



BENEDETTA DE PAOLA

L'orientamento della Cassazione su inadempimento degli intermediari finanziari e risoluzione dei singoli ordini di investimento: ancora un problema di tutela selettiva?

La Corte di Cassazione ha negli ultimi anni rivisto la ricostruzione che in precedenza era stata fatta, dagli stessi giudici di legittimità a Sezioni Unite nel 2007, delle conseguenze della violazione degli obblighi di comportamento da parte degli intermediari finanziari. Affermando la natura autonoma e contrattuale delle operazioni di investimento, la Corte ammette la possibilità di domandare la risoluzione del singolo investimento. Il lavoro ripercorre in chiave critica le argomentazioni addotte dalle pronunce in esame a sostegno delle proprie conclusioni, fornendo una diversa possibile chiave di lettura.

In recent years the Court of Cassation has revised its previous 2007 framework about the consequences of the violation of the behavioral obligations by financial intermediaries. Stating that investment transactions are autonomous contracts, the Court admits the possibility of cancelling the single order. The present work critically examines the arguments on which the sentences based their conclusions, providing a possible different interpretation.

Sommario: 1. L'orientamento della Cassazione sulla risoluzione degli ordini di borsa - 2. La qualificazione della relazione negoziale tra cliente e intermediario – 3. Il collocamento e la funzione degli obblighi inadempiti – 4. Considerazioni conclusive.

1. L'orientamento della Cassazione sulla risoluzione degli ordini di borsa

La legislazione in materia di servizi di investimento di matrice europea prevede, come noto, a carico degli intermediari, una serie di obblighi informativi, tradizionalmente distinti in attivi e passivi, per cui se da un lato l'intermediario è tenuto a operare in modo che i clienti "siano sempre adeguatamente informati", dall'altro esso deve acquisire dagli stessi "le informazioni necessarie"¹ a fornire il servizio in modo da rispettare gli ulteriori obblighi di comportamento previsti a suo carico, così come specificati dalla normativa di dettaglio.

Gli Stati membri sono stati, però, lasciati liberi di individuare il rimedio più adeguato alla violazione delle norme legislative e regolamentari, al fine di consentire di tenere conto delle specificità del settore e dell'impianto rimediabile previsto dai vari ordinamenti nazionali.

A poco più quindici anni dalle pronunce della Cassazione riguardanti le conseguenze della violazione da parte degli intermediari delle regole di comportamento poste a loro carico, che sembravano aver fissato un punto fermo nella riaffermazione della distinzione tra regole di comportamento e di validità, la questione dei rimedi è ancora quantomai attuale, e si concreta nuovamente nella necessità di una scelta tra rimedi meramente risarcitori o invalidatori,

¹ Così all'art. 21 del t.u.f., d. lg. n. 58/1998.

presentandosi non più, però, nelle forme di una contrapposizione tra nullità e mero risarcimento del danno, quanto piuttosto nella rinnovata proposizione di un rimedio caducatorio, quale è quello della risoluzione, riferita non più solo, come nel 2007, al contratto di intermediazione, ma anche alla singola operazione di investimento.

Infatti, parallelamente alla diffusione della prassi della nullità selettiva², anche un'altra è stata, negli anni più recenti, la via percorsa dagli investitori che si assumevano danneggiati, e precisamente quella della risoluzione per inadempimento³, finalizzata però a chiedere lo scioglimento della sola operazione specificamente individuata dall'attore, senza toccare il contratto-quadro.

La Corte di Cassazione ha con varie pronunce avallato tale orientamento, mettendo in luce come si possa giungere ad una risoluzione sia del contratto quadro sia delle varie operazioni compiute, a seconda della collocazione sistematica e temporale, nonché della natura e del contenuto degli obblighi asseritamente violati.

Nonostante, dunque, i giudici di legittimità nel 2007⁴, nel risolvere la discussa questione delle conseguenze della violazione degli obblighi di comportamento a carico degli intermediari, avessero in maniera chiara affermato come alcuni obblighi riguardassero la fase antecedente la conclusione del contratto-quadro, mentre altri si collocassero nella fase attuativa di quest'ultimo, e allo stesso tempo, essendo funzionali alla corretta formazione del consenso da parte dell'investitore, nella fase antecedente rispetto alle singole operazioni di investimento, al contrario, le più recenti pronunce della Cassazione⁵ hanno ritenuto di rivedere quelle posizioni i cui assunti sembravano oramai acquisiti, affermando che il fatto che nelle predette sentenze si facesse riferimento alla sola risoluzione del contratto-quadro non

² Ovvero la prassi consistente nell'impugnazione, pur a fronte della declaratoria dell'intero contratto-quadro, da parte dell'investitore delle sole operazioni rivelatesi infruttuose, lasciando invece in piedi quelle che abbiano avuto un esito positivo. In merito v. la nota n. 28.

³ Sulla risoluzione per inadempimento G. AULETTA, *La risoluzione per inadempimento*, Milano, 1942; L. MOSCO, *La risoluzione del contratto per inadempimento*, Napoli, 1950; A. BELFIORE, *Risoluzione per inadempimento e obbligazioni restitutorie*, in Scritti in onore di Giuseppe Auletta, II, Milano, 1988; B. GRASSO, *Eccezione d'inadempimento e risoluzione del contratto: profili generali*, Napoli, 1973; R. SACCO, *Risoluzione*, in *Digesto*; R. SACCO – G. DE NOVA, *I rimedi sinallagmatici*, in *Il contratto*, ed. IV, Vicenza, 2016, pp. 1583 ss.; P. TRIMARCHI, *Il contratto: inadempimento e rimedi*, Milano, 2010, p. 62 ss.; M. TAMPONI, *La risoluzione per inadempimento*, in *I contratti in generale*, Tomo II, in *Trattato dei contratti* diretto a P. Rescigno ed E. Gabrielli, pp. 1709 ss.; A. LUMINOSO, *Della risoluzione per inadempimento*, artt. 1453-1454, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1990, p. 3 ss.; COVIELLO jr., *Risoluzione per inadempimento: retroattività del contratto e risarcimento del danno*, in *Riv. dir. civ.*, 1935, p. 2 ss.).

⁴ Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Giust. Civ.* 2008, 12, 2775, con nota di Febbrajo, *Danno e resp.*, 2008, 525 ss., con note di Roppo e di Bonaccorsi, in *Società*, 2008, 449 ss., con nota di Scognamiglio, in *Contratti*, 2008, 221 ss., con nota di Sangiovanni.

⁵ Cass. 19 settembre 2022, n. 27378; Cass. 3 novembre 2021, n. 31494; Cass. 31 marzo 2021, n. 8997; Cass. 31 agosto 2020, n. 18122; Cass. 22 maggio 2020, n. 9468; Cass. 4 luglio 2018, n. 17497; Cass. 9 febbraio 2018, n. 3261; Cass. 7 luglio 2017, n. 16861; Cass. 27 aprile 2016, n. 8394; Cass. 18 maggio 2016, n. 10161; Cass. 9 agosto 2016, n. 18820; Cass. 19 maggio 2014, n. 23717; nella giurisprudenza di merito si vedano A. Campobasso, 28 marzo 2022, n. 101; A. Firenze, 24 gennaio 2022, n. 134.

necessariamente significa che esse intendessero negare in radice la possibilità di risolvere anche i singoli ordini⁶.

Più precisamente, per la Corte il contratto quadro è un contratto normativo, le cui prescrizioni si devono intendere automaticamente trasfuse nei contratti che danno vita alle varie operazioni di investimento, queste ultime costituendo distinti ed autonomi contratti, e come tali potendo essere risolti in caso di inosservanza dei doveri informativi nascenti dopo la conclusione del contratto quadro.

Ma il fatto che una violazione posta in essere dall'intermediario possa riferirsi, logicamente e funzionalmente, ad un investimento specifico, non può automaticamente portare ad ammettere, sul piano giuridico e strutturale, che quella violazione possa causare la risoluzione della sola operazione incriminata.

L'ammissibilità della autonoma risolvibilità degli ordini di borsa dipende dalla natura non solo negoziale, ma altresì contrattuale, e, più precisamente, di contratto a prestazioni corrispettive, dell'operazione di investimento conclusa, nonché dalla sussistenza di un nesso sinallagmatico tra l'obbligo a carico dell'intermediario che sia rimasto inadempito e la prestazione da parte del cliente delle somme da impiegare per l'investimento, alla cui restituzione in ultima analisi la domanda di risoluzione tende.

2. La qualificazione della relazione negoziale tra cliente e intermediario

Volendosi contestualizzare le affermazioni della Corte, deve in via di premessa ricordarsi come la struttura complessa, a livello temporale e negoziale, del rapporto giuridico tra intermediari finanziari e investitori, rende ragione delle difficoltà applicative delle prescrizioni normative che ad esso si riferiscono. È ben noto, e pertanto qui ci si limita a brevissimi cenni, come il contratto con il quale intermediario e investitore disciplinano la prestazione dei servizi di investimento⁷ sia qualificato da alcuni interpreti come contratto normativo⁸ con il quale le

⁶ Così in particolare Cass. 9 agosto 2016, n. 16820.

⁷ Tale contratto è analiticamente disciplinato, nel suo contenuto, per il caso in cui sia stipulato con un cliente al dettaglio, dall'art. 37 del c.d. Regolamento Intermediari, adottato dalla Consob con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018. L'art. 37 del predetto regolamento disciplina nello specifico il contratto relativo alla gestione di portafogli e l'art. 166 quello di consulenza in materia di investimenti.

⁸ D. PACE, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca borsa*, 2010, II, p. 118, per cui esso ha la "funzione di disciplinare, conformemente alle norme di legge e regolamentari, i futuri rapporti contrattuali tra intermediario e cliente che si svilupperanno in occasione della prestazione, da parte del primo, dei servizi di investimento richiesti"; G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e "forma informativa" nei contratti del mercato finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 6, 2017; seppur non parla espressamente di contratto normativo, ritiene che configuri un "contratto cornice" con cui le parti programmano future e non ancora definite operazioni contrattuali di investimento, A. LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, p. 1422; B. INZITARI - V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, p. 13; A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi d'investimento*, in *Corr. giur.*, 2016, p. 1119 ss.; ID., *"Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, in Trattato dei contratti a cura di R. Lener ed E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 201, il quale però allo stesso tempo trova utile un richiamo al contratto di mandato come "archetipo" di riferimento

parti programmano le future, eventuali e plurime operazioni contrattuali che tra di esse avranno luogo, da altri come contratto di mandato⁹, il quale dà luogo ad un'attività di cooperazione gestoria dell'intermediario, tenuto a perseguire l'interesse del cliente, nel contesto di un intenso affidamento di quest'ultimo nelle sue qualifiche professionali.

In conseguenza della ricostruzione del contratto in oggetto quale contratto normativo, dovrebbe ritenersi che esso non sia l'unico contratto concluso tra intermediario e cliente, ma che ad esso anzi seguano altri contratti, volti a concludere le varie operazioni di investimento¹⁰. Gli ordini del cliente configurerebbero delle proposte contrattuali, suscettibili di accettazione o meno da parte dell'intermediario, come tali idonei a dare a vita ad altrettante autonome fattispecie negoziali, o meglio contrattuali. Più precisamente, nel caso di negoziazione in contropartita diretta, l'ordine configurerebbe una proposta di acquisto¹¹, che l'intermediario potrà accettare ex art. 1337 c.c. eseguendolo e trasferendo al cliente gli strumenti finanziari richiesti che siano in suo possesso, mentre, nel caso di negoziazione per conto del cliente, dovendo l'intermediario procurare altrove i valori oggetto dell'ordine, quest'ultimo configurerà una proposta di mandato ad acquistare, che potrà perfezionarsi, del pari, con l'esecuzione dell'incarico da parte del soggetto abilitato, costituendo quindi la base

del rapporto di cooperazione fra due soggetti"; A. MASI, *Il rimedio risolutorio nel contesto della prestazione di servizi di investimento*, in *Giur. Comm.*, 4, 2022, p. 91, nota a Cass., 31 marzo 2021, n.8997; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2005, p. 896 ss., il quale afferma che il contratto di investimento regola la prestazione dei servizi da parte dell'intermediario e che gli ordini costituiscono autonomi contratti di compravendita di strumenti finanziari; F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, p. 42 ss.; C. CASTRONOVO, *Il diritto civile nella legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, 1, p. 313.

⁹ A favore di una qualificazione del contratto-quadro in termini di mandato si collocano F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite*, in *Contr. e impr.*, 2008, I; D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in cui l'A. afferma che "siamo in presenza della causa gestoria e quindi del dovere sostanziale di cura dell'interesse"; U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, p. 445; R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contrattuale "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano 1996, 175; F. GALGANO e N. ZORZI GALGANO, *Tipologia dei contratti fra intermediario e risparmiatore*, in AA. VV., *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, in *Trattato dir. comm. dir. pubbl. ec.*, XLIII, Padova, 2006, p. 66; E. BIVONA, *Violazione degli obblighi informativi dell'intermediario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, 2, 212 ss.

In giurisprudenza, nell'ambito della celebre decisione riguardante la questione delle conseguenze discendenti dalla violazione delle regole di condotta gravanti sugli intermediari, v. Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 cit.; i giudici di legittimità affermano a proposito del contratto-quadro che esso "per taluni aspetti, può essere accostato alla figura del mandato"; nella giurisprudenza di merito in particolare T. Rovereto, 18 gennaio 2006, in *Contr. impr.*, 2006, 578.

¹⁰ I. DELLA VEDOVA, *Sulla forma degli ordini di borsa*, in *Riv. dir. civ.*, 2, 2010, p. 161, sottolinea come nella maggioranza dei casi il contratto-quadro "non "contiene l'accettazione incondizionata dell'incarico gestorio ricevuto", ma anzi è solo con il successivo ordine che il cliente rende "attuale e concreto l'impegno generico assunto" con l'accordo iniziale. Gli ordini configurano allora proposte contrattuali, suscettibili di accettazione o meno da parte dell'intermediario, e idonei a dare a vita ad altrettante autonome fattispecie negoziali.

¹¹ Cfr. R. BENCINI, *Ordine di investimento: il rimedio della risoluzione per inadempimento*, in *Il corriere del merito*, 11, 2012, p. 1011; F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori, o.c.*, 2009, p. 58; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in *Trattato di dir. civ. e comm.*, cit., p. 485.

di legittimazione a porre in essere contratti di scambio con terzi per conto e nell'interesse dell'investitore.

È proprio, dunque, dalla qualificazione del contratto quadro come contratto normativo che le pronunce in esame hanno inteso far discendere la risolubilità dei singoli ordini¹², laddove invece il precedente orientamento era incline a considerarlo assimilabile a quello di mandato. Tuttavia, tale qualificazione viene considerata da più parti inadeguata a cogliere l'essenza del contratto che deve essere stipulato prima della prestazione dei servizi da parte del soggetto abilitato e dall'investitore che ad esso si rivolga. Con il contratto normativo le parti intendono disciplinare futuri contratti che esse non sono comunque obbligate a concludere, laddove dal contratto di intermediazione discendono obblighi e diritti per entrambe le parti sin dalla sua stipulazione. Il cliente deve pagare oneri e commissioni; l'intermediario, qualora il cliente effettui un ordine di investimento, è, ferma restando l'esigenza di effettuare le valutazioni di legge, tenuto ad eseguirlo.

Tutt'altro quadro sistematico, invece, discende dalla configurazione del contratto-quadro quale contratto di natura gestoria, gli ordini di investimento configurandosi quali istruzioni mediante le quali il cliente determina i confini della cooperazione richiesta all'intermediario e delimita il contenuto dell'incarico¹³, indicandogli, seppur sempre nella cornice di affidamento che caratterizza il rapporto tra i due soggetti, quali siano gli investimenti che intende effettuare.

Conseguentemente, non si potrebbe convenire con la teoria per cui l'ordine configura una proposta contrattuale (di mandato ad acquistare nella negoziazione per conto del cliente, di compravendita nella negoziazione in contropartita diretta), in quanto esso va ricostruito come un autonomo segmento della sequenza negoziale intercorrente tra i due soggetti coinvolti, avente natura di atto (esecutivo) unilaterale, cui segue il compimento dell'operazione¹⁴.

A seguito della conclusione del contratto-quadro e della manifestazione di un ordine di investimento (autonomamente impartito in caso di servizio esecutivo, oppure conseguente ad un servizio di consulenza, la sostanza non cambia¹⁵) l'intermediario potrà eseguire l'ordine principalmente secondo due modalità e cioè, nel servizio di negoziazione per conto proprio¹⁶,

¹² Cass. 9 agosto 2016, n. 16820.

¹³ Al contrario, ritengono che i vari ordini costituiscano a loro volta proposte di mandato ad acquistare V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento* cit.; A. M. CAROZZI, *Regole di condotta degli intermediari e rimedi civilistici*, in *Dir. fall.*, 2006, p. 697; C. CASTRONOVO, *Il diritto della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare* cit.; in giurisprudenza Cass. civ. 29 settembre 2005, n. 19024; T. Milano, 25 luglio 2005; T. Genova 18 aprile 2005, in *Danno resp.*, 2005, p. 604; T. Cagliari 11 gennaio 2006 in *Resp. civ. prev.*, 2007, p. 1418, con nota di A. Luminoso.

¹⁴ Ritene invece che l'ordine assuma una differente connotazione a seconda della tipologia di servizio che è in concreto prestato dall'intermediario G. AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini di investimento*, nota a Cass. civ. 23 maggio 2017, n. 12937, in *Le Società*, 5, 2018, p. 620; così anche A. LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario* cit.

¹⁵ Come riconosciuto da G. AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini di investimento* cit.

¹⁶ L'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta, ex art. 1 comma 5-bis d. lgs. n. 58/1998.

trasmettendo direttamente al cliente gli strumenti finanziari che esso già detenga nel proprio patrimonio¹⁷, nel servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti¹⁸, concludendo un contratto di compravendita con un terzo soggetto, per procurare gli strumenti finanziari da trasferire al portafogli del cliente. In quest'ultimo caso, così come nel caso di sottoscrizione degli strumenti presso l'emittente nell'ambito di un accordo con lo stesso (nel servizio di assunzione o collocamento a fermo sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente¹⁹), si ha un rapporto contrattuale tra l'intermediario e il soggetto terzo emittente/venditore degli strumenti, non già tra l'intermediario e l'investitore, il quale ultimo beneficerà solo dell'acquisto al suo patrimonio degli strumenti finanziari procuratigli dall'intermediario mediante la provvista fornitagli, qualificabile, dunque, come "mezzo necessario per l'esecuzione del mandato" alla stregua dell'art. 1719 c.c.

Ciò che sarà inquadrabile come contratto sinallagmatico è, dunque, solo l'eventuale contratto concluso dall'intermediario con il terzo dante causa nel prestare il servizio. Così come l'unico contratto concluso tra cliente e intermediario rimane quello di intermediazione di cui all'art. 23 t.u.f. ed è solo su di esso e sulle istruzioni impartite dal cliente che si riflettono le violazioni poste in essere dagli intermediari, non sui successivi contratti stipulati con il terzo.

3. Il collocamento e la funzione degli obblighi inadempiti

Tutto ciò sopra ricordato, è evidente che se si aderisce all'impostazione per la quale, in conseguenza dell'inquadramento del contratto di investimento entro la tipologia del mandato, gli ordini di borsa non hanno natura negoziale, è automatica conseguenza che essi non siano qualificabili come contratti, per di più come contratti sinallagmatici. Ma anche laddove si aderisca alla teoria che vede nel predetto schema negoziale un contratto normativo e che individua nelle successive operazioni di investimento altrettanti contratti intercorrenti tra l'investitore e l'intermediario (come detto, di mandato ad acquistare o di compravendita di strumenti finanziari), l'ammissibilità della possibilità di risolvere il singolo investimento non è pacifica.

A ben vedere, l'argomento decisivo nel ragionamento che si conduce non è tanto affermare in via definitiva quale natura precisamente abbiano il contratto di investimento e le varie

¹⁷ Non si condivide la ricostruzione di chi, come G. BOMBAGLIO, *Contratto e postcontratto: repetita et nova in tema di obblighi informativi dell'intermediario finanziario*, in *Contratti*, 4, 2018, p. 437, configura un contratto con sé stesso, cioè concluso dal mandatario in proprio quale venditore degli strumenti, e per conto del cliente quale acquirente degli stessi. Piuttosto, laddove il mandatario abbia nel proprio patrimonio gli strumenti richiesti dal cliente, si concretizza come detto un negozio attuativo del mandato e dell'ordine del cliente, alla stregua di un pagamento traslativo unilaterale, in quanto atto di adempimento di un obbligo preesistente e avente fonte in un precedente rapporto tra le medesime parti.

¹⁸ Ovvero "la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione", ex art. 1 comma 7-septies d. lgs. n. 58/1998.

¹⁹ Art. 1 comma 5, lett. c) del d. lgs. n. 58/1998.

conseguenti operazioni, quanto piuttosto capire, al fine di ammettere la risoluzione degli ordini in un'ottica che si ripresenta come selettiva, quale sia, se vi sia, la controprestazione che si ponga in un rapporto sinallagmatico con il corrispettivo obbligo inadempito dall'intermediario, e, quindi, se l'inadempimento di quest'ultimo si possa, nella prospettiva della risoluzione, riflettere sull'ordine e sul negozio che concretizza l'operazione economica. La risposta apparirà dover essere negativa, stanti le brevi ma, si spera, chiare considerazioni che seguono.

Il primario ostacolo all'accoglimento della teoria della risoluzione dei singoli ordini consiste, infatti, nella collocazione temporale e nell'inquadramento funzionale degli obblighi il cui inadempimento dovrebbe giustificare la risoluzione delle operazioni di volta in volta individuate dal cliente. Ovvero, la fondamentale, se non unica, argomentazione posta a base delle decisioni in esame è quella consistente nell'affermazione per la quale vi sono obblighi informativi che non precedono l'investimento, ma che lo seguono, andando a influire sul sinallagma funzionale che sarebbe instaurato tra l'obbligo informativo stesso e il trasferimento della somma da parte del cliente. La Corte però afferma che "la normativa prevede una serie di informazioni che, invece, vanno comunicate successivamente alla conclusione del contratto quadro e, specificamente, in tempo utile *prima* della prestazione dei servizi di investimento o accessori, la cui violazione assume potenzialmente rilievo rispetto alle singole operazioni", riconoscendo cioè come anche gli obblighi informativi, seppur successivi alla stipula del contratto di investimento, siano funzionali e quindi precedenti alla concreta prestazione dei servizi, non argomentando chiaramente come essi, possano invece inerire alla fase esecutiva dell'operazione²⁰.

Gli obblighi di informazione sono funzionali al corretto compimento della specifica operazione e, pertanto, è *in re ipsa* che siano alla stessa precedenti, non successivi²¹, ciò essendo vero sia che si ricostruisca il contratto quadro come contratto normativo, sia che lo si consideri come mandato²².

²⁰ Leggermente oscuro, e soprattutto poco pregnante poi ai fini di argomentare l'attinenza degli obblighi in questione alla fase esecutiva dell'operazione, il riferimento di Cass. 23 maggio 2017, n. 12937 ad un "ponte endocontrattuale", così come ad una "cinghia di trasmissione" tra contratto di investimento e singoli investimenti.

²¹ In tal senso si veda tra gli altri E. BIVONA, *Violazione degli obblighi informativi dell'intermediario* cit.

²² Infatti V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore* cit., qualifica il contratto di investimento quale contratto che "programma" le singole operazioni, ma in ogni caso riconosce che gli obblighi informativi discendono dallo stesso e non dalle singole operazioni, per cui la loro violazione deve dar luogo a risoluzione del contratto quadro e solo eventualmente, a cascata, a quelle dei singoli acquisti dei titoli, cioè "per una pronuncia del genere, invero, sembrano mancare i presupposti elementari: il contratto di acquisto genera a carico della banca impegni traslativi, e non obblighi informativi, i quali rispetto ad esso sono «precontrattuali» proprio perché esistono prima del contratto medesimo essendo funzionali alla sua soddisfacente conclusione; e non si può risolvere un contratto per violazione di obblighi che non nascono dal contratto risolvendo". Lo sottolinea correttamente A. MASI, *Il rimedio risolutivo nel contesto della prestazione di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 4, 2022, p. 912, per la quale "lo svolgimento effettivo del servizio prestato si realizza solo in seguito al conferimento degli ordini di investimento e alla loro esecuzione, che rivestono pertanto una centralità assoluta nel rapporto"; così come emerge

Al contrario, intanto può assumersi che sia stato alterato il sinallagma funzionale in quanto l'obbligazione violata sia di natura contrattuale, cioè discenda specificamente dal contenuto pattuito nel regolamento negoziale di cui si chiede la risoluzione, e, più precisamente, sia attinente alla fase esecutiva dello stesso, ponendosi in correlazione rispetto all'obbligazione dell'altro contraente non inadempiente. Ma non è dato rinvenire alcuna sinallagmaticità tra l'obbligazione inadempita dall'intermediario e la corresponsione da parte del cliente del denaro necessario all'investimento, alla cui restituzione la domanda di risoluzione dell'ordine in ultima analisi tende, in quanto le somme fornite da quest'ultimo costituiscono i mezzi necessari per l'esecuzione da parte del prestatore del servizio dell'incarico affidatogli.

Inoltre, è stato affermato²³ come "in assenza di un consenso informato dell'interessato, il sinallagma del singolo negozio non trova difatti piena attuazione, con conseguente risoluzione per inadempimento del medesimo", che "solo a fronte di un'adeguata informazione può ritenersi che il cliente abbia consapevolmente individuato, in relazione alle proprie esigenze, lo strumento nel quale investire"²⁴ e che quella degli ordini è la fase essenziale e realmente decisionale, frutto di un lungo "iter decisionale"²⁵. Viene, quindi, più volte messo in luce dalle pronunce in esame come la funzione degli obblighi inadempiti sia quella di permettere all'investitore di formarsi un consapevole convincimento al termine di un iter decisionale il cui frutto è rappresentato dall'ordine di investimento. Anche dalla ricostruzione della Corte emerge, dunque, come l'obbligazione dell'intermediario non sia posta in correlazione con uno specifico e sinallagmatico obbligo dell'investitore, ma sia propedeutica all'adozione della decisione di investimento che concretizza il contenuto economico del rapporto, e dunque che essa attenga alla fase preparatoria dell'ordine, ed esecutiva del solo contratto di intermediazione.

Oltre quello della natura giuridica degli ordini di borsa, dunque, il piano rilevante, in una ben nota dialettica tra questioni strutturali e teleologiche, è quello funzionale, che spesso da solo è valso a risolvere problematiche applicative di fondamentale rilevanza discendenti dalla normativa dei servizi di investimento, orientando in maniera decisiva i ragionamenti dei giudici

anche dal pensiero di M. MAGGIOLO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 3, 2010, p. 496, per cui "la violazione commessa prima del conferimento del singolo ordine di acquisto non può infatti essere considerata inadempimento del rapporto negoziale, comunque lo si voglia intendere, rappresentato dall'ordine stesso"; v. anche A. BERTOLINI, *Risparmio tradito: una riflessione tra teoria generale del contratto e disciplina dei mercati*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, p. 352.

²³ Cass. 31 marzo 2021, n. 8997; così anche Cass. 7 luglio 2017, n. 16861.

²⁴ Cass. 27 aprile 2016, n. 8394; in termini analoghi Cass. 7 luglio 2017, n. 16861, per la quale "l'obbligo informativo assume rilievo determinante, essendo diretto ad assicurare scelte di investimento realmente consapevoli".

²⁵ Cass. 23 maggio 2017, n. 12937.

di legittimità specialmente in materia di contratto monofirma²⁶ e di esercizio selettivo dell'azione di nullità²⁷.

Neanche tale ambito della risoluzione va esente da considerazioni di tipo funzionale, dovendocisi però anche in tale caso domandare fino a che punto un argomento di tipo teleologico, quale è quello della finalità protettiva dell'investitore, sia idoneo a giustificare in una differente ricostruzione della vicenda negoziale e rimediale.

²⁶ Al riguardo, si rinvia alla dottrina precedente alla pronuncia delle Sezioni Unite in tema, a G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e «forma informativa» nei contratti del mercato finanziario* cit.; A. TUCCI, *Conclusioni del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento* cit.; D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, Giuffrè, 2010. Le Sezioni Unite in seguito dell'ordinanza di rimessione del 27 aprile 2017, n. 10447, si sono pronunciate con sentenza del 16 gennaio 2018 n. 898, quindi con le sentenze nn. 1200 e 1021 del 18 gennaio 2018 e n. 1653 del 23 gennaio 2018; n. 18838 del 16 luglio 2018; n. 121750 del 27 gennaio 2019; per i commenti successivi si vedano, quindi A. DI MAJO, *Contratto di investimento mobiliare, il «balletto» delle forme*, in *Giur. It.*, 2018, 3, p. 569; S. PAGLIANTINI, *Forma o modalità di un'informazione materializzata? Le SS.UU. ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 TUF*, in *Contratti*, 2018, 2, p. 143; A. DALMARTELLO, *La forma dei contratti di investimento nel canone delle sezioni unite: oltre il contratto «monofirma»*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 5, p. 658; R. NATOLI, *Una decisione non formalistica sulla forma: per le Sezioni Unite il contratto quadro scritto, ma non sottoscritto da entrambe le parti, è valido*, in *Società*, 2018, 4, p. 485; G. LA ROCCA, *«Interessi contrapposti» e «conseguenze opportunistiche» nella sentenza delle Sezioni unite sulla sottoscrizione del contratto*, in *Foro it.*, 2018, 4, *La Tribuna*, I, c. 1289; C. SCOGNAMIGLIO, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive: un nuovo spazio di operatività per la clausola generale di buona fede*, in *Corr. Giur.*, 2020, 1, p. 5; si veda anche ID., *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo delle nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 176; A. DALMARTELLO, *La nullità di protezione ex art. 23. TUF tra uso selettivo e buona fede del cliente*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 26; D. MAFFEIS, *Le disavventure di un contraente tollerato: l'investitore e le restrizioni alla selezione degli investimenti che impugna*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 160; A. TUCCI, *Nullità di protezione e buona fede*, in *Giur. Comm.*, 2020, p. 142.

²⁷ Cass., Sez. Un., 4 novembre 2019, n. 28314, in *Contratti*, 2020, 1, p. 11, con nota di Pagliantini, in *Corr. Giur.*, 2020, 1, p. 5, con nota di C. SCOGNAMIGLIO.

Per la dottrina espressasi sull'uso selettivo della nullità, prima della sentenza in discussione si veda D. SEMEGHINI, o.c.; A. TUCCI, *Conclusioni del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, cit.; A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutela degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 5, p. 537; G. BERTI DE MARINIS, *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 3, p. 283; ID., *Uso e abuso dell'esercizio selettivo della nullità relativa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 5, p. 612; in sede di commento all'ordinanza di rimessione Cass., 2 ottobre 2018, n. 23927, D. MAFFEIS, *Nullità selettive: la «particolare importanza» di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi e il processo civile come contesa fra opportunisti* e M. RIZZUTI, *Nullità selettiva e abuso del processo: la parola alle Sezioni Unite*, entrambi in *Corr. Giur.*, 2019, 2, pp. 173 e 177; per i commenti alla sentenza in esame, si veda A. TUCCI, *Nullità di protezione e buona fede*, cit.; G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite e «le nullità selettive» nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, Editoriale del 4 dicembre 2019 su *dirittobancario.it*; S. PAGLIANTINI, *Le stagioni della nullità selettiva (e del «di protezione»)*, in *Contratti*, 2020, 1, p. 18; dello stesso Autore, *L'irripetibilità virtuale della nullità di protezione nella cornice di un'eccezione ex fide bona*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 169; C. SCOGNAMIGLIO, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive: un nuovo spazio di operatività per la clausola generale di buona fede* cit., nonché ID., *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo delle nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, cit.; A. DALMARTELLO, *La nullità di protezione ex art. 23. TUF tra uso selettivo e buona fede del cliente*, cit.; D. MAFFEIS, *Le disavventure di un contraente tollerato: l'investitore e le restrizioni alla selezione degli investimenti che impugna* cit.; più ampiamente, C. ROBUSTELLA, *Forma di protezione e nullità selettiva nei contratti del mercato finanziario*, Torino, Giappichelli, 2020, p. 119 ss.; sia altresì consentito il rinvio a B. DE PAOLA, *La nullità selettiva nel contesto dell'intermediazione finanziaria. Tra statuto generale delle nullità di protezione e fattispecie gestoria*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2, 2021, p. 447.

Forzare gli obblighi informativi inadempiti entro la fase esecutiva del singolo ordine così da giustificare il rimedio della risoluzione delle singole operazioni di investimento, è un'operazione ermeneutica che non trova sufficiente fondamento nel potere creativo-interpretativo del giudice, il quale si trova pur sempre dinanzi al dato letterale da un lato, e alla *ratio* dell'impianto normativo dall'altro.

La Corte richiama, a fondamento delle sue statuizioni, anche l'art. 34 reg. Consob n. 16190/2007, il quale si sarebbe espresso sulla tempistica degli obblighi che qui rilevano, disposizione che però del pari non sembra possa supportare la tesi dei giudici di legittimità, in quanto esso afferma che le varie obbligazioni a carattere informativo cui è tenuto l'intermediario vanno eseguite in tempo utile 'prima' della prestazione dei servizi di investimento".

Considerando l'attuale disciplina regolamentare dettata dal Regolamento Consob n. 20307 del 2018, viene in evidenza, poi, l'art. 41 che, disciplinando la valutazione di adeguatezza nell'ambito del servizio di consulenza, prevede che gli intermediari forniscano ai clienti *retail* "una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente", tutto ciò "prima che la transazione sia effettuata".

Insomma, anche il dato normativo e regolamentare ci conforta sul fatto che il collegamento logico e temporale tra la trasmissione dell'informazione, l'adozione di una decisione informata e consapevole e l'esecuzione di quella decisione, non è stato stravolto come la Cassazione vorrebbe, e che intanto un dovere informativo ha senso in quanto sia precedente alla formazione della volontà, essendo funzionale a fornire gli elementi ed i dati sulla cui base la scelta deve essere compiuta. Ciò emerge, invero, anche dall'ulteriore elemento argomentativo che si rinviene nelle pronunce della Cassazione, laddove affermano che, dovendo la risoluzione del singolo ordine deve fare in ogni caso i conti con il presupposto codicistico della non scarsa importanza, questa vada valutata in relazione all'operazione specifica. Si dovrebbe allora, come da alcuni ipotizzato, con un giudizio ex post, indagare se l'investitore, ottenendo le adeguate e dovute informazioni prima dell'investimento, avrebbe effettuato ugualmente quella scelta²⁸, e se cioè la violazione perpetrata dall'intermediario abbia effettivamente impedito al cliente di elaborare ad una decisione consapevole. Ma è la stessa prospettazione di un tale criterio a rendere evidente che la violazione in esame attiene al profilo precontrattuale, e pone, semmai, problemi di vizi genetici nella formazione del consenso, secondo ragionamenti che però non è possibile condurre in tal sede.

D'altro canto, la Corte riconosce che la risolubilità dei singoli ordini non può discendere dalla natura di protezione della disciplina in esame, ma poi sostiene che se non la si ammettesse si

²⁸ Ipotizza tale criterio A. MASI, *Il rimedio risolutorio* cit.

farebbe perdere all'investitore l'utilità che pur il rapporto gli abbia arrecato²⁹. Ma allora, si sta, come anticipato, parlando nuovamente di un problema di tutela di tipo selettivo.

4. Considerazioni conclusive

I giudici, nel consentire la risoluzione delle singole operazioni secondo i ragionamenti che si è sovra illustrato e sottoposto ad analisi critica, hanno nuovamente orientato la disciplina civilistica propria dei contratti e delle obbligazioni alle specifiche esigenze di tutela dell'investitore, senza preoccuparsi delle conseguenze che ciò può avere da un lato sulla funzionalità del mercato, dall'altro sulla coerenza del sistema delle impugnative negoziali, laddove è invece necessario indagare quale sia il rimedio che precisamente attenga, quanto a presupposti, all'atto interessato³⁰.

Nel processo di interpretazione giuridica e di applicazione della normativa, l'interprete e quindi in primo luogo il giudice, è tenuto ad un'opera di concretizzazione della disciplina, la quale avviene in primis, appunto, mediante l'individuazione del rimedio adatto alla violazione di cui trattasi, a volte dando luogo a soluzioni *lato sensu* di compromesso, dovendosi tenere conto non solo della debolezza dell'investitore alla cui tutela la disciplina tende, ma anche dell'esigenza di non traslare totalmente sull'intermediario i costi delle operazioni e i rischi intrinseci alle stesse, come invece avviene quando a rendersi autori di comportamenti opportunistici siano non i soggetti abilitati, ma gli investitori stessi.

In tal modo, si deve cercare di distribuire correttamente tra cliente e intermediario i rischi connessi alla natura delle operazioni di investimento, collegati sistemicamente al mercato e alle caratteristiche degli strumenti in cui si è scelto di investire, e quelli legati a possibili comportamenti opportunistici tanto degli intermediari, che la predetta scelta del cliente possono inficiare e alterare, quanto dei clienti stessi, che potrebbero mirare a traslare sui soggetti abilitati le conseguenze economiche negative delle loro decisioni, correttamente assunte, seppur poi rivelatesi infelici.

Laddove una coerenza va rispettata anche in relazione a differenti aspetti di un medesimo impianto normativo, non si può, affermata in più occasioni la funzione informativa in collegamento alla formazione del consenso degli obblighi di comportamento degli intermediari, pretendere invece poi di riferirli alla fase esecutiva dell'investimento, al fine di giustificare la risoluzione selettiva.

Volendosi, in conclusione, tentare di rinvenire i motivi per i quali la Suprema Corte abbia ritenuto di operare un deciso *revirement* rispetto ai precedenti e faticati approdi giurisprudenziali di cui si è detto, questi possono essere rinvenuti in una doppia tendenza.

²⁹ Cass. civ. 23 maggio 2017, n. 12937 cit.

³⁰ Evidenziava energicamente una confusa applicazione dei rimedi V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento* cit.

In primo luogo, emerge l'intento di optare per un rimedio invalidatorio, una tendenza rafforzatasi in un periodo, quale era quello dei primi anni del Millennio, caratterizzato da una particolare sfiducia nel mercato causata da tracolli finanziari e dai deficit informativi in danno dei risparmiatori, e ripresentatosi in tempi più recenti di crisi bancarie; rimedio invalidatorio, inizialmente individuato nella nullità, il quale consenta all'investitore di recuperare automaticamente, in virtù del meccanismo restitutorio, le somme profuse nell'operazione rivelatasi infruttuosa. L'automaticità degli obblighi restitutori nascenti dalla decisione del giudice che pronuncia l'invalidità del contratto di investimento, infatti, solleva il giudicante e, sotto il profilo dell'onere probatorio, l'attore danneggiato, dall'accertamento della consistenza del danno patrimoniale da quest'ultimo subito, e della sua diretta derivazione dalla condotta inadempiente dell'intermediario finanziario, senza dimenticare che non impone la valutazione dell'eventuale concorso di colpa dell'investitore il quale, avvedutosi dell'andamento negativo del titolo, non se ne sia liberato in tempo utile a, quantomeno, contenere le perdite.

In secondo luogo, in un'ottica sempre di tutela dell'investitore, come si è ammessa la pratica della nullità selettiva, così si è consentito di impugnare con la domanda di risoluzione le sole operazioni rispetto alle quali avesse avuto influenza l'inadempimento dell'intermediario, al fine di evitare che il cliente, per far valere il comportamento illecito del soggetto abilitato, fosse costretto, domandando la nullità o la risoluzione del contratto-quadro, a causare la caducazione di tutte le operazioni effettuate nella cornice di quest'ultimo.

In realtà, i giudici potrebbero essersi resi conto che conseguenza di un rimedio caducatorio, nullità o risoluzione che sia, non potrebbe essere che quella del venir meno di tutti gli atti che trovano giustificazione nel contratto dichiarato nullo o risolto. Da qui, il riconoscimento della possibilità per l'investitore di operare una selezione delle operazioni da impugnare, possibilità riconosciuta in materia di nullità mediante l'ammissione della pratica di vera e propria *selezione* degli investimenti, in materia di risoluzione mediante il riconoscimento della risolubilità dei singoli ordini.

In realtà, l'esito sostanziale derivante dalla risoluzione del contratto di intermediazione è differente laddove si tenga in debito conto che si tratta di un contratto di durata, cui si applica allora l'art. 1458 c.c. il quale esclude per tali contratti la retroattività, anche tra le parti, della risoluzione. Non conseguirebbe pertanto, a quest'ultima, alcun effetto caducatorio né restitutorio, non solo relativamente alle operazioni *già eseguite*, ma neanche in riferimento a quelle oggetto del giudizio e di inadempimento. Come, infatti, si è avvertito sin dall'inizio, non è possibile rinvenire alcuna corrispettività tra l'obbligo di informazione inadempito e la corresponsione delle somme da investire da parte del cliente. Il primo discende dal contratto-quadro e precede l'operazione di investimento, alla quale è funzionale e propedeutico; la seconda concreta l'adempimento dell'obbligo di corrispondere al gestore i mezzi necessari al

compimento dell'attività specificata con l'ordine³¹. Le stesse motivazioni che dovrebbero portare a escludere la possibilità di risolvere il singolo ordine, dunque, porterebbero anche alla conclusione che, quando sia risolto il contratto-quadro, non potendosi individuare quella "coppia di prestazioni rimaste inadempite" che sarebbero le uniche a poter essere caducate in occasione della risoluzione di un contratto di durata, non sorga alcuna obbligazione restitutoria, rimanendo spazio per il solo rimedio risarcitorio.

Ciò che ultimamente da più parti sembra, invece, sfuggire è come non sia sempre possibile ragionare in un'ottica prettamente contrattuale³², men che meno di sinallagmaticità. La corrispettività è rinvenibile, al più, solo tra l'attività di *facere* dell'intermediario e la commissione pagata dal cliente, ma non tra l'obbligo di informazione e la somministrazione della provvista per l'esecuzione dell'operazione; le attribuzioni patrimoniali intercorrenti tra le due parti aventi ad oggetto le somme investite e gli strumenti finanziari, trovano la loro giustificazione formale non in uno scambio ma nella causa gestoria³³.

Il contratto di investimento non esaurisce i suoi effetti in una logica di scambio tra controprestazioni, ma è destinato a operare nel tempo disciplinando lo svolgimento di una precisa *attività* e dettando le regole che in detto svolgimento dovranno essere osservate, come dimostra anche l'attenzione rivolta alle procedure interne di organizzazione³⁴, senza che si possa individuare una correlazione di precisa sinallagmaticità tra le prestazioni poste a

³¹ Cfr. con A. LUMINOSO, *Mandato* cit., p. 147, il quale evidenzia come non rientri in alcun nesso di corrispettività gli spostamenti patrimoniali dal mandatario al mandante aventi ad oggetto i beni costituenti i risultati dell'attività gestoria. Gli acquisti del mandatario hanno un carattere strumentale rispetto al programma negoziale formulato.

³² È quanto rilevava P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Volume I, Torino, 2012, p. 64-65, in relazione al diritto d'impresa e nello specifico al diritto finanziario, per cui non si dovrebbe apoditticamente le previsioni di diritto privato all'impresa, rilevando cioè, a seguito in particolare della ricomprensione del sistema commercialistico nel Codice civile, "la tendenza a privatizzare tal sistema, a tentare, ma sovente acriticamente, di applicare, alla disciplina commercialistica schemi, istituti, discipline privatistiche", e riferisce questa tendenza anche alla giurisprudenza, p. 214.

³³ In questi termini, relativamente al mandato, A. LUMINOSO, *Mandato* cit., p. 150, affermando che è la stessa causa gestoria in sé considerata a sottrarsi "ad una possibile classificazione in termini sia di commutatività che di liberalità".

³⁴ L'adozione di idonee misure organizzative da parte degli intermediari risulta cioè momento fondamentale non solo nell'ambito della loro organizzazione interna, e quindi alla luce dell'attività di vigilanza delle autorità pubbliche, ma anche nell'ambito del giudizio di corretto adempimento degli obblighi di condotta su di essi gravanti. Nel valutare l'esatto adempimento delle prestazioni dovute nei confronti dei clienti cioè il fattore organizzativo potrà essere preso in considerazione da parte dell'autorità giudiziaria come elemento costitutivo della prestazione stessa. Per tali considerazioni v. A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, II, 2016, 347. Per l'A. l'idoneità dell'organizzazione interna a fornire un servizio adatto all'investitore non costituisce meramente un elemento rilevante sotto il profilo della sana e prudente gestione dell'impresa, quindi in una dimensione pubblicistica, ma è una "componente non secondaria" della prestazione a carico dell'intermediario, come tale sindacabile in sede giudiziaria ai fini del giudizio di esatto adempimento. In tema si veda inoltre v. A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1, 2015, 31; G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 3, 2016, 0991B; B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle cd. rimodulazioni*, in *Giur. it.*, 2009, 1704, nota ad A. Milano 13 novembre 2008.

carico di ambedue le parti. E, d'altro canto, il fatto che il contratto di intermediazione detti la cornice per le future operazioni non significa che tutte le vicende che lo riguardino debbano influenzare tutto il successivo rapporto che intercorra tra cliente e intermediario.

Benedetta De Paola

Assegnista dell'Università degli studi di Napoli Federico II nell'ambito del progetto “Modelli Organizzativi e Innovazione Digitale: il Nuovo Ufficio per il Processo per l'Efficienza del Sistema - Giustizia (MOD-UPP)”