regole direttamente applicabili ai rapporti contrattuali, ancorché gli stessi siano fortemente condizionati da una pervasiva disciplina legislativa e regolamentare di carattere cogente.

Detto tema si iscrive nella più ampia questione della rilevanza esterna, a livello dell'ordinamento generale, dei codici di autodisciplina, quale è certamente quello in allora predisposto dal Consorzio Pattichiari relativamente alle obbligazioni rientranti nell'elenco "basso rischio-rendimento". Il fenomeno della produzione di regole da parte di soggetti sforniti di potestà di emanare norme giuridiche (*soft law*) è in costante evoluzione ed ha fatto registrare significativi sviluppi sia a livello giurisprudenziale che di prassi amministrativa. Se in ordine al secondo profilo può essere sufficiente in questa sede accennare alle ormai ampia diffusione di procedimenti normativi delle autorità amministrative indipendenti nelle quali è prevista, al fine di recuperare il deficit di rappresentatività di tali enti, la consultazione delle organizzazioni rappresentative dei soggetti destinatari degli atti normativi, le quali divengono in tal modo compartecipi della potestà normativa delle suddette autorità, con riguardo al primo profilo sembra utile ricordare che la Cassazione ha di recente sancito la natura integrativa di precetti di legge alle previsioni del codice deontologico degli avvocati (sez. un., 7 luglio 2009, n. 15852); in precedenza lo stesso giudice di legittimità aveva affermato l'idoneità dei codici di autodisciplina pubblicitaria ad integrare il parametro di

correttezza professionale ai fini dell'apprezzamento di atti di concorrenza sleale ex art. 2598, n. 3, c.c. (sez. I, 15 febbraio 1999, n. 1529).

In sostanza, al momento dell'autorità, connotato tipico del potere normativo che si manifesta con l'emanazione di regole giuridicamente rilevanti per i consociati, si affianca sempre più spesso quello del mercato, di cui sono espressione le regole di elaborate da organizzazioni rappresentative di determinate categorie professionali.

Il relativo fondamento contrattuale impedisce tuttavia di predicare una loro una efficacia vincolante sul piano dell'ordinamento generale se non al ricorrere di determinati presupposti. Tanto precisato, si tratta allora di stabilire le condizioni al ricorrere delle quali è possibile configurare una simile efficacia.

Nel caso dell'iniziativa del Consorzio Pattichiari appaiono meritevoli di piena adesione le conclusioni raggiunte dal Tribunale di Torino, dovendosi quindi ritenere che l'intermediario aderente al progetto obbligazioni basso rischio – rendimento abbia con ciò assunto puntuali obblighi di natura contrattuale nei confronti del cliente, consistenti principalmente nel costante monitoraggio dei titoli inclusi nell'elenco al fine di informare quest'ultimo in caso di significative variazioni delle condizioni di rischio. La descritta assunzione di obblighi contrattuali è nel caso di specie avvenuta attraverso l'esplicito richiamo alla guida elaborata dal Consorzio contenuto nei moduli di sottoscrizione dell'ordine, cosicché questa è divenuta parte integrante del contratto mediante il consolidato strumento del rinvio ad altra fonte di regolamentazione del contratto.

La tecnica con cui è attribuita rilevanza ad una fonte estranea al contratto non suscita particolari problemi di inquadramento giuridico: si tratta di una tipica *relatio imperfecta*, vale a dire di un richiamo operato da una sola delle parti contraenti ad altra fonte integratrice del contenuto del rapporto, tipicamente impiegata nei contratti per adesione a condizioni generali o conclusi su moduli e formulari predisposti unilateralmente (artt. 1341 e 1342 c.c.). Nel caso del richiamo alla guida relativa all'elenco delle obbligazioni a bassa rischiosità non si pone poi alcun problema, tradizionale in questa tipologia di contratti, di verificare se l'investitore potesse conoscere le conseguenze sul piano negoziale derivanti dall'adesione dell'intermediario all'iniziativa promossa Consorzio. Non venendo infatti in rilievo clausole vessatorie, ma casomai favorevoli all'aderente, il mero fatto oggettivo che vi sia stata tale adesione e che in esecuzione di questa sia stato operato il richiamo alla guida associata all'elenco in questione è circostanza sufficiente a rendere operativi gli obblighi di monitoraggio costante e informativa tempestiva sull'evoluzione della rischiosità dell'investimento.

Sul piano sistematico, è appena il caso di notare che la ricostruzione ora offerta induce a ritenere preferibile ricostruire i singoli acquisti di strumenti finanziari eseguiti nell'ambito del necessario contratto quadro di investimento come altrettanti contratti e non già come atti esecutivi, non potendosi altrimenti comprendere come questi possano al contempo fungere da atti integrativi della disciplina negoziale tra intermediario e cliente.

7. Spunti di riflessione del caso Lehman Brother: a) la fase della scelta dell'investimento.

La natura contrattuale dell'iniziativa adottata dal Consorzio Pattichiari, come ora prospettata, consente anche di "rispolverare" un rimedio la cui applicazione che allo stato attuale dell'evoluzione del diritto dei contratti, in particolare quelli caratterizzati da uno squilibrio delle posizioni di forza dei contraenti, ha ormai assunto un ruolo marginale. Si allude all'annullamento del contratto, nella particolare ipotesi dell'errore sulle qualità essenziali della cosa venduta ai sensi dell'art. 1429, n. 3), c.c..

Nel settore dell'intermediazione finanziaria tale tecnica rimediabile non ha avuto grande successo. Si è infatti frapposto l'ostacolo concettuale rappresentato dal requisito dell'essenzialità della falsa rappresentazione in cui l'errore-vizio del consenso si sostanzia, dal quale esulano profili di convenienza dell'operazione quali si appalesano le caratteristiche di rischiosità dello strumento finanziario. Non è poi sufficiente per il buon fine dell'azione di annullamento provare in giudizio il carattere essenziale (oltre che riconoscibile dall'altro contraente) dell'errore, in quanto per la caducazione del contratto si esige anche che se ne dimostri il carattere determinante del consenso. Il che appare assai arduo nel settore in esame, in cui l'investitore ha in genere effettuato a monte la scelta di operare nel mercato borsistico, necessitando unicamente di informazioni sul come e cosa acquistare. Nel medesimo settore vengono quindi in rilievo essenzialmente casi di omissione di informazioni dovute in base ad obblighi legalmente stabiliti, sicché ogni questione concernente il momento della formazione del consenso è assorbito in quello delle regole comportamentali valutabili sul piano della lesione dell'affidamento precontrattuale o dell'esatto adempimento di obbligazioni contrattuali. La stessa Cassazione, con la già citata sentenza n. 19024/05, ha sancito la prevalenza del rimedio risarcitorio tipico dell'inadempimento di obbligazioni, anche di fonte legale, rispetto a quello caducatorio proprio dei vizi della volontà, individuando nel dolo incidente ex art. 1440 c.c. e nel correlativo diritto al risarcimento del danno lo schema concettuale in base al quale apprezzare le condotte sleali dell'intermediario in fase perfezionamento dell'operazione di investimento.

Per contro, il contenuto impegnativo in cui si è visto sostanziarsi la guida elaborata in occasione del progetto Pattichiari relativa ai titoli obbligazionari a basso rischio-rendimento importa che le specifiche caratteristiche, al ricorrere delle quali è consentita l'inclusione di un *bond* nell'elenco, si traducano in altrettante circostanze, cui si riferisce testualmente il citato n. 3) dell'art. 1429 c.c., in forza delle quali ritenersi formato il consenso dell'investitore ad acquistare un titolo in esso compreso. Donde la possibilità di domandare l'annullamento del contratto nell'ipotesi in cui si accertasse la mancanza di anche una sola delle caratteristiche tipologiche promesse e la conseguente restituzione delle somme investite.

Se allora si reputa determinante del consenso dell'investitore l'inclusione di un titolo obbligazionario nell'elenco di quelli a basso rischio elaborato dal Consorzio Pattichiari, diviene agevole anche ipotizzare una responsabilità di quest'ultimo nei confronti dell'investitore.

Al riguardo, la mancanza di un rapporto di tipo contrattuale tra i due soggetti (tale dovendosi sicuramente ritenere anche il Consorzio, in quanto appartenente alla categoria di quelli con attività esterna, come disposto dall'art. 1 dello statuto, e per il quale dunque è configurabile la responsabilità verso i terzi ex art. 2615 c.c.), impedisce di prospettare forme di responsabilità contrattuale, anche applicando lo strumento concettuale, che pure larga fortuna sta tuttora avendo presso la giurisprudenza di legittimità, del contatto sociale.

Appare ostare a tale ipotesi ricostruttiva l'assenza di una occasione di incontro di tra l'investitore ed il Consorzio. In realtà si è visto sopra che quest'ultimo costituisce la struttura di supporto ad una iniziativa di autoregolamentazione promossa dalle banche per migliorare e semplificare i rapporti di queste ultime con il pubblico dei risparmiatori. Le iniziative all'uopo elaborate assumono dunque rilevanza in detti rapporti esclusivamente se e nella misura in cui vengano recepiti nell'ambito degli obblighi discendenti dal contratto attraverso tecniche negoziali di rinvio in funzione integrativa del relativo contenuto.

Nondimeno, sembra difficile negare un qualche rilievo giuridico dell'elenco delle obbligazioni sicure in virtù del ruolo di determinazione all'investimento che esso può rivestire. Questo accenno consente di qualificare la diffusione presso il pubblico dell'elenco da parte del Consorzio come pratica commerciale ai sensi dell'art. 18 e ss. del codice del consumo (d.lgs. n. 206/05). Da tale inquadramento si trae il corollario per cui qualsiasi difformità tra le caratteristiche dei titoli pubblicizzate e quelle reali consente l'azionabilità dei rimedi, essenzialmente di stampo collettivo, apprestati dal codice del consumo (artt. 140 e 140-bis), oltre che, sul piano individuale, di quello generale risarcitorio previsto dall'art. 2043 c.c.. E' infatti al paradigma della responsabilità extracontrattuale che la costante giurisprudenza della Cassazione ha ricondotto le ipotesi di danni asseritamente subiti per effetto di pubblicità ingannevoli (cfr. sez. un., 15 gennaio 2009, n. 794; sez. III, 17 dicembre 2009, n. 26516).

Dal descritto inquadramento consegue tuttavia che tutti gli oneri probatori in specie ordine alla colpa ed al nesso di causalità tra il messaggio pubblicitario ingannevole ed il danno lamentato, sono a carico al risparmiatore. Ciò rende quindi difficile prevedere un consistente ricorso allo strumento di tutela in esame, vista l'alternativa rappresentata dai rimedi contro l'inadempimento nei confronti dell'intermediario.

8. b) (segue): la fase dell'esecuzione del contratto.

A questo punto possono essere esaminati anche i riflessi del progetto obbligazioni basso rischio – rendimento sulla fase esecutiva dei rapporti contrattuali con gli investitori. Uno di questi consiste nel rilievo che ai fini della

valutazione dell'adempimento dell'obbligazione, volontariamente assunta dall'intermediario, di monitorare l'investimento, assume la struttura organizzativa da questo a ciò predisposta. Rilievo che dunque ascende al piano della valutazione dei comportamenti attuativi del vincolo negoziale, da apprezzare alla stregua del canone di diligenza ex art. 21, comma 1, lett. a), t.u.i.f., con cui viene prestato il servizio di investimento al cliente.

Occorre premettere che a dispetto della testuale previsione contenuta nella lett. d) della citata disposizione, relativa all'obbligo degli intermediari di organizzarsi in modo da fornire un servizio efficiente, i profili attinenti alle modalità organizzative e procedurali con cui il servizio di investimento è prestato hanno rivestito nell'ambito del contenzioso con i risparmiatori un ruolo subalterno sui generali precetti comportamentali enunciati nella lett. a) ed ulteriormente specificati nella disciplina regolamentare emanata dalla Consob. E' prevalso infatti un approccio alla materia basato sull'applicazione dei tradizionali parametri di valutazione dei comportamenti tenuti in sede di trattative e di esecuzione del contratto compendiate nelle clausole generali della buona fede e della diligenza professionale ex artt. 1337, 1176, comma 2, e 1375 c.c., con correlativa obliterazione degli aspetti concernenti l'organizzazione della struttura di vendita e di controllo interno predisposta dell'intermediario.

Eppure questi aspetti possono essere decisivi nella valutazione delle modalità attraverso le quali un soggetto professionale quale l'intermediario abilitato alla prestazione dei servizi di investimento in strumenti finanziari può adempiere alle proprie obbligazioni, anche perché un apprezzamento condotto alla stregua della diligenza di matrice codicistica, così come costantemente applicata, potrebbe non essere sufficiente a fornire tecniche di controllo adeguate alle specificità della materia. Ciò per il semplice motivo che il tipo di prestazione che viene realizzata è strettamente dipendente dalle modalità con cui l'intermediario si è organizzato al fine di monitorare gli andamenti borsistici e l'evoluzione del rischio degli investimenti.

In altri termini, la prestazione cui quest'ultimo è tenuto si qualifica non soltanto per il comportamento finale circoscritto al rapporto con il cliente, ma anche per il modo in cui all'interno di esso è stato organizzato tale comportamento. Non va dimenticato a questo specifico riguardo che il rafforzamento del criterio della diligenza con specifici obblighi di natura organizzativa costituisce un presupposto fondamentale per adeguare detto criterio alla complessità della materia finanziaria e dalla disparità di posizione dei contraenti in termini di informazioni, esperienza e capacità tecniche.

Una conferma di quanto ora si è detto può essere ricavata dalla decisione del Tribunale di Venezia, sopra menzionata, che ha rigettato la domanda risarcitoria proposta dal risparmiatore in base alla considerazione che il *rating* del titolo Lehman Brother fornito dalle principali agenzie specializzate era rimasto nell'ambito della classe di merito più alta sino al *default*.

Si tratta tuttavia di un ragionamento estremamente riduzionista della posizione qualificata dell'intermediario, relegato a mero *nuncius* di un giudizio

sull'affidabilità dell'emittente reso da terzi estranei al rapporto contrattuale. Il quale giudizio, peraltro, anche un cliente non particolarmente esperto e conoscitore dei mercati finanziari potrebbe procurarsi autonomamente. Ad opinare in questo senso si perviene dunque alla paradossale conclusione per cui l'integrazione del contratto di investimento attraverso il codice di condotta in cui si esprime l'iniziativa dell'elenco delle obbligazioni a basso rischio si tradurrebbe in un alleggerimento della posizione e degli obblighi gravanti sull'intermediario. Quanto più evidente appare ciò che ora si è posto in rilievo tanto più si pensi agli avvenimenti che hanno caratterizzato l'inesorabile precipitare della Lehman Brother verso la bancarotta, di cui si è detto sopra, dai quali un operatore in possesso di adeguata professionalità avrebbe dovuto tenere conto nell'interesse dell'investitore.

Il dovuto risalto ai riflessi organizzativi implicati nell'obbligo contrattuale di informare quest'ultimo con tempestività circa i mutamenti della rischio dei titoli obbligazionari emessi dal gruppo avrebbe certamente consentito di giungere ad una soluzione favorevole al cliente, essendo incontestabile che un servizio organizzato in modo efficace avrebbe ben potuto consentito di cogliere i segnali di aumento del rischio di insolvenza, oltre che della accresciuta volatilità del titolo in conseguenza delle vicissitudini societarie. Ciò allo scopo, debitamente evidenziato dal Tribunale di Torino, di porre il cliente in condizione di decidere per tempo come rispondere ai segnali lanciati dai mercati, sino al punto di disinvestire per non essere coinvolto nel *default*.

La posizione del Tribunale di Venezia risulta in ultima analisi fortemente svalutativa delle opzioni di politica legislativa alla base della normativa in materia di servizi di investimento in strumenti finanziari, principalmente quella di correggere con elementi di formalismo negoziale ed attraverso l'analitica previsione di obblighi comportamentali l'asimmetrica distribuzione delle informazioni finanziarie tra le parti in causa (obiettivo fatto proprio anche dal progetto del Consorzio Pattichiari con la predisposizione di un elenco ufficiale di obbligazioni a bassa rischio). E' noto a questo riguardo che la scienza economica considera la descritta situazione come uno moventi per comportamenti opportunistici o sleali da parte degli operatori professionali, emittenti ed intermediari, in grado di condurre anche a grandi fallimenti quali quelli recentemente registratisi nel mercato finanziario. Ne consegue, secondo tale impostazione, che solo un'applicazione effettiva delle regole cogenti emanate dal legislatore o elaborate attraverso l'autoregolamentazione di tali operatori consente di correggere e circoscrivere entro limiti di tollerabilità, nel superiore interesse dell'integrità dei mercati, enunciato dall'art. 21 del t.u.i.f..

9. Notazioni conclusive.

Se si pone risalto alla considerazione da ultimo svolta risulta peraltro possibile sostenere che gli aspetti attinenti all'efficiente organizzazione dei servizi di investimento assumano valenza cruciale per ogni tipologia normativamente

stabilita. A questo specifico riguardo non sembra inutile analizzare gli sviluppi normativi che hanno contraddistinto l'applicazione in Italia della Direttiva Mifid. A differenza di quanto avveniva nella vigenza della precedente normativa secondaria, le disposizioni regolamentari emanate dalla Consob in attuazione della citata direttiva richiedono ora all'intermediario una approfondita analisi in ordine alla valutazione della competenza ed esperienza del cliente in ambito finanziario (si tratta della richiamata regola *know your customer rule*).

Occorre in ogni caso precisare che l'obbligo informativo in questione è modulato in relazione alla tipologia del servizio di investimento prestato.

Fermo rimanendo il comune denominatore rappresentato dal risultato cui l'obbligo tende, che consiste nella ragionevole convinzione che il cliente, considerato anche la tipologia di servizio e di investimento, sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni e di comprendere i rischi con le stesse assunte, il regolamento n. 16190 opera sul punto una distinzione tra servizi di gestione di portafogli e di consulenza in investimenti ed altri servizi. Nel primo caso vengono richieste, oltre alla conoscenza ed esperienza in materia, ivi compresi natura, volumi e frequenza degli investimenti pregressi, alla situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento, dati più precisi sulla composizione e consistenza del patrimonio dell'investitore, nonché sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento e le relative finalità, sulle preferenze in materia di rischio e sul suo profilo di rischio (art. 39). Nel secondo caso questi ultimi elementi non sono richiesti (art. 41).

In entrambi, comunque, l'intermediario viene gravato dell'obbligo di controllo sostanziale, consistente nel non fare affidamento sulle informazioni fornite che siano *"manifestamente superate, inesatte o incomplete"* (art. 39, comma 5, cit. richiamato anche dal successivo art. 41).

A questo flusso informativo, di tipo passivo, si affianca quello attivo concernente le caratteristiche dello strumento finanziario proposto. L'art. 31 del regolamento fornisce al riguardo un dettaglio delle informazioni sulle caratteristiche dell'investimento, adottando quindi una soluzione innovativa rispetto al previgente regolamento n. 11522/98: in particolare è specificato al comma 2 che l'informazione al cliente deve riguardare: *"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"*.

Il conseguente giudizio sull'adeguatezza ex art. 40 dell'investimento, dovuto solo in relazione alla prima tipologia di servizio, assume dal punto di vista logico la veste di un'operazione deduttiva di coerenza formulata sulla base del compendio informativo raccolto. Anche la valutazione di appropriatezza richiesta ex art. 42

per gli altri servizi di investimento, ai fini dell'avvertimento al cliente in caso negativo, è comunque ancorata ad una effettiva raccolta di informazioni sul bagaglio conoscitivo del cliente.

La nuova normativa in materia di raccolta di informazioni dai clienti ai fini del rispetto delle regole di adeguatezza e appropriatezza è dunque incentrata sulla congruità rispetto ad un effettivo grado di conoscenza dell'investitore, con un rafforzamento dei doveri comportamentali nella fase prodromica del contatto tra le due parti del rapporto, finalizzato alla scelta di investimento del cliente. Si assegna in questo modo all'intermediario il compito di adottare tutte le misure organizzative necessarie per il descritto accertamento. Il criterio della diligenza viene dunque ancora più accentuato rispetto al regime precedente e compenetrato con il dovere di organizzarsi efficacemente. Tale combinazione pone infatti in risalto gli aspetti con i quali il servizio è organizzato, in termini di risorse umane e strumentali: se i doveri informativi vanno assolti in modo effettivo e non meramente burocratico, non vi è chi non veda alla base di questo imperativo la necessità di un'adeguata organizzazione della struttura di commerciale e di quella di controllo interno dell'intermediario.

Si affacciano dunque sul piano dei rapporti contrattuali gli aspetti procedurali del servizio di investimento, per cui le relative carenze e disfunzioni si riflettono direttamente sul piano della valutazione dell'obbligo di corretta e diligente esecuzione della prestazione dovuta al cliente. In particolare, la conoscenza delle caratteristiche finanziarie del prodotto proposto, ivi compresa la presenza di componenti derivative, comporta evidentemente la necessità di disporre di procedure informative interne in grado di enucleare tali caratteristiche e rapportarle alla profilatura del cliente.

L'efficienza e l'adeguatezza delle procedure interne non esaurisce il proprio rilievo nel perseguimento degli interessi economici dell'intermediario, ma in virtù dell'art. 47 Cost. è funzionalizzata al rispetto degli interessi degli investitori, sotto forma di obbligo di legge integrativo del contratto ex lett. d dell'art. 21 t.u.i.f. più volte ricordato. Ne consegue che una inadeguatezza organizzativa del servizio di investimento è già sufficiente per ritenere violati i doveri primari di prestare il servizio in modo efficiente e diligente.

La conclusione cui è pervenuto il Tribunale di Udine, sopra citato, con riguardo alla negoziazione di un titolo obbligazionario emesso da Lehman Brother è indicativo di questa rinnovata tensione verso gli aspetti organizzativi intesi in senso funzionale all'adempimento degli obblighi derivanti dal contratto di investimento a carico dell'intermediario, laddove è stata stigmatizzata l'informativa al momento della scelta di investimento circa le caratteristiche del titolo acquistato dal cliente, differenti rispetto a quelli già in portafoglio.

La vicenda è inoltre significativa anche perché le vicissitudini del gruppo nell'ultimo anno e mezzo prima del *default*, di cui si è detto sopra, avrebbero dovuto porre l'intermediario in grado di formulare previsioni di deterioramento dei profili di rischio a suo tempo considerati e fornire al cliente la dovuta informativa. Il non avere recepito i segnali dei mercati è sintomo di

inadeguatezza della struttura organizzativa dell'intermediario, o peggio ancora di complice accettazione, che solo una lettura ad ampio raggio delle disposizioni normative vigenti in materia può scongiurare.

Una volta dunque acquisita la necessaria consapevolezza dell'importanza del profilo organizzativo non sembra tuttavia coerente circoscriverne la portata, per tutte le tipologie di servizio di investimento diversi dalla gestione di portafogli e dalla consulenza, alla sola fase della scelta sulla tipologia di strumento. Ciò finirebbe infatti per dare luogo ad una lettura abrogatrice di un precetto costituzionale la cui diretta applicabilità ai rapporti giuridici interprivati è ormai incontestata, o quanto meno ad una disposizione di legge primaria, il ricordato art. 21, lett. d, t.u.i.f., ad opera di una fonte normativa gerarchicamente subordinata quale è quella di emanazione Consob, e dunque in violazione dell'art. 4 delle preleggi. Non si vede in altri come non debbano essere valorizzati a questo fine i doveri organizzativi che il legislatore ha posto a carico della parte del contratto professionalmente attrezzata a fornire una simile prestazione, anche nei confronti di una pluralità di controparti. In questo senso, dunque, se pure le iniziative di autoregolamentazione possono fungere da strumento di ulteriore rafforzamento della tutela degli interessi degli investitori, il dato normativo appare di per sé sufficiente a soddisfare le esigenze di protezione del risparmio imposte dalla Costituzione.