

## RIMEDI ALL'INADEMPIMENTO DELL'INTERMEDIARIO FINANZIARIO: PROFILI PROBLEMATICI

ANDREA CALONI  
*Assegnista di ricerca  
nell'Università di Milano*

SOMMARIO: 1. Punti fermi e questioni aperte. – 2. La risoluzione per inadempimento nei contratti di investimento: profili problematici. Esclusione della risolvibilità dei singoli ordini di investimento. – 3. (*Segue*) La risoluzione per inadempimento del contratto quadro e la conseguente impugnativa degli ordini di investimento. – 4. (*Segue*) La risoluzione di singoli ordini quale impugnativa parziale del contratto quadro: esclusione. Il rimedio restitutorio per il tramite del rifiuto dell'operazione ai sensi dell'art. 1711 c.c. nei casi di violazione di obblighi di astensione. – 5. Le restituzioni. Peculiarità delle restituzioni in un contratto che si è rivelato sconveniente. La legittimazione passiva. – 6. (*Segue*) Il contenuto delle restituzioni. In particolare: le restituzioni da parte dell'investitore se questi ha alienato i titoli. Questioni aperte nella recente giurisprudenza. – 7. (*Segue*) La restituzione di interessi e frutti e il problema della decorrenza dell'obbligazione restitutoria. – 8. Il risarcimento del danno: profili generali. – 9. Il risarcimento non accompagnato da restituzioni da parte del cliente. La detrazione, nel calcolo del danno risarcibile, del controvalore dei titoli in portafoglio (o del prezzo percepito per la loro alienazione) e degli eventuali frutti. – 10. (*Segue*) L'incidenza della possibile variazione, nel tempo, del controvalore dei titoli in portafoglio sulla quantificazione del danno. – 11. Il concorso tra il risarcimento del danno e la restituzione del capitale investito. – 12. Considerazioni conclusive.

1. – A partire dalla lunga stagione del c.d. «risparmio tradito»<sup>1</sup>, che ancora oggi non è del tutto uscita dalle aule di giustizia, la materia dei rimedi a disposizione dell'investitore a fronte di una condotta negligente o infedele dell'intermediario finanziario ha occupato con particolare intensità giudici e studiosi. A più di tre lustri dalle sentenze gemelle delle Sezioni Unite del 2007<sup>2</sup>, la materia si presenta meno magmatica, almeno nei suoi lineamenti

---

<sup>1</sup> Per una sintetica ricognizione, ancora vicina a quella stagione storica, v. per tutti E. LUCCHINI GUASTALLA, *In tema di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. prev.*, 2011, 741 ss.

<sup>2</sup> Il riferimento è alle sentenze nn. 26724 e 26725 pubblicate in data 19 dicembre 2007, edite su numerose riviste e oggetto di autorevoli commenti, alcuni dei quali

fondamentali, perché si è strutturata attorno ad alcuni pilastri fissati dalla Corte di cassazione mano a mano che essa è stata investita dei diversi profili del tema, ma si rivela tuttora sfuocata in alcuni aspetti non marginali.

Un punto fermo viene proprio dalle sentenze del 2007 ed è la centralità dell'inadempimento e dei rimedi ad esso connessi nel contenzioso sorto dalla violazione, da parte dell'intermediario, degli obblighi di diligenza, correttezza, trasparenza, agire informato ed evitare conflitti di interessi prescritti dall'art. 21 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) e dalle disposizioni regolamentari che di esso sono concretizzazione<sup>3</sup>, risultante dall'espunzione, ad opera delle Sezioni Unite, della nullità virtuale quale forma di tutela contro tali condotte illegittime dell'intermediario. Ciò non toglie che le nullità abbiano continuato a occupare ampie aree delle liti originate dai contratti di investimento (si pensi soltanto alle questioni, giunte alle Sezioni Unite, della validità dei contratti c.d. «monofirma»<sup>4</sup> e dell'ammissibilità della c.d. «nullità selettiva»<sup>5</sup>). Il presente lavoro, però, si muoverà in un terreno cui è oggi circoscritta l'applicazione dei rimedi contro l'inadempimento, ponendo attenzione in particolare al funzionamento degli strumenti di tutela a disposizione del cliente e dando invece per presupposto l'accertamento della violazione da parte dell'intermediario.

Quando si parla di inadempimento il pensiero, sotto il profilo rimediale, corre subito al risarcimento del danno, che contro l'inadempimento è rimedio generale (artt. 1218 e 1453 c.c.). Il tema va affrontato tenendo però presente l'interesse pratico del cliente, il quale, dopo avere posto in essere un investimento rovinoso, è interessato ad appianare una perdita (integrale o parziale) attraverso il recupero del capitale, risultato che può essere conseguito non solo tramite il risarcimento, ma anche attraverso le restituzioni. Anzi, superato lo scoglio dell'impugnativa contrattuale, queste ultime ben possono apparire più vantaggiose per il cliente, sottratte, come sono, ai rischi connessi,

---

saranno citati di seguito. Per tutti, si vedano Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 432 ss., con nota di U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, e Cass., S.U., 19 dicembre 2007, in *Giur. it.*, 2008, 347 ss., con nota di G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*. Per una recente mappatura dei rimedi, per come ricostruiti dalla giurisprudenza di legittimità a partire dalle sentenze del 2007, v. Cass., 12 dicembre 2024, n. 32226, in *Società*, 2025, 289 ss., con nota di M. COSTANZA, *Investimenti finanziari: dalla nullità virtuale al risarcimento reale*.

<sup>3</sup> Su cui v. per tutti F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, XII ed., Torino, 2023, 127 ss.

<sup>4</sup> Cass., S.U., 6 gennaio 2018, n. 898, in *De Jure*.

<sup>5</sup> Su cui *infra*, nota 6 e *passim* nel testo.

tra l'altro, alla prova del *quantum*, all'accertamento del nesso causale e all'applicazione dell'art. 1227 c.c.

Di qui la particolare rilevanza che la risoluzione per inadempimento, del contratto quadro o di singole operazioni, in quanto prodromica alle restituzioni, riveste in giurisprudenza. Ma è proprio a tale proposito che si può osservare come, anche laddove vi sia un orientamento ormai consolidato della giurisprudenza di legittimità e la materia si presenti meno fluida di un tempo, non è detto che l'approdo vada dato ormai per acquisito e non possa essere rimesso in discussione: è il caso dell'indirizzo, pacifico nella giurisprudenza di legittimità e dagli effetti tendenzialmente favorevoli per il cliente, che consente la risoluzione di singoli ordini di investimento, il quale si espone a significativi rilievi, alcuni già avanzati dalla dottrina e altri che meritano di essere segnalati.

Accanto a punti fermi da rimeditare, vi sono poi ambiti in cui un assestamento degli orientamenti giurisprudenziali pare lontano e anzi recenti pronunce della Corte di cassazione indicano l'esigenza di una sistemazione della materia. Si tratta, in particolare, di questioni che riguardano il contenuto delle pretese delle parti, come l'oggetto delle restituzioni da parte del cliente nel caso in cui i titoli siano stati alienati o concambiati, il *dies a quo* della restituzione di interessi e frutti nel caso di caducazione del contratto o delle operazioni di investimento, l'incidenza, nel caso in cui il cliente non sia tenuto alle restituzioni, del valore dei titoli in portafoglio sul danno risarcibile, il concorso tra risarcimento e restituzioni e così via. Da un lato, emerge l'esigenza di fornire una soluzione alle singole questioni, talvolta valorizzando le conclusioni cui perviene la giurisprudenza, talaltra discostandosene o sottoponendo a rilievi critici alcuni passaggi motivazionali; dall'altro la frammentazione della materia in problemi all'apparenza di dettaglio non deve far perdere il quadro generale. In particolare, un'utile chiave di lettura dei problemi che riguardano il contenuto delle pretese delle parti, che qui si proverà a valorizzare, è l'esigenza di preferire un'interpretazione che limiti i possibili arricchimenti ingiustificati di una parte, pur assicurando una tutela piena: esigenza che affiora in numerose scelte interpretative dottrinali e giurisprudenziali ed è coerente con i principi generali.

2. – La centralità della risoluzione nel contenzioso tra intermediario e cliente dipende, si è detto, dall'interesse dell'investitore a ottenere la restituzione del capitale investito, che la giurisprudenza tende ad assecondare riconoscendo al cliente la facoltà di risolvere singoli ordini di investimento e così di selezionare, tra gli investimenti posti in essere in esecuzione del contratto

quadro, in ipotesi alcuni con esito positivo e altri con esito negativo, i soli non andati a buon fine, purché interessati dall'inadempimento censurato<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Non si tratta di un esito scontato nell'ambito del diritto civile della finanza. Con una nota pronuncia le Sezioni Unite sono intervenute sulla questione se, in caso di nullità (di protezione) del contratto quadro di investimento, fosse consentito all'investitore impugnare, tra le operazioni di investimento poste in essere in esecuzione del medesimo contratto quadro, solo quelle che avevano avuto un esito negativo (c.d. nullità selettiva). La questione è stata portata all'attenzione delle Sezioni Unite in due circostanze: dapprima con l'ordinanza interlocutoria Cass., 27 aprile 2017, n. 10447, in *www.dirittobancario.it*, ma non è stata affrontata, e in seguito con l'ordinanza Cass., 2 ottobre 2018, n. 23927, in *Corr. giur.*, 2019, 172 ss. Le tesi, tra loro opposte nel dibattito, erano l'una favorevole alla selezione, da parte dell'investitore, di quali operazioni impugnare, in ragione della natura di protezione del rimedio, l'altra, invece, tendente a rinvenire uno spazio per un'*exceptio doli* da parte dell'intermediario qualora, impugnando solo le operazioni a sé sconvenienti, l'investitore avesse abusato del suo diritto e dello strumento processuale. Il contrasto è stato risolto da Cass., S.U., 4 novembre 2019, n. 28314, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 26 ss., con nota di AN. DALMARTELLO, *La nullità di protezione ex art. 23 t.u.f. tra uso selettivo e buona fede del cliente*; in *Contratti*, 2020, 11 ss., con nota di S. PAGLIANTINI, *Le stagioni della nullità selettiva (e del "di protezione")*; in *Giur. it.*, 2020, 273, con note di A. IULIANI, *Le Sezioni unite e la nullità selettiva: l'incontrollabile soggettivismo della decisione* (273 ss.) e di S. PAGLIANTINI, *Una nullità di protezione (ancora) in cerca d'autore?* (280 ss.). V. inoltre, tra i più autorevoli commenti, A.A. DOLMETTA, *All'essenza della nullità di protezione: l'operatività «a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass. SS.UU., 28314/2019, in *Riv. dir. bancario*, 2020, 89 ss., nonché il dibattito tra i seguenti autori: M. GIROLAMI, *L'uso selettivo della nullità di protezione: un falso problema?*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 154 ss.; D. MAFFEIS, *Le disavventure di un contraente tollerato: l'investitore e le restrizioni alla selezione degli investimenti che impugna*, *ivi*, 160 ss.; S. MONTICELLI, *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, *ivi*, 163 ss.; S. PAGLIANTINI, *L'irripetibilità virtuale della nullità di protezione nella cornice di un'eccezione ex fide bona*, *ivi*, 169 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo della nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, *ivi*, 176 ss. Con tale pronuncia, la Corte ha statuito che tanto la nullità del contratto quadro quanto i suoi effetti processuali e sostanziali operano esclusivamente a favore dell'investitore, ma ha aggiunto che l'intermediario può opporre un'eccezione di buona fede, se la selezione della nullità determini un ingiustificato sacrificio economico a suo danno, potendo compensare le pretese restitutorie dell'investitore con i guadagni conseguiti dall'investitore sulle operazioni non impugnate, sino alla concorrenza del *petitum* dell'investitore. In senso conforme v., tra le altre, le successive Cass., 26 ottobre 2020, n. 23449, in *De Jure*; Cass., 3 giugno 2020, n. 10505, *ivi*. Sul tema v. ora D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger-Roppo-Anelli*, Milano, 2024, 492 ss. Se si ammette la risoluzione di singoli ordini, l'impugnativa è necessariamente selettiva (v. ID., *I contratti del mercato finanziario*, cit., 425, con riguardo ai servizi di esecuzione di ordini e di negoziazione in contropartita diretta), anche perché il problema della nullità selettiva si pone nel momento in cui sono impugnate solo alcune operazioni svolte in esecuzione di un contratto nullo, mentre la risoluzione di singoli ordini lascerebbe integro il contratto quadro.

La Corte di cassazione, con orientamento consolidato, afferma che «l'investitore, a seguito dell'inadempimento dell'intermediario ai propri obblighi di informazione [...] derivanti dalla stipula del cd. contratto quadro, può domandare la risoluzione non solo di quest'ultimo, ma anche dei singoli ordini di investimento – aventi natura negoziale e tra loro distinti e autonomi –»<sup>7</sup>. L'autonoma natura negoziale dell'ordine di investimento, anche in ipotesi ammettendo che ciò equivalga a qualificare l'ordine come un contratto sinalagmatico, rilevante ai sensi dell'art. 1453 c.c., non pare tuttavia decisiva per ammettere tale soluzione, mentre il piano su cui occorre riflettere è quello dell'obbligazione inadempita. L'obbligo (di informazione, di diligenza, di protezione, di astensione) di cui il cliente lamenta l'inadempimento, difatti, sorge – *ex lege* (art. 1374 c.c.) o per espressa previsione contrattuale – non già dall'ordine di investimento, ma dalla stipulazione del contratto quadro<sup>8</sup>, sicché l'inadempimento lamentato dal cliente è una violazione del contratto quadro, che si pone rispetto all'ordine in una fase precontrattuale e potrebbe al più implicare, ricorrendone i presupposti, un vizio del consenso dell'investitore nel momento in cui questi emette l'ordine<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> La citazione è tratta dalla recente Cass., 16 agosto 2023, n. 24648, in *De Jure*. Tra le pronunce di legittimità che consentono la risoluzione del singolo ordine di investimento v. Cass., 27 gennaio 2023, n. 2530, *ivi*; Cass., 31 marzo 2021, n. 8997, in *Giur. comm.*, 2022, II, 907 ss., con nota di A. MASI, *Il rimedio risolutorio nel contesto della prestazione di servizi di investimento*; Cass., 19 febbraio 2021, n. 4484, in *One Legale*; Cass., 22 ottobre 2020, n. 23129, *ivi*; Cass., 31 agosto 2020, n. 18122, in *De Jure*; Cass., 22 maggio 2020, n. 9468, *ivi*; Cass., 11 marzo 2020, n. 6974, *ivi*; Cass., 4 luglio 2018, n. 17497, *ivi*; Cass., 10 aprile 2018, n. 9382, in *www.dirittobancario.it*; Cass., 9 febbraio 2018, n. 3261, in *De Jure*; Cass., 25 maggio 2017, n. 12937, con nota di C. RINALDO, *La risoluzione dei singoli ordini di investimento sotto una nuova luce: riflessioni su un recente intervento della Suprema Corte*; in *Società*, 2018, 617 ss., con nota di G. AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini di investimento* e in *Corr. giur.*, 2018, 620 ss., con nota di F. LEMETRE, *Inadempimento degli obblighi dell'intermediario e autonoma risolubilità dei singoli ordini di investimento*; Cass., 9 agosto 2016, n. 16820, in *De Jure*; Cass., 18 maggio 2016, n. 10161, *ivi*; Cass., 27 aprile 2016, n. 8394, in *Contratti*, 2017, 145 ss., con nota di A. BELOTTI, *Valutazione del rischio e risoluzione del contratto*; Cass., 6 novembre 2014, n. 23717, in *De Jure*.

<sup>8</sup> Tra gli altri, M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger*, Milano, 2012, 500 (e si veda, del medesimo Autore, anche un contributo specificamente dedicato ai temi toccati dal presente scritto: ID., *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2010, 496 ss.); A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, IV ed., Milano, 2024, 250 ss.; M. RESCIGNO, *La responsabilità civile dei soggetti abilitati e la tutela speciale degli investitori*, in M. CERA – G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico finanziario*, Torino, 2020, 542.

<sup>9</sup> Non così, con riguardo ai servizi di esecuzione di ordini e di negoziazione in contropartita diretta, D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 425.

Sul punto, in una delle prime pronunce di legittimità ad avere accolto la soluzione qui esaminata<sup>10</sup>, parrebbe rinvenirsi un equivoco, allorché la Corte, richiamato l'insegnamento, oggi pacifico, delle Sezioni Unite secondo cui le violazioni degli obblighi dell'intermediario intervenute dopo la stipulazione del contratto quadro integrano inadempimenti e possono portare alla risoluzione del contratto, ha fatto leva sulla circostanza che gli obblighi dell'intermediario si «colloca[no] anche nella successiva fase applicativa, che attiene alla singola operazione finanziaria» per concludere in favore della risoluzione delle singole operazioni. La circostanza che gli obblighi dell'intermediario sussistano per tutto lo svolgimento del rapporto, tuttavia, non incide sulla loro fonte, che rimane l'originario contratto quadro, non la singola operazione. Questa impostazione, lungi dall'essere frutto di un «rigido schematicismo»<sup>11</sup>, pare peraltro la sola coerente con un sistema nel quale non si dubita che l'intermediario sia tenuto a risarcire il danno pari alla perdita subita per effetto dell'ordine emesso a seguito di un suo inadempimento: l'ordine, in ipotesi, è conseguenza dell'inadempimento e provoca a sua volta il danno risarcibile.

Escludere la risolvibilità del singolo ordine di investimento sulla base della natura dell'obbligo violato evita di doversi confrontare con un quesito ulteriore e di non agevole soluzione, che l'orientamento giurisprudenziale dominante indurrebbe altrimenti a porsi: quali operazioni di investimento hanno la natura di contratto sinallagmatico tra intermediario e cliente risolvibile per inadempimento?

L'indirizzo giurisprudenziale sembrerebbe seguire una delle più diffuse tesi sulla natura del contratto di investimento, secondo cui vi sarebbe una successione di contratti collegati tra intermediario e investitore (contratto quadro e singola operazione di investimento)<sup>12</sup>. Tuttavia, ponendosi nella prospettiva della qualificazione di contratto quadro e ordini, si dovrebbe osservare che, invero, non sempre all'ordine di investimento sembrerebbe conseguire un contratto tra intermediario e cliente, il che potrebbe imporre la complicazione di distinguere diversi regimi di impugnativa a seconda del servizio prestato. Mentre vi è senz'altro un secondo contratto tra intermediario e cliente nella

---

<sup>10</sup> Cass., 23717/2014, cit.

<sup>11</sup> Come invece ha ritenuto Cass., 16820/2016, cit.

<sup>12</sup> Per questa tesi, tra gli altri, v. V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto impr.*, 2005, 896 s.; M. DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, 1242.

negoziazione per conto proprio<sup>13</sup>, in cui essi sono controparti di una vendita e in cui l'ordine del cliente parrebbe una proposta di vendita che, in forza del contratto quadro, l'intermediario è tenuto ad accettare, nell'esecuzione di ordini la situazione è più complessa. Potrebbe ritenersi che tra le parti sorga un contratto di mandato a vendere o ad acquistare per effetto dell'ordine di investimento (così configurandosi un nuovo contratto di mandato ogni volta che è dato un ordine di acquisto o vendita)<sup>14</sup>; a questa ricostruzione se ne potrebbe però opporre un'altra, che parrebbe più convincente, per cui il mandato è uno solo e coincide con il contratto quadro<sup>15</sup>, mentre l'ordine è un'istruzione impartita dal mandante al mandatario. Solo se si accede alla prima tesi<sup>16</sup> l'ordine dà luogo a un contratto sinallagmatico tra intermediario e cliente, altrimenti il solo contratto ulteriore al contratto quadro, che è un contratto di vendita del titolo, sorge tra l'intermediario, che agisce per conto del cliente, e il terzo. Ciò non esclude che, qualora l'intermediario, agendo come mandatario senza rappresentanza dell'investitore, compia acquisti di titoli, equiparabili a cose mobili, nell'interesse di quest'ultimo, il contratto stipulato sul mercato dal mandatario possa produrre effetti direttamente in capo all'investitore ai sensi dell'art. 1706, comma 1, c.c.<sup>17</sup>, ma tale circostanza non influisce sulla natura dell'ordine, che parrebbe rimanere un'istruzione, non soggetta ad

---

<sup>13</sup> Per le caratteristiche fondamentali dei singoli servizi di investimento v. M. MAGGIOLO, voce *Servizi di investimento*, in *Enc. dir., Annali*, VII, Milano, 2014, 947 ss. e F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, cit., 103 ss.

<sup>14</sup> D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 425 ritiene che, nei servizi di esecuzione di ordini e negoziazione in contropartita diretta il contratto quadro contenga opzioni di contratti di commissione.

<sup>15</sup> È la nota tesi di F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contratto impr.*, 2005, 893 s.; ID., *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contratto impr.*, 2008, 3.

<sup>16</sup> Sostenuta, tra gli altri, da M. DELLACASA, *Collocamento di prodotti*, cit., 1242; A. LUMINOSO, *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1428 s. Una differenziazione dei rimedi a seconda del servizio prestato è sostenuta da quest'ultimo Autore (*ibidem*), nonché da G. AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini*, cit., 623.

<sup>17</sup> È dato acquisito che l'azione di rivendicazione riconosciuta al mandante sulle cose mobili acquistate per suo conto dal mandatario senza rappresentanza (art. 1706, comma 1, c.c.) è indice dell'acquisto da parte del mandante della proprietà sulle cose senza bisogno di un atto di trasferimento da parte del mandatario. Sono state invece prospettate diverse tesi sul meccanismo giuridico attraverso cui l'effetto si produce. Per una ricostruzione dei problemi e delle opinioni v. per tutti G. DI ROSA, *Il mandato*, I, Artt. 1703-1709, in *Comm. Schlesinger-Busnelli*, 2012, sub art. 1706, 111 ss., cui si rinvia per ulteriori riferimenti.

autonoma risolvibilità, e anzi conferma che tra intermediario e cliente non è sempre neppure necessario un autonomo atto di trasferimento.

3. – In giurisprudenza non si dubita neppure che il contratto quadro di investimento possa essere risolto per inadempimento, con la conseguente possibilità di impugnare – vedremo come – le operazioni di investimento poste in essere in esecuzione dello stesso. In dottrina, accanto a opinioni favorevoli<sup>18</sup>, mostrano perplessità coloro i quali ritengono che il contratto quadro sia un contratto normativo privo del requisito della sinallagmaticità<sup>19</sup>.

Invero, anche in questo caso la qualificazione del contratto quadro e degli ordini di investimento, che ha molto occupato la dottrina e che tutt'ora non ha una risposta univoca, non sembra vada sopravvalutata ai nostri fini. Il significato che gli interpreti hanno attribuito alla nozione di «contratto a prestazioni corrispettive» rilevante ai fini dell'art. 1453 c.c., infatti, non è restrittivo, ma anzi è assai ampio, in quanto non richiede una particolare intensità del vincolo reciproco e coincide con l'area dei «contratti a titolo oneroso quando l'obbligazione inadempita sia obiettivamente rilevante nell'economia dell'affare»<sup>20</sup>, cui il contratto quadro non pare estraneo.

È vero che tra le diverse tesi avanzate sulla natura dei contratti di investimento alcune riconoscono al contratto quadro una corrispettività più intensa di altre: da un lato, la tesi che equipara il contratto quadro di investimento a un mandato, in cui gli ordini sono considerati atti esecutivi, rinviene nel contratto quadro il momento negoziale, ridimensionando l'ordine a mero atto esecutivo<sup>21</sup>, mentre, sul versante opposto, si trovano le opinioni che considerano tanto il contratto quadro quanto i singoli ordini operazioni

<sup>18</sup> M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 499; M. RESCIGNO, *La responsabilità civile*, cit., 539 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore*, cit., 905.

<sup>19</sup> A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, 120 s.; A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, 551. Diversa la posizione di D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 425, secondo il quale, nei servizi di esecuzione di ordini e di negoziazione in contropartita diretta, la risoluzione può riguardare soltanto le singole operazioni.

<sup>20</sup> C.M. BIANCA, *Diritto civile*, V, *La responsabilità*, III ed., Milano, 2021, 281 s. Nei medesimi termini U. CARNEVALI, *La risoluzione per inadempimento. Premesse generali*, in U. CARNEVALI – E. GABRIELLI – M. TAMPONI, *La risoluzione*, in *Il contratto in generale*, VIII\*\*, in *Tratt. Bessone*, Torino, 2011, 9 ss.

<sup>21</sup> In proposito segnala da ultimo A. BARTALENA, *La disciplina dei servizi e delle attività e i contratti*, in M. CERA – G. PRESTI (diretto da), *Il Testo Unico finanziario*, cit., 395, che il riferimento al mandato sarebbe generico e consentirebbe di spiegare solo alcuni aspetti della disciplina del contratto di investimento.



contrattuali collegate, di cui il contratto quadro fa da cornice<sup>22</sup>. Il momento negoziale è del tutto spostato sulle operazioni di investimento per chi ritiene il contratto quadro un contratto normativo, mentre è più equilibrato l'orientamento di chi gli attribuisce natura *sui generis*<sup>23</sup>.

L'opinione che vede nel contratto quadro un contratto normativo<sup>24</sup> non pare però pienamente aderente alla funzione da esso svolta. È sicuramente

---

<sup>22</sup> Oltre alle opinioni citate *supra*, alla nota 12, v. anche, tra gli altri, A. ALBANESE, *Regole di condotta*, cit., 120; A. LUMINOSO, *Contratti di investimento*, cit., 1424 s.

<sup>23</sup> In generale sul profilo della qualificazione del contratto quadro di investimento v. M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 464 ss. Meritevole di particolare attenzione la tesi di A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 33 s., il quale rinviene nei rapporti tra intermediario e cliente una struttura tripartita in un contratto quadro o di mandato, in un successivo momento di prestazione di opera professionale dell'intermediario nei confronti del cliente e in contratti esecutivi. L'opinione della giurisprudenza pare ben riassunta nell'affermazione secondo cui «il contratto quadro definisce il contenuto delle operazioni che potranno essere poste in atto in futuro e determina l'insorgenza di taluni obblighi: ma è con il singolo "ordine" che l'investitore decide quale atto porre concretamente in essere avvalendosi dell'operato dell'intermediario (conferendo, ad esempio, all'intermediario stesso uno specifico mandato avente ad oggetto l'acquisto o la vendita di alcuni prodotti finanziari, oppure concludendo direttamente con detto soggetto contratti relativi a titoli che quegli già detenga nel proprio portafoglio)» (Cass., 31 agosto 2017, n. 20617, in *De Jure*).

<sup>24</sup> Tema sul quale v. F. D'ARCANGELO, *Il contratto normativo*, in *Obbl. e contratti*, 2008, 62 ss.; M. DOSSETTO, voce *Contratto normativo*, in *Nov. Dig. it.*, IV, Torino, 1957, 663 ss.; R. FERCIA, voce *Contratto normativo*, in *Dig. it., disc. priv., sez. civ.*, Agg. VIII, Assago, 2013, 194 ss.; G. GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994; G. GUGLIELMETTI, *I contratti normativi*, Padova, 1969; ID., voce *Contratto normativo*, in *Enc. giur. Trecani*, IV, Roma, 1988; S. MAIORCA, voce *Normativo (contratto)*, in *Dig. it., disc. priv., sez. civ.*, XII, Torino, 1995, 169 ss.; F. MESSINEO, voce *Contratto normativo e contratto-tipo*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962, 116 ss.; A. ORESTANO, *Accordo normativo e autonomia negoziale*, Padova, 2000. Nel testo la critica alla qualificazione del contratto quadro di investimento come contratto normativo si fonda sulle reciproche obbligazioni che da esso sorgono. Rispetto a questo argomento, che ha carattere assorbente, possono rimanere in secondo piano altri due profili di possibile criticità. Il primo è che probabilmente non sempre le operazioni di investimento danno luogo a singoli e autonomi contratti o, comunque, vi è anche una componente, nella fase attuativa del contratto di investimento, che non è riducibile alla stipulazione di contratti e che è invece fatta di flussi informativi reciproci. Si tratta di attività che non sembrano riducibili alla categoria del contratto normativo, il quale ha esattamente la funzione di regolare il contenuto di un futuro contratto: v. per tutti S. MAIORCA, voce *Normativo (contratto)*, cit., 170. Un secondo profilo che è appena il caso di segnalare è che, quand'anche l'esecuzione del contratto quadro si concretizzasse nella stipulazione di contratti, essi solo raramente interverrebbero tra il cliente e l'intermediario. Sicché dovrebbe presupporci che il contratto normativo regolasse le condizioni contrattuali di negozi tra il cliente e terzi. Ciò

vero che il contratto quadro fa da cornice a un rapporto che non si esaurisce in esso e regola le modalità di conferimento degli ordini, i costi a carico del cliente, i limiti e le caratteristiche dei servizi: in questo senso un carattere anche normativo del contratto quadro pare innegabile. Rispetto a un contratto (esclusivamente) normativo, però, il contratto quadro di investimento si distingue anzitutto perché impone direttamente obblighi alle parti: si pensi all'obbligo, per l'intermediario, di eseguire i servizi scelti dal cliente e agli obblighi di informazione, diligenza, trasparenza; e, dall'altro lato, all'obbligo di pagamento del corrispettivo in capo al cliente, che trova la sua fonte direttamente nel contratto quadro. Si tratta di un contenuto che va ben oltre l'indicazione delle clausole di futuri contratti. Anziché a un contratto a causa «debole»<sup>25</sup> come il contratto normativo, ci troviamo dunque di fronte a un contratto da cui sorgono direttamente diritti e obblighi in capo alle parti. Non solo. Sebbene sia vero che è con l'ordine di investimento che vengono individuati elementi essenziali dell'operazione, come il titolo, la quantità e il prezzo, il momento causale – in cui, cioè, il senso economico e giuridico dell'operazione è determinato – pare da ricondurre al contratto quadro e alla scelta, effettuata a priori rispetto all'ordine, del servizio prestato<sup>26</sup>. Inoltre, a seguito della stipulazione del contratto quadro le parti non rimangono pienamente libere di dare corso o meno a future operazioni, come lo sono in presenza di un contratto normativo<sup>27</sup>. Al contrario, l'intermediario è obbligato a porle in essere, salvo che ricorra un obbligo di astensione<sup>28</sup>.

---

non è escluso dalla definizione di contratto normativo, che conosce anche il c.d. contratto normativo aperto. Cfr. ancora S. MAIORCA, voce *Normativo (contratto)*, cit., 170 e già F. MESSINEO, voce *Contratto normativo*, cit., 117.

<sup>25</sup> L'insegnamento di F. MESSINEO, voce *Contratto normativo*, cit., 117 è che «è ragione di equivoco, chiamare col nome di «contratto normativo», un istituto, il quale deve poggiare indubbiamente sopra un elemento volontario, ma che, privo com'è, di funzione dispositiva, non ha affatto la sostanza del contratto».

<sup>26</sup> Non così Cass., 3261/2018, cit., la quale, all'opposto, ha ritenuto che «il momento negoziale delle singole operazioni di investimento non può rinvenirsi nel contratto quadro».

<sup>27</sup> P. SIRENA, *Effetti e vincolo*, in M. COSTANZA (a cura di), *Effetti*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, III, II ed., Milano, 2023, 112 ricorda, da ultimo che «[u]n contratto che obblighi, o comunque vincoli, una delle parti o entrambe a stipulare contratti futuri non si considera [...] come normativo, proprio perché quest'ultimo [...] limita la libertà delle parti contraenti solo sul «come» [...], ma non sul «se»», salva sempre la facoltà delle parti di rafforzare il contenuto del contratto normativo (*ivi*, 115).

<sup>28</sup> Così D. ACHILLE, *Contratto d'intermediazione finanziaria e violazione degli obblighi d'informazione: tra nullità del contratto e responsabilità dell'intermediario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1456 s.

Pare esservi, dunque, un discreto grado di corrispettività dei reciproci obblighi delle parti che sorgono già per effetto del contratto quadro, sicché può essere condiviso l'orientamento giurisprudenziale che ne ammette la risoluzione per inadempimento. La struttura dei contratti di investimento – nella parte in cui essi obbligano l'intermediario a dare seguito alle istruzioni del cliente – pare poi consentire di ricavare la disciplina del rimedio per analogia con il mandato a titolo oneroso, il quale è ritenuto risolvibile per inadempimento<sup>29</sup>, ancorché il rimedio conviva con il recesso per giusta causa.

Quanto all'estensione temporale degli effetti della risoluzione, ai sensi dell'art. 1458 c.c., l'operazione economica<sup>30</sup> avviata dal contratto quadro si proietta tendenzialmente nel tempo e, sovente, gli interessi del cliente e dell'intermediario trovano soddisfazione attraverso l'estensione temporale del rapporto<sup>31</sup>: si pensi al servizio di gestione di portafogli, in cui il «mandato»<sup>32</sup> conferito all'intermediario implica una necessaria durata del rapporto. L'art. 1458 c.c. non pone, però, una dicotomia tra un'ampia categoria di

<sup>29</sup> G. MINERVINI, *Il mandato. La commissione. La spedizione*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 1954, 227; A. LUMINOSO, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni*, Milano, 1984, 524 ss.; D. MAFFEIS, *Le obbligazioni del mandatario e del mandante*, in P. SIRENA (a cura di), *I contratti di collaborazione*, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, Assago, 2011, 214; G. AMADIO, *Inattuazione e risoluzione: le fattispecie*, in V. ROPPO (a cura di), *Rimedi-2*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, II ed., Milano, 2022. Un accenno in Cass., 9 giugno 1994, n. 5622, in *De Jure*, secondo cui «[i]n presenza di un mandato oneroso a tempo indeterminato, che non abbia conosciuto un principio di esecuzione, nel caso in cui sopravvenga una revoca non sorretta da giusta causa né data con preavviso, la revoca stessa è equiparata ad un inadempimento e, applicando di conseguenza la norma sulla risoluzione per inadempimento, si ricollegano ad essa gli effetti d'uno scioglimento retroattivo del contratto e quindi gli interessi legali sulla cauzione si pagano a decorrere dalla data di conclusione del contratto stesso». *Contra* L. NANNI, *Dell'estinzione del mandato. Art. 1722-1730*, in *Comm. Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna-Roma, 1994, sub art. 1722, 11 ss.

<sup>30</sup> Sulla cui rilevanza giuridica v. E. GABRIELLI, voce *Operazione economica*, in G. D'AMICO (diretto da), *Il contratto*, in *Enc. dir. – I tematici*, I, Milano, 2021, 729 ss.

<sup>31</sup> Si fa riferimento al tratto distintivo dei contratti di durata individuato da A. LUMINOSO, *Il rapporto di durata*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 527, e così nel fatto che «essendo persistente nel tempo il bisogno o l'interesse da soddisfare, durevole è il risultato che il contratto programma e, di conseguenza, durevole non può che essere la realizzazione del diritto o della diversa situazione giuridica cui è affidata la tutela di quell'interesse». La tesi, come noto, intende in parte superare quella tradizionale, ritenuta eccessivamente restrittiva, di G. OPPO, *I contratti di durata*, in *Riv. dir. comm.*, 1943, 143 ss. e *ivi*, 1944, 18 ss., ora anche in *Id.*, *Obbligazioni e negozio giuridico. Scritti giuridici*, III, Padova, 1992, 200 ss., che limitava la categoria del contratto di durata ai contratti a effetti obbligatori, incentrando il discorso sulla prestazione e non sull'interesse della parte.

<sup>32</sup> Così testualmente l'art. 1, comma 5-*quinquies*, TUF.

contratti di durata e i contratti a esecuzione istantanea, ma dispone che la risoluzione non impatta sulle prestazioni eseguite prima dell'inadempimento<sup>33</sup> se il contratto è a prestazioni continuate o periodiche e cioè qualora, secondo l'interpretazione consolidata, l'esecuzione del contratto preveda singole coppie di prestazioni che soddisfano di per sé, in parte, i reciproci interessi e che una volta eseguite possano dirsi definitivamente acquisite al patrimonio delle parti<sup>34</sup>. Rispetto a un ragionamento in astratto, come potrebbe essere l'equiparazione *tout court* del contratto quadro a un mandato<sup>35</sup>, sembra preferibile una relativizzazione delle soluzioni in base al servizio in concreto prestato. Vi sono servizi di investimento, come la menzionata gestione di portafogli, in cui appare difficile frazionare l'esecuzione del contratto in fasi autonome, tali per cui solo alcune possano essere rimosse dalla risoluzione, perché solitamente l'intermediario persegue una strategia tramite una serie coordinata di atti<sup>36</sup>;

---

<sup>33</sup> Gli effetti della risoluzione non sono irretroattivi, ma retroagiscono all'inadempimento anziché alla conclusione del contratto: P. TRIMARCHI, *Il contratto: inadempimento e rimedi*, Milano, 2010, 75; Cass., 13 dicembre 2012, n. 22902, in *De Jure*.

<sup>34</sup> V. in proposito U. CARNEVALI, *Gli effetti della risoluzione*, in U. CARNEVALI – E. GABRIELLI – M. TAMPONI, *La risoluzione*, cit. 204 ss., il quale illustra che nel contratto ad esecuzione continuata o periodica devono essere isolabili coppie di prestazioni che, di volta in volta, realizzano (in parte) il sinallagma, mentre nei contratti che esulano da questa categoria vi è una prestazione unitaria, ancorché astrattamente frazionabile, la quale se interamente svolta soddisfa l'interesse di controparte. In senso simile anche M. DELLACASA, in M. DELLACASA – F. ADDIS, *Inattuazione e risoluzione: i rimedi*, in V. ROPPO (a cura di), *Rimedi-2*, cit., 540, il quale illustra che «la categoria comprende i soli contratti in cui entrambe le prestazioni sono ad esecuzione continuata o periodica; se infatti una di esse fosse ad esecuzione istantanea, l'irretroattività della risoluzione comporterebbe una situazione di squilibrio». In giurisprudenza: «L'art. 1458 c.c., nella parte in cui prevede che l'effetto retroattivo della risoluzione del contratto per inadempimento non si estende, nel caso di contratti ad esecuzione continuata o periodica, alle prestazioni già eseguite, esclude la possibilità di restituzione di queste ultime solo quando esse abbiano avuto piena efficacia satisfattiva delle ragioni del creditore. Pertanto, nei contratti con prestazioni corrispettive, la fattispecie così delineata dalla norma si realizza esclusivamente rispetto agli adempimenti la cui creazione soddisfi le reciproche ragioni creditorie in attuazione del nesso sinallagmatico, talché rispetto alle reciproche prestazioni eseguite, il rapporto debba intendersi esaurito senza alcun effetto restitutorio, per il già intervenuto riequilibrio delle situazioni reciproche delle parti in relazione alle prestazioni pregresse» (Cass., 24 giugno 1995, n. 7169, in *One Legale*; similmente Cass., 11 ottobre 2019, n. 26862, *ivi*).

<sup>35</sup> Per la retroattività della risoluzione del mandato, A. LUMINOSO, *Mandato*, cit., 525; ID., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 756; D. MAFFEIS, *Le obbligazioni*, cit., 214. Contra L. NANNI, *Dell'estinzione del mandato*, cit., 12.

<sup>36</sup> Secondo D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 426, la differenza tra la gestione e gli altri servizi, e in particolare l'esecuzione di ordini e la negoziazione in contropartita diretta, è strutturale: in questi a ogni ordine dell'investitore

più dubbio può essere il caso dell'esecuzione di ordini o della negoziazione in contropartita diretta, in cui ciascuna operazione di investimento, cui corrisponde il pagamento delle relative commissioni, potrebbe apparire isolabile e idonea a soddisfare compiutamente i reciproci interessi. Ancora diverso il caso in cui all'esecuzione di ordini si accompagna una consulenza: anche in questo caso l'esecuzione delle operazioni, che pure segue a specifici ordini del cliente, si inserisce in una più ampia cornice in cui il singolo atto di investimento può essere strumentale a un'operatività complessiva, raccomandata all'investitore dall'intermediario. Qualora il servizio prestato sia tale da consentire di isolare singole operazioni, che abbiano parzialmente esaurito il sinallagma – sarà, di regola, il caso dell'esecuzione di ordini o della negoziazione per conto proprio – sembra possibile una risoluzione del contratto quadro con effetti dal momento dell'inadempimento, con salvezza delle operazioni svolte in precedenza.

La risoluzione del contratto quadro priva di titolo le operazioni di investimento, *ab origine* o dal momento dell'inadempimento, giacché esse, in assenza di un valido contratto di investimento, sarebbero nulle. Si pone il problema della legittimazione a far valere l'inefficacia delle operazioni di investimento, caducate le quali entrambe le parti hanno diritto alle restituzioni, ferma ovviamente la sola legittimazione dell'investitore a chiedere la risoluzione del contratto quadro per un inadempimento dell'intermediario. Una prima soluzione consiste nel ritenere legittimate entrambe le parti, assimilando l'inefficacia delle operazioni a valle a una nullità sopravvenuta<sup>37</sup>, come accade nei negozi collegati, risolto uno dei quali l'altro, se dipende dal primo, è nullo per mancanza di causa<sup>38</sup>, con l'effetto che anche l'intermediario sarebbe legittimato a far valere l'inefficacia di operazioni risultate vantaggiose per l'investitore e che le conseguenti restituzioni potrebbero produrre un saldo negativo per il cliente. La tesi potrebbe apparire stridente con un sistema rimediale, a disposizione del cliente, in cui occupano un rilevante spazio le nullità di protezione, per cui solo il cliente è legittimato a impugnare le operazioni svolte in esecuzione di un contratto nullo, salvi i correttivi

---

corrisponderebbe la stipulazione di un contratto tra intermediario e cliente, autonomamente risolvibile, mentre il contratto di gestione potrebbe essere risolto solo nella sua interezza.

<sup>37</sup> Nel senso che la risoluzione del contratto quadro farebbe venir meno necessariamente tutte le operazioni di investimento, così potendosi rivelare, in concreto, un rimedio dannoso per l'investitore, S. CICCHINELLI, *I rapporti dell'intermediazione finanziaria tra danno e responsabilità*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2015, 456 s.; A. PERRONE, *Regole di comportamento*, cit., 551.

<sup>38</sup> Sull'impatto delle patologie di un contratto su quello da esso dipendente v. tra le molte, Cass., 31 luglio 2024, n. 21508, in *De Jure*.

giurisprudenziali alla selettività dell'impugnativa<sup>39</sup>. Non sembra però questa una valida ragione per introdurre, per via interpretativa, un regime speciale della legittimazione alle impugnative conseguenti alla risoluzione: l'investitore può chiedere la risoluzione, ricorrendone i presupposti, del contratto quadro, con effetti *ab origine* o dal momento dell'inadempimento e, in caso di accoglimento della domanda, ciascuna parte è legittimata a chiedere l'accertamento dell'inefficacia di operazioni di investimento e a ripetere quanto trasferito all'altra. Un onere di autoresponsabilità in capo all'investitore, indotto ad agire solo qualora il saldo complessivo dell'operatività sia a suo sfavore – circostanza che, peraltro, potrebbe talvolta rilevare anche ai fini della gravità dell'inadempimento ai sensi dell'art. 1455 c.c. –, può avere positive implicazioni deflattive del contenzioso e prevenire impugnative selettive verso cui il diritto vivente mostra prudenza.

4. – Nei casi in cui si è detta ammissibile, la risoluzione del contratto quadro con effetto dal momento dell'inadempimento è una forma di risoluzione parziale, che mantiene ferme le operazioni svolte in precedenza e fa venir meno tutte le successive, oltre a impedire la prosecuzione del rapporto. Si tratta ora di capire, esclusa la risolvibilità di singoli ordini, se un'espunzione delle operazioni interessate dall'inadempimento (e pregiudizievoli per l'investitore) e la prosecuzione del rapporto possano ottenersi per il tramite di un'altra forma di risoluzione parziale del contratto quadro, soluzione che talvolta affiora in giurisprudenza e in dottrina<sup>40</sup> e che consentirebbe, attraverso uno strumento giuridico diverso, di raggiungere il medesimo risultato dell'impugnativa di singoli ordini.

Quanto ai presupposti tradizionalmente individuati ai fini della risoluzione parziale, pare sicuramente possibile ipotizzare un inadempimento parziale dell'intermediario<sup>41</sup>. In taluni casi sembrerebbe anche possibile

<sup>39</sup> *Supra*, par. 1, spec. *sub* nota 6.

<sup>40</sup> Cass. 8394/2016, cit. rifiuta espressamente la tesi della risoluzione di singoli ordini come risoluzione parziale del contratto quadro. La parziale risolvibilità dei contratti con prestazioni divisibili è richiamata invece dalla più recente Cass., 12937/2017, cit., per argomentare la rispondenza della risoluzione di singoli ordini al diritto generale dei contratti. In dottrina C. RINALDO, *La risoluzione dei singoli ordini*, cit., 406 ritiene la risoluzione di singoli ordini una forma di risoluzione parziale del contratto quadro.

<sup>41</sup> Che è il primo dei presupposti della risoluzione parziale. Su cui v. A. GENTILI, *La risoluzione parziale*, Napoli, 1990 e inoltre C.M. BIANCA, *Diritto civile*, V, cit., 319 ss.; U. CARNEVALI, *Gli effetti della risoluzione*, cit., 212 ss.; L. NANNI, *sub* art. 1458, in L. NANNI – M. COSTANZA – U. CARNEVALI, *Della risoluzione per inadempimento*, cit., 116 s.; A. FONDRIESCHI, *La prestazione parziale*, Milano, 2005, spec. 324 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, cit., 914; R. SACCO, in R. SACCO – G. DE NOVA, *Il contratto*, IV ed., Assago, 2016, 1613 ss.; G.

riscontrare – similmente a quanto si è detto ai fini dell'applicazione dell'art. 1458 c.c.<sup>42</sup> – una divisibilità<sup>43</sup> della sua prestazione di fare: è il caso dell'esecuzione di ordini, non invece della gestione patrimoniale o di un rapporto di consulenza.

A opporsi all'impugnativa di singoli ordini attraverso la risoluzione parziale del contratto, però, non è tanto la natura delle prestazioni dedotte in contratto, quanto, più in generale, l'effetto della risoluzione parziale, che non sembra compatibile con lo scopo che le si vorrebbe attribuire. La risoluzione parziale serve, infatti, a «ridurre» il contratto<sup>44</sup>, a eliminarne parte del regolamento, amputandolo dell'obbligazione rimasta inadempita e della controprestazione corrispettiva. La caducazione di uno o più ordini di investimento, a ben vedere, non sarebbe una risoluzione parziale del contratto quadro, il quale rimarrebbe intatto nel suo contenuto, ma l'eliminazione di alcuni effetti. Sembra esservi una sostanziale differenza rispetto alla risoluzione del contratto quadro a far data dall'inadempimento: quest'ultima estingue reciproche obbligazioni, riducendo il contenuto del contratto, mentre esse rimarrebbero integralmente intatte se si eliminassero solo alcune operazioni di investimento.

Escluso, quindi, che la risoluzione possa essere utilizzata per impugnare singole operazioni di investimento, secondo parte della dottrina, oggi con l'avallo di un'importante sentenza della Corte di cassazione a Sezioni Unite<sup>45</sup>,

---

SICCHIERO, *La risoluzione per inadempimento*, in *Comm. Schlesinger-Busnelli*, Milano, 2007, sub art. 1458, 775 ss.; P. TRIMARCHI, *Il contratto*, cit., 80 ss. In giurisprudenza cfr. Cass., 16 novembre 2020, n. 25845, in *De Jure*; Cass., 2 luglio 2013, n. 16556, *ivi*; Cass., 13 dicembre 2010, n. 25157, *ivi*; Cass., 20 maggio 2005, n. 10700, *ivi*; Cass., 21 dicembre 2004, n. 23657, in *Contratti*, 2005, 654 s., con nota di G. OPROMOLLA, *Risoluzione parziale del contratto*; Cass., 15 aprile 2002, n. 5434, in *Contratti*, 2003, 238 s., con nota di M. POLLAROLI, *La risoluzione parziale per inadempimento del contratto*.

<sup>42</sup> *Supra*, par. 2.2.1.

<sup>43</sup> Requisito della risoluzione parziale su cui v. tra gli altri P. TRIMARCHI, *Il contratto*, cit., 80 e U. CARNEVALI, *Gli effetti della risoluzione*, cit., 215.

<sup>44</sup> Ampiamente A. GENTILI, *La risoluzione parziale*, cit., spec. 253 ss.

<sup>45</sup> Cass., S.U., 12 maggio 2020, n. 8770, tra le altre in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 1098 ss., con nota di G. CALABRESE, *Quantità e qualità dell'alea come elemento necessario del derivato IRS*, ha espressamente statuito che «l'intermediario finanziario è un mandatario dell'investitore, tenuto a fornire raccomandazioni personalizzate al suo assistito; sicché ove l'intermediario, nella prestazione del servizio, compia l'operazione quando doveva astenersi o senza il consenso dell'investitore, gli atti compiuti non possono avere efficacia, a prescindere dal fatto che la condotta dell'agente sia qualificata in termini di inadempimento o di nullità, con conseguente risarcimento del danno». Più di recente v anche Cass., 19 marzo 2024, n. 7315, in *De Jure*, così massimata: «In tema di intermediazione finanziaria, laddove sia convenuto fra le parti che l'oggetto

un risultato analogo è però perseguibile dall'investitore, in rilevanti ipotesi di inadempimento dell'intermediario, anche se non in tutte, attraverso il rifiuto dell'atto compiuto in eccesso di mandato dall'intermediario ai sensi dell'art. 1711 c.c. L'atto che esorbita dal mandato, e così dall'oggetto del rapporto gestorio<sup>46</sup>, è inteso come l'atto compiuto in violazione dei doveri dell'ufficio dell'intermediario, ossia posto in essere quando l'intermediario era tenuto ad astenersi: sarebbero, ad esempio, per i servizi operati in regime di adeguatezza (consulenza, gestione), i casi in cui l'intermediario non abbia correttamente profilato l'investitore o in cui l'operazione non è adeguata; nei servizi prestati in regime di appropriatezza (negoiazione per conto proprio, esecuzione di ordini), sarebbe il caso in cui l'intermediario non ha raccolto le informazioni sul cliente; sarebbe inoltre l'ipotesi in cui l'intermediario versi in una situazione di conflitto di interessi<sup>47</sup>. Non si tratta, coerentemente con l'interpretazione dell'art. 1711 c.c.<sup>48</sup>, dell'intera area dell'inadempimento dell'intermediario: resterebbero in linea di massima escluse, ad esempio, le violazioni di obblighi informativi, che costituiscono una fattispecie che ricorre con frequenza in giurisprudenza.

---

dell'investimento debba individuarsi in titoli a basso rischio, il modo dell'esecuzione del mandato ricevuto non può rientrare nella discrezionalità dell'intermediario finanziario, costituendo piuttosto il contenuto dell'obbligazione che grava sul medesimo quale mandatario dell'investitore, così che ai sensi dell'art. 1711 c.c. restano a sua carico gli atti esorbitanti dal mandato ricevuto, dovendo pertanto rispondere dei danni arrecati in conseguenza della negoziazione di titoli ad alto rischio od acquistati su ordinativi contenenti la firma apocrifa dell'investitore, nei limiti delle perdite subite dal cliente per effetto dell'eccesso del mandato». M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009, 53 s. collega gli effetti retroattivi della risoluzione del mandato alla norma sul rifiuto dell'atto da parte del mandante, scrivendo che qualora l'operazione di investimento sia stata eseguita dall'intermediario in nome proprio e nell'interesse dell'investitore «la retroattività della risoluzione nei rapporti tra le parti (ex art. 1458) fa venir meno il mandato e rende, perciò, applicabile il dispositivo dell'art. 1711, comma 1: l'operazione resta a carico dell'intermediario e questi è tenuto a restituire al cliente le somme utilizzate ai sensi degli artt. 2033 ss.». V. ancora D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 61 s. e 420 ss.; A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario*, cit., 44; A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi*, cit., 766.

<sup>46</sup> A. LUMINOSO, *Mandato*, cit., 539; G. DI ROSA, *Il mandato*, II, *Artt. 1710-1730*, in *Comm. Schlesinger-Busnelli*, Milano, 2017, sub art. 1711, 23.

<sup>47</sup> Un elenco di fattispecie si ritrova in D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., 422. Un'interpretazione ancora più ampia si coglie in Cass., 19 marzo 2024, n. 7315, cit.

<sup>48</sup> Che distingue l'inadempimento che dà luogo anche al rimedio di cui all'art. 1711 c.c. dall'inadempimento cui conseguono gli strumenti di tutela ordinari del mandante: v. per tutti A. LUMINOSO, *Mandato*, cit., 537.



L'atto gestorio che eccede il mandato è inopponibile all'investitore e non produce effetto nei suoi confronti<sup>49</sup>; ne conseguono obbligazioni restitutorie analoghe a quelle che fanno seguito alla risoluzione<sup>50</sup>.

In conclusione: non sembra possibile la risoluzione di singoli ordini di investimento, neppure come risoluzione parziale del contratto quadro, ma il medesimo effetto può essere raggiunto dall'investitore, nei casi in cui l'intermediario abbia violato un obbligo di astensione, con il rifiuto dell'atto dell'intermediario ai sensi dell'art. 1711 c.c. Pare invece ammissibile la risoluzione del contratto quadro, per l'intero o, ricorrendone i presupposti, con effetto dal momento dell'inadempimento ai sensi dell'art. 1458 c.c.

5. – Se, per qualsiasi ragione, il contratto di investimento o singole operazioni vengono meno o sono inefficaci nei confronti del cliente, le parti sono tenute alle reciproche restituzioni su domanda dell'altra. In concreto, la ripetizione del capitale è lo scopo perseguito dal cliente che ha impugnato il contratto o le operazioni; spesso, invece, l'intermediario non propone domande restitutorie.

Il contratto di investimento impugnato dall'investitore è un contratto che si è rivelato economicamente svantaggioso per il cliente, sicché le restituzioni normalmente aumentano la consistenza patrimoniale dell'investitore. È quanto avviene anche nei casi di risoluzione di contratti rivelatisi svantaggiosi (si pensi all'acquisto di un bene che perde valore, in cui il prezzo restituito è d'importo maggiore rispetto al valore del bene che l'acquirente deve restituire al venditore): in simili ipotesi, non si dubita che le restituzioni possano produrre tale apparente arricchimento (che arricchimento non è, trattandosi, al contrario, di ricostituzione dello *status quo ante*) della parte fedele<sup>51</sup>, pur

---

<sup>49</sup> Nei termini dell'inopponibilità si è espressa Cass., 10 marzo 1995, n. 2802, in *De Jure*. Che la conseguenza non sia solo il risarcimento del danno emerge dalla specialità del rimedio di cui all'art. 1711 c.c. rispetto ai generali rimedi a disposizione del mandante. E difatti C. SANTAGATA, *Del Mandato. Delle obbligazioni del mandatario. Delle obbligazioni del mandante*, Art. 1710-1721, Bologna-Roma, 1998, sub art. 1711, 97 s. contrappone i casi in cui è applicabile il rimedio a quelli in cui il mandante può chiedere soltanto il risarcimento del danno.

<sup>50</sup> Secondo A. LUMINOSO, *Rappresentanza e mandato a confronto*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, 761, la risoluzione e la reiezione degli effetti del mandato sono entrambi strumentali alla «rimozione degli effetti del mandato». Il rimedio di cui all'art. 1711 c.c. comporta, pertanto, la «reiezione (dalla sfera del mandante) degli effetti economici dell'atto gestorio» e, come la risoluzione, la «caducazione (anche) di quegli effetti giuridici del mandato volti a riversare sul mandatario i risultati pratico-sostanziali dell'atto gestorio».

<sup>51</sup> Sovente si verifica l'ipotesi opposta, perché la parte di un contratto tende a rendersi inadempiente allorché la prestazione inadempita abbia un valore superiore a

implicando, come vedremo, significativi effetti sul danno risarcibile. Va sin d'ora però precisato che mentre in queste ultime ipotesi il valore delle restituzioni supera l'interesse positivo (perché il prezzo restituito è maggiore del valore reale del bene e così dell'utilità attesa dal contratto), nel caso di cui ci occupiamo la conservazione del capitale, che è l'importo oggetto di restituzione, è di regola l'utilità (minima) che il cliente avrebbe potuto legittimamente attendersi in caso di corretto adempimento da parte dell'intermediario.

quello della controprestazione ed essa confida di poter reperire una migliore occasione sul mercato (P. TRIMARCHI, *Il contratto*, cit., 94). Si ipotizzi un contratto di vendita con effetto differito di un bene dal valore di 120 al prezzo di 100. Il venditore potrebbe rendersi inadempiente confidando di poter trovare sul mercato un acquirente disponibile a pagare 120 o più. Se il compratore chiede la risoluzione, evita l'esborso o ottiene la restituzione di 100, ma non vede soddisfatto il suo interesse positivo, giacché l'adempimento gli avrebbe assicurato un'utilità di 20. Invece, illustra ancora P. TRIMARCHI, *Il contratto*, cit., 95, «se il corrispettivo supera il valore oggettivo della prestazione inadempita, la sua restituzione pone il creditore insoddisfatto in una situazione almeno apparentemente migliore di quella in cui si sarebbe trovato se il contratto fosse stato pienamente adempiuto». È il caso di un affare cattivo, in cui «la risoluzione del contratto costituisce, per il creditore insoddisfatto, un effettivo vantaggio». Simili considerazioni valgono a spiegare l'utilità economica ritratta dall'investitore nella risoluzione dei contratti di investimento, mentre non aderiscono alla fattispecie più frequente della prestazione del servizio di esecuzione di ordini, perché non è l'intermediario ad avere percepito definitivamente il corrispettivo. Ad ogni modo, con riguardo alle ipotesi in cui attraverso le restituzioni la parte si trovi in una posizione apparentemente migliore «non vi è dubbio che il compratore [in caso di vendita, ma il principio si estende anche ai nostri casi] possa ottenere la restituzione dell'intero prezzo o dell'intero acconto pagato senza che il venditore sia legittimato a dedurre in compensazione la perdita che il primo avrebbe subito qualora lo scambio fosse stato attuato» (M. DELLACASA, in M. DELLACASA – F. ADDIS, *Inattuazione e risoluzione*, cit., 567). Anche nel caso in cui il titolo avesse perso valore dopo l'acquisto non sembra ricorrere un'ipotesi di deterioramento del bene, tenuto altresì conto della causa del contratto, per cui apprezzamenti e deprezzamenti del titolo sono intrinseci all'operazione economica. Non sembrano qui poter trovare applicazione, dunque, considerazioni che si ispirano alla teoria del saldo, di origine tedesca, e che mirano a un riequilibrio delle prestazioni restitutorie, la cui compatibilità con l'ordinamento italiano è comunque discussa. Riferimenti minimi nella dottrina italiana, cui qui si rinvia, sono: P. RESCIGNO, voce *Ripetizione dell'indebito*, in *Nov. Dig. it.*, XV, Torino, 1968, 1234 ss.; A. DI MAJO, *La teoria del saldo e la irripetibilità delle prestazioni*, nota a Trib. Roma, 1 luglio 2004, in *Corr. giur.*, 2004, 1503 ss.; P. GALLO, voce *Restituzioni contrattuali*, in *Dig. it., disc. priv., sez. civ.*, Agg. VI, Assago, 2011, 802 ss.; ID., *Obbligazioni restitutorie e teoria del saldo*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, III, 2, Milano, 1998, 385 ss.; E. BARGELLI, «Sinallagma rovesciato» e ripetizione dell'indebito. *L'impossibilità della restituzione in integrum nella prassi giurisprudenziale*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, 99 s. V. in ogni caso per gli specifici problemi relativi alla vendita, al concambio o all'annullamento dei titoli tra il momento dell'acquisto e quello della risoluzione *infra*, par. 3.2.

Perché una parte possa essere condannata alle restituzioni deve essere *accipiens*. Ciò non significa che l'intermediario sia tenuto alle restituzioni nel solo caso in cui abbia agito in contropartita diretta, incamerando il corrispettivo di una vendita<sup>52</sup>, ma è sufficiente che questi, come accade il più delle volte, abbia ricevuto dal cliente, ai fini l'esecuzione dell'operazione, una somma di denaro, anche a titolo di provvista per l'acquisto eseguito in qualità di mandatario senza rappresentanza<sup>53</sup>.

Va segnalato, ancora in via di premessa, che la ricostruzione della disciplina delle restituzioni conseguenti alla risoluzione, e segnatamente la diretta applicabilità delle norme sull'indebito il ricorso a un diverso sistema di regole, è tema complesso da tempo all'attenzione della dottrina, che emerge in particolare rispetto al problema delle restituzioni di frutti e interessi, di cui si dirà, ma assume anche una portata generale<sup>54</sup>. Interessa qui indagare specifici

---

<sup>52</sup> Così invece G. AFFERNI, *Sulla risoluzione dei singoli ordini*, cit., 623. s., secondo cui se l'intermediario non agisce in contropartita diretta «non può essere tenuto a restituire la somma investita, la quale non è stata in alcun modo pagata all'intermediario, né a titolo di prezzo, né a titolo di provvista per l'esecuzione del mandato che gli è stato conferito per l'acquisto del titolo».

<sup>53</sup> Così A. ALBANESE, *Regole di condotta*, cit., 108: «L'intermediario pertanto sarà tenuto alla restituzione delle somme investite soltanto qualora le abbia incassate come corrispettivo dovutogli per la cessione di titoli che erano già nel suo portafoglio ovvero come mezzi somministratigli dal cliente ai sensi dell'art. 1719 c.c. per l'esecuzione di un mandato senza rappresentanza, avente per oggetto l'acquisto degli strumenti finanziari». Nel medesimo senso, nel caso in cui l'intermediario agisca quale mandatario senza rappresentanza dell'investitore, M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, cit., 53 s.

<sup>54</sup> Sin d'ora, sul problema di ordine generale, salvo tornare *infra* al par. 3.3 sul problema delle restituzioni di interessi e frutti con specifici riferimenti, si vedano, quanto meno, E. BARGELLI, *Il sinallagma rovesciato*, Milano, 2010, spec. 472; A. BELFIORE, *Risoluzione per inadempimento e obbligazioni restitutorie*, in *Scritti in onore di Giuseppe Auletta*, II, Milano, 1988, 245 ss.; A. LUMINOSO, *Obbligazioni restitutorie e risarcimento del danno nella risoluzione. Per inadempimento*, *ivi*, 502 ss.; ID., *sub art. 1453*, in A. LUMINOSO – U. CARNEVALI – M. COSTANZA, *Risoluzione per inadempimento*, I, 1, Art. 1453-1454, in *Comm. Scialoja-Branca-Galgano*, Bologna-Roma, 1990, 405 ss.; L. GUERRINI, *Le restituzioni contrattuali*, Torino, 2012, 1 ss.; C. CASTRONOVO, *La risoluzione del contratto dalla prospettiva del diritto italiano*, in *Europa e dir. priv.*, 1999, 803 ss.; A. D'ADDA, *Gli obblighi conseguenti alla pronuncia di risoluzione del contratto per inadempimento tra restituzioni e risarcimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 529 ss.; M. DELLACASA, *restituzioni e regime dei rimedi contrattuali: un'analisi critica del diritto applicato*, in *Contratto impr.*, 2018, 1120 ss.; P. GALLO, voce *Restituzioni contrattuali*, cit., 796 ss.; E. MOSCATI, *Caducazione degli effetti del contratto e pretese di restituzione*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, 435 ss.; M. AMBROSOLI, *Le restituzioni nella risoluzione del contratto per inadempimento*, in G. DE NOVA (a cura di), *Le restituzioni contrattuali*, Assago, 2012, 157 ss.; C. TRANQUILLO, *Risoluzione per inadempimento e funzione delle restituzioni*, in *Europa e dir. priv.*, 2015, 813 ss.

profili applicativi, in cui, come vedremo, affiora il problema di fondo, alle cui soluzioni dottrinali si farà di volta in volta riferimento, tenendo a mente le peculiarità dell'operazione economica di cui si tratta e lo scopo di evitare arricchimenti ingiustificati e speculazioni.

6. – L'intermediario è tenuto a restituire il capitale investito dal cliente e gli interessi maturati; il cliente deve restituire, se l'intermediario lo chiede, i titoli e i frutti che ne ha tratto, come cedole o dividendi<sup>55</sup>. La recente giurisprudenza di legittimità lo ha ben messo a fuoco statuendo che «quando sia dichiarata la risoluzione del contratto d'investimento in valori mobiliari, si ingenerano tra le parti reciproci obblighi restitutori, dovendo l'intermediario restituire l'intero capitale investito, mentre l'investitore è obbligato alla restituzione del valore delle cedole corrisposte e dei titoli acquistati, secondo la disciplina di cui all'art. 2038 c.c.; i reciproci crediti vantati dalle parti, ove ne ricorrano i presupposti, possono compensarsi legalmente, ai sensi dell'art. 1243 c.c.»<sup>56</sup>.

Un primo problema può sorgere dall'impossibilità, per l'investitore, di una restituzione in natura, che può discendere dalla vendita dei titoli, dal scambio con altri titoli o dall'annullamento degli stessi. Nel caso in cui i titoli siano stati venduti, la soluzione largamente condivisa è che l'investitore, per effetto dell'applicazione analogica dell'art. 2038, comma 1, c.c., è tenuto a restituire il corrispettivo percepito<sup>57</sup>. In questo modo, di fatto, ipotizzando la possibile compensazione tra le poste restitutorie, l'investitore si troverebbe a percepire l'equivalente della perdita pecuniaria data dal capitale investito meno quanto percepito dalla rivendita. Nel caso in cui i titoli siano stati annullati, sembra applicabile, per analogia, l'art. 2037, comma 3, c.c., dettato in materia di perimento della cosa ricevuta in buona fede, secondo cui l'*accipiens* è tenuto alle restituzioni nei limiti dell'arricchimento. Poiché, di regola, un eventuale arricchimento dell'investitore, essendo pari a zero il valore del

<sup>55</sup> M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 509 s.

<sup>56</sup> Cass., 30 gennaio 2019, n. 2661, in *De Jure*, testualmente ripresa dalla successiva Cass., 17 agosto 2020, n. 17948, *ivi*.

<sup>57</sup> In giurisprudenza lo chiariscono Cass., 16 marzo 2018, n. 6664, in *De Jure*, secondo la quale «qualora [...] i titoli siano stati [...] rivenduti a terzi, in applicazione dell'art. 2038 c.c. è dovuta la restituzione del corrispettivo conseguito o, in caso di vendita in mala fede, del valore equivalente», e Cass. 2661/2019, cit. Sembra riferirsi a questa ipotesi A. BARTALENA, *La disciplina*, cit., 403 allorché scrive che «il cliente dovrebbe restituire alla controparte gli strumenti finanziari che sono ancora nella sua disponibilità o, in difetto, il loro controvalore». Sembra da escludere che l'investitore possa essere in qualche caso considerato *accipiens* di mala fede ai sensi del secondo comma della norma.

capitale, potrebbe derivare da interessi o frutti percepiti prima dell'annullamento del titolo, pare opportuno che la restituzione degli stessi segua la disciplina speciale che sarà analizzata nel prossimo paragrafo.

Ha destato perplessità il caso, che è stato posto in concreto all'attenzione della giurisprudenza, dell'adesione all'offerta pubblica di scambio di obbligazioni del governo argentino, all'esito della quale il cliente aveva consegnato tutte le obbligazioni detenute ottenendone in cambio di diverse. Secondo una recente pronuncia di legittimità, l'adesione all'offerta pubblica di scambio avrebbe «comportato la novazione del rapporto preesistente, onde ne consegue che nessun interesse, tale da giustificare l'accoglimento della formulata domanda risolutoria in ordine all'operazione anzidetta, residua in capo [agli investitori] a conseguire la chiesta pronuncia in relazione ad un rapporto estinto ed improduttivo perciò di effetti a seguito dell'adesione alla proposta del Governo argentino»<sup>58</sup>. Va precisato che l'oggetto della pronuncia è la risolvibilità degli ordini di investimento, problema che si pone a monte delle restituzioni ma che su di esse può evidentemente incidere.

L'orientamento non pare meritevole di condivisione, perché l'adesione dell'investitore al concambio delle obbligazioni non sembra poter integrare una novazione del rapporto intercorrente con l'intermediario. A parte il fatto che il contratto di permuta non interviene tra le parti del contratto di investimento, ma tra l'investitore e l'emittente del titolo, che è terzo rispetto al contratto tra cliente e intermediario, lo scambio di obbligazioni con un terzo non fa venire meno il rapporto, di natura obbligatoria, esistente con l'intermediario, neppure se il terzo è l'emittente del titolo<sup>59</sup>.

L'ordinanza sembra però intercettare un problema concreto, al di là della *ratio decidendi* espressa, che non investe l'impugnativa contrattuale, ma il conseguente piano delle restituzioni: il possibile arricchimento di un investitore che conservi dei titoli concambiati – si presume in grado di avere una stabilità di valore maggiore – e al tempo stesso riceva la restituzione dell'intero capitale investito. Problema che si porrebbe qualora non vi fosse un coordinamento tra la domanda restitutoria dell'intermediario e l'intervenuto concambio dei titoli. Non sembra però che questa corretta preoccupazione possa passare dall'esclusione dell'impugnativa contrattuale, perché essa deve, invece,

---

<sup>58</sup> Cass., 31 maggio 2018, n. 13994, in *De Jure*. L'argomentazione è stata ripresa da Cass., 19 settembre 2022, n. 27378, in *Giur. it.*, 2577 s., per escludere che potesse ravvisarsi un concorso di colpa del cliente nella mancata adesione all'OPS del governo argentino, e ciò perché un'adesione avrebbe privato il cliente – secondo quanto statuito da Cass. 13994/2018, cit. – della legittimazione a domandare la risoluzione.

<sup>59</sup> Così anche M. DELLACASA, in M. DELLACASA – F. ADDIS, *Inattuazione e risoluzione*, cit., 612 s., *sub* nota 212.

essere affrontata ancora una volta con un'applicazione analogica dell'art. 2038 c.c. a una permuta, come è lo scambio di titoli in adesione all'offerta di scambio<sup>60</sup>. Se si ammette tale applicazione analogica, l'oggetto delle restituzioni dell'investitore dovrebbe essere il corrispettivo della permuta, ossia i titoli ricevuti dall'investitore: l'intermediario restituisce quindi il capitale investito e riceve i titoli ottenuti dall'investitore per effetto dell'adesione all'offerta di scambio<sup>61</sup>.

7. – Un problema di rilevante portata pratica è l'individuazione del *dies a quo* delle restituzioni degli accessori: gli interessi sul capitale investito e le eventuali utilità tratte dai titoli.

L'orientamento tradizionale, che negli ultimi decenni si è però mostrato vieppiù recessivo, è quello secondo cui, se le restituzioni derivano dalla risoluzione per inadempimento, in applicazione dell'art. 2033 c.c., la parte inadempiente, che viene equiparata a un *accipiens* di mala fede, restituisce i frutti della prestazione indebita dal momento del pagamento, mentre la parte non inadempiente, equiparata a un *accipiens* di buona fede, restituisce i frutti dal momento della domanda giudiziale. Traferito nel campo della risoluzione dei contratti di investimento, l'orientamento implicherebbe che l'intermediario, parte inadempiente, sarebbe tenuto a restituire il capitale con gli interessi dal momento del pagamento, mentre il cliente restituirebbe i frutti degli investimenti dal momento della domanda giudiziale<sup>62</sup>: una soluzione che appare irragionevole, perché il cliente percepirebbe i profitti sul capitale come se non lo avesse impiegato e, al tempo stesso, tratterrebbe parte dei profitti

---

<sup>60</sup> Sull'estensibilità in via analogica dell'art. 2038 c.c., anche se sotto altri profili, v. E. BACCIARDI, *Alienazione della cosa determinata indebitamente ricevuta*, in E. BARGELLI (a cura di), *Ripetizione d'indebito*, Assago, 2014, 390 s. Ammette specificamente l'applicazione della norma alla permuta, e non solo alla vendita, V. CARBONE, *sub art. 2033*, in R. LENER (a cura di), *Della gestione d'affari. Del pagamento dell'indebito. Dell'arricchimento senza causa*, in *Comm. Gabrielli*, Assago, 2015, 172, illustrando che «il richiamo [...] va fatto, in generale, a tutti gli atti giuridici di disposizione che comportano il trasferimento del bene, anche se il testo normativo si riferisce alla sola vendita, non potendo non essere compresi altri contratti ad effetti reali di disposizione (...), come la permuta».

<sup>61</sup> M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 510 s.

<sup>62</sup> Segnalandone le criticità, M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 515, per cui l'applicazione (adattata) dell'art. 2033 c.c. implicherebbe che «il prestatore di servizi di investimento sarebbe tenuto a corrispondere gli interessi sin dal momento del pagamento indebito, in ragione di una sua mala fede in ipotesi dimostrata dal cliente; mentre il cliente non sarebbe tenuto a restituire gli importi corrispondenti a cedole maturate o altri frutti prodotti dagli strumenti finanziari prima della domanda giudiziale».

dell'investimento<sup>63</sup>, così cumulando utilità derivanti dal godimento diretto del capitale con utilità derivanti da un impiego dello stesso.

Per dare corso all'orientamento tradizionale e insieme scongiurare simile effetto indesiderato, in dottrina si è ipotizzato che l'intermediario possa opporre un'eccezione di arricchimento ingiustificato o un'*exceptio doli*<sup>64</sup>. La prima però non sembrerebbe praticabile, da un lato perché, se il regime delle restituzioni è conforme a legge, vi è una giusta causa di arricchimento e dall'altro perché l'arricchimento dell'investitore non corrisponde di regola (salvo il caso dell'acquisto in contropartita diretta) esclusivamente a un impoverimento dell'intermediario: questi si priva della somma di denaro pari a capitale e interessi, ma l'arricchimento del cliente è dato dal cumulo di tali voci con la permanenza dei frutti in capo all'investitore, che non rappresenta un impoverimento dell'intermediario, cui essi non sarebbero spettati. Neppure pare configurabile un'*exceptio doli* in sede restitutoria: come si è detto, la sede per valutazioni di proporzionalità e buona fede dell'impugnativa è, nella risoluzione per inadempimento, il giudizio di non scarsa importanza dell'inadempimento, mentre alla domanda restitutoria sembrano estranei profili di opportunismo e mala fede.

Nonostante non manchino pronunce giurisprudenziali, in materia di servizi di investimento, fedeli all'orientamento tradizionale<sup>65</sup>, si segnalano, in particolare in anni recenti, decisioni che adottano un criterio opposto. Un'ordinanza della Corte di cassazione, consapevole delle diverse soluzioni prospettate in dottrina e in giurisprudenza, ha ritenuto di dare continuità a un orientamento minoritario espresso dalla Corte in materia di vendita, secondo cui sulle somme di denaro da restituire decorrono interessi a far data dalla domanda giudiziale<sup>66</sup>, così spostando il momento del computo degli interessi sul capitale che l'intermediario è tenuto a restituire all'esercizio della pretesa giudiziale del cliente. Simile soluzione è stata poi richiamata in una pronuncia che sembra distinguere apertamente tra il *dies a quo* della restituzione di titoli

---

<sup>63</sup> Segnala infatti M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 515, che «il cliente ottiene due volte la remunerazione del capitale che gli deve essere restituito. La remunerazione deriva innanzi tutto dalla prestazione degli interessi maturati su di esso a far data dall'investimento, e poi sarebbe ripetuta dove da quello stesso capitale fosse possibile ricavare un reddito ulteriore, trattenendo anche i frutti prodotti dagli strumenti finanziari con esso acquistati».

<sup>64</sup> M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 516.

<sup>65</sup> V. ad esempio Cass., 6664/2018, cit.

<sup>66</sup> Cass., 20 marzo 2018, n. 6911, in *De Jure*, la quale ha accolto il ricorso con cui una banca lamentava che, a seguito della risoluzione, gli interessi sul capitale investito erano stati fatti decorrere dal pagamento e non dalla domanda. La pronuncia richiama espressamente il precedente Cass., 14 settembre 2004, *ivi*, in tema di vendita.

e cedole, che sarebbe quello dell'acquisto, e il *dies a quo* della restituzione degli interessi sul capitale investito, che è quello della domanda di risoluzione. Tale soluzione inverte, in senso favorevole all'intermediario, la decorrenza delle restituzioni di interessi e frutti rispetto all'orientamento tradizionale e pare principalmente dettato dall'esigenza di non arricchire l'investitore nel caso in cui questi non sia condannato alle restituzioni<sup>67</sup>.

Quanto al panorama dottrinale, senza pretesa di ripercorrere le diverse tesi sul punto, si può osservare che nel campo della risoluzione per inadempimento si sono progressivamente consolidate opinioni che individuano un *dies a quo* comune della restituzione di frutti e interessi di entrambe le parti: meno seguita è l'opinione per cui entrambe le parti sono tenute alle restituzioni degli accessori dalla sentenza<sup>68</sup>, più successo hanno le tesi che individuano tale momento in quello del pagamento<sup>69</sup> o della domanda giudiziale<sup>70</sup>.

Un utile criterio per individuare quale sia la soluzione più accurata nel nostro caso può essere quello di evitare che le restituzioni possano essere occasione di opportunismi e speculazioni, che l'ordinamento, specialmente nel campo del diritto dei contratti di investimento, giudica con sfavore, come mostra la menzionata giurisprudenza sulla c.d. nullità selettiva<sup>71</sup>. Se si consente all'investitore di trattenere i frutti percepiti sino alla domanda giudiziale e di percepire gli interessi sul capitale da quel momento, si rischia di incentivare una domanda giudiziale che sia proposta non appena il rendimento del titolo scende sotto la soglia del saggio degli interessi. Al contrario, il reciproco obbligo di restituire le utilità percepite sin dal momento dell'*acceptio* esclude alla radice simili calcoli, obbligando ciascuna parte alle integrali restituzioni dei titoli, del capitale e delle utilità ritratte. Ovviamente, come diremo, ogni soluzione accolta nel campo delle restituzioni ha un impatto sul *quantum* del

<sup>67</sup> Segnala la particolarità di questo orientamento nel contesto delle varie posizioni sulle restituzioni contrattuali M. DELLACASA, in M. DELLACASA – F. ADDIS, *Inattuazione e risoluzione*, cit., 573, *sub* nota 117.

<sup>68</sup> F. CARRESI, *Il contratto*, II, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1987, 911.

<sup>69</sup> A. BELFIORE, *Risoluzione per inadempimento*, cit., 267 ss.; A. LUMINOSO, *Obbligazioni restitutorie*, cit., 502 ss.; E. BARGELLI, *Il sinallagma rovesciato*, cit., 406; A. D'ADDA, *Gli obblighi conseguenti*, cit., 529 ss.; U. CARNEVALI, *Gli effetti della risoluzione*, cit., 198; M. AMBROSOLI, *Le restituzioni*, cit., 187; G. VILLA, *Inadempimento contrattuale e risarcimento*, in V. ROPPO (a cura di), *Rimedi-2*, cit., 1234 ss. e *ivi* per ulteriori riferimenti. In giurisprudenza, tra le altre, Cass., 30 novembre 2022, n. 35280, in *De Jure*; Cass., 14 marzo 2017, n. 6575, *ivi*; Cass., 18 settembre 2014, n. 19659, *ivi*; Cass., 14 marzo 2017, n. 6575, *ivi*.

<sup>70</sup> P. TRIMARCHI, *Il contratto*, cit., 73 s. In giurisprudenza Cass., 19 luglio 2019, n. 19502, in *De Jure*.

<sup>71</sup> *Supra*, par. 1 e spec. *sub* nota 6.



danno risarcibile nel caso in cui le due pretese, restitutoria e risarcitoria, si cumulino.

8. – Come si diceva in apertura, il rimedio che trova in concreto maggiore applicazione nel campo dei servizi di investimento è il risarcimento del danno, che può operare come rimedio autonomo, se il contratto non è caduto, o come rimedio concorrente con le restituzioni.

Va anzitutto chiarito un profilo che non è soltanto teorico, ma è denso di implicazioni pratiche. Nella dottrina sui servizi di investimento si rinviene l'affermazione per cui se il contratto è risolto il danno è parametrato all'interesse negativo, mentre se il contratto è mantenuto il danno è pari all'interesse positivo<sup>72</sup>. Da un lato, simile affermazione si inserisce nel noto dibattito sul danno da risoluzione, nel quale ancora oggi, alla tesi maggioritaria per cui il danno da inadempimento è sempre pari all'interesse positivo<sup>73</sup>, si contrappone l'opinione per cui il danno da risoluzione sarebbe pari all'interesse negativo o comunque sarebbe consentito alla parte delusa optare a sua scelta per l'uno o per l'altro<sup>74</sup>. Sotto altro aspetto, questa tesi assume un significato

---

<sup>72</sup> M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 509. Diversa ancora l'opinione di A. ALBANESE, *Regole di condotta*, cit., 121, che muoveva dal presupposto che si tratti di contratto valido ma sconveniente e riteneva il danno pari al minore vantaggio o maggiore aggravio economico. Era la logica sottesa a Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e resp.*, 2006, 25 ss., con nota di V. ROPPO – G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*.

<sup>73</sup> In dottrina, per tutti, P. TRIMARCHI, *Interesse positivo e interesse negativo nella risoluzione del contratto per inadempimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 637 ss.; ID., *Il contratto: inadempimento e rimedi*, Milano, 2010, 83 ss.; G. VILLA, *Inadempimento contrattuale e risarcimento*, cit., 1223 ss.; ID., *Brevi riflessioni sul danno da inadempimento e da risoluzione*, in *Giust. civ.*, 2024, 207 ss. La tesi è nettamente maggioritaria in giurisprudenza. Cfr. tra le altre Cass, 14 ottobre 2021, n. 28022, in *De Jure*. V. tra le altre Cass., 5 maggio 2020, *ivi*; Cass., 28 marzo 2001, n. 4473, *ivi*. Il problema è stato di recente sottoposto all'esame delle Sezioni Unite della Corte di cassazione, le quali, in materia di danno spettante al locatore che avesse ottenuto la risoluzione del contratto, hanno ribadito che il danno dev'essere parametrato all'interesse positivo e che il locatore «ha diritto anche al risarcimento del danno per l'anticipata cessazione del rapporto, da individuare nella mancata percezione dei canoni concordati fino alla scadenza del contratto o al reperimento di un nuovo conduttore» (Cass., S.U., 25 febbraio 2025, n. 4892, in *De Jure*).

<sup>74</sup> La tesi della risarcibilità dell'interesse negativo in caso di risoluzione, maggioritaria sotto il codice previgente e argomentata sulla scorta del carattere retroattivo della risoluzione, è oggi sostenuta, tra gli altri, da G. GRISI, *Responsabilità e risoluzione del contratto*, in *Europa e dir. priv.*, 2018, 1149 ss. e da A. MONTANARI, *Risoluzione del contratto e risarcimento dell'interesse negativo*, in *Europa e dir. priv.*, 2010, 813 e *ivi* per ulteriori riferimenti. V. anche l'articolata posizione di F. PIRAINO, *Il danno da risoluzione*,

particolare nel contesto dei servizi di investimento perché, nella prima stagione di contenzioso sul c.d. risparmio tradito, spesso la giurisprudenza ha oscillato tra il ritenere la responsabilità dell'intermediario di natura precontrattuale, cui consegue in ogni caso un risarcimento parametrato all'interesse negativo, e considerarla di natura contrattuale.

Vi è forse un'altra ragione che potrebbe indurre l'interprete ad accostare il danno risarcibile all'interesse negativo, ed è che, come detto, ci troviamo dinanzi a contratti che si sono rivelati sconvenienti, in cui la pretesa risarcitoria non tende normalmente a ottenere l'equivalente del profitto atteso, ma a recuperare una perdita: in sostanza, di fatto e salvo quanto diremo sul lucro cessante, a ripristinare uno *status quo ante*.

A simili considerazioni va opposto che il danno conseguente all'inadempimento dell'intermediario finanziario va in ogni caso parametrato all'interesse positivo. Poiché, infatti, il danno discende dall'inadempimento, non dalla risoluzione, esso è pari alle conseguenze pregiudizievoli della violazione dei doveri dell'intermediario e così a ogni conseguenza patrimoniale negativa dell'investimento. Né si deve cadere nell'equivoco per cui il ristoro di una perdita sarebbe necessariamente una voce di interesse negativo. Si pensi al caso, non lontano da quello di cui ci occupiamo, di un atto dannoso compiuto, per conto del mandante, dal mandatario infedele, in cui il risarcimento del danno è pari alla perdita che esso ha provocato. Si potrebbe essere portati a ritenere che il danno sia pari all'interesse negativo, perché è quantificato facendo riferimento alla consistenza che avrebbe avuto il patrimonio del mandante se l'atto gestorio infedele non fosse stato compiuto. Al contrario, il ristoro della perdita subita dal mandante è una voce di interesse positivo, perché se il mandatario avesse correttamente eseguito il contratto non avrebbe

---

in *Corti fiorentine*, 2017, 49 ss. Originale, nel panorama dottrinale, la tesi di C. CASTRONOVO, *La risoluzione del contratto dalla prospettiva del diritto italiano*, in *Europa e dir. priv.*, 1999, 833 ss., secondo cui, poiché il danno è provocato dall'inadempimento, ma l'obbligazione inadempita si è estinta per effetto della risoluzione, «riferirsi all'interesse positivo [...] significa imporre all'inadempiente il soddisfacimento di quell'interesse, che con la domanda di risoluzione si dichiara in pari tempo di non voler più perseguire». L'interesse perseguito dalla parte risolvente, invece, non è più quello all'adempimento (alla prestazione), ma all'integrità del patrimonio, con la conseguenza che il danno risarcibile è pari all'«interesse positivo [...] depurato [...] del valore della prestazione, non più dovuta in seguito alla risoluzione» il quale «si limita al lucro cessante, al vantaggio netto che il risolvente avrebbe conseguito con l'esecuzione del contratto». Ancora diversa l'opinione di A. LUMINOSO, *sub* art. 1453, cit., 352 ss., secondo il quale il danno da risoluzione sarebbe di regola pari all'interesse contrattuale positivo, ma la parte delusa sarebbe legittimata a chiedere, a sua scelta, l'interesse contrattuale negativo qualora un danno positivo non vi fosse oppure qualora il danno negativo superasse il danno positivo (ossia quando il contratto fosse per essa svantaggioso).

posto in essere l'atto gestorio dannoso. Non vi è, quindi, necessaria incompatibilità tra un risarcimento del danno che miri a eliminare le conseguenze di un fatto dannoso e interesse positivo<sup>75</sup>.

Le voci dell'interesse positivo<sup>76</sup> sono il danno emergente pari alla perdita subita dall'investitore<sup>77</sup> e il lucro cessante individuato nel profitto che l'investitore avrebbe potuto trarre da un investimento alternativo. Deve trattarsi, ovviamente, di conseguenze dell'inadempimento dell'intermediario: detto altrimenti, il risarcimento del danno non deve coprire l'investitore da rischi cui sarebbe stato comunque esposto<sup>78</sup>. Ad esempio, il ristoro dell'integrale perdita richiede l'accertamento, anche per presunzioni<sup>79</sup>, che l'investitore non avrebbe

<sup>75</sup> L'esempio del danno contrattuale da atto gestorio infedele è invero utilizzato da A. LUMINOSO, *sub* art. 1453, cit., 380 per sostenere che «l'oggetto del risarcimento del danno non dipende dalla fase del ciclo contrattuale in cui l'illecito civile intervenga, ma dai caratteri della condotta lesiva e dal tipo di interesse inciso dall'illecito» (ID., *ivi*, 377), giacché in tal caso il danno risarcibile sarebbe parametrato all'interesse negativo, contrariamente a quanto illustrato nel testo. Osserva invece G. VILLA, *Inadempimento contrattuale e risarcimento*, cit., 1230 che in tal caso il risarcimento che riporta il mandante nella posizione in cui si sarebbe trovato se il mandatario non avesse posto in essere l'atto infedele è parametrato all'interesse positivo: «se si considera il contratto inadempito (il mandato), quel risarcimento soddisfa l'interesse positivo del mandante, perché raggiunge lo stesso risultato a cui si sarebbe pervenuti con il corretto adempimento dell'altra parte, ovvero con l'astensione dall'affare».

<sup>76</sup> A. BARTALENA, *La disciplina*, cit., 407; G. GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in E. GABRIELLI – R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, I, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, II ed., Assago, 2011, 111 ss.; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 251.

<sup>77</sup> Cass., 23 marzo 2023, n. 8353, in *De Jure*: «il danno (emergente) patito dal risparmiatore, del resto, può essere correttamente individuato nel capitale perduto (cfr. Cass. n. 9027 del 2009)».

<sup>78</sup> M. RESCIGNO, *La responsabilità civile*, cit., 538 ipotizza il caso in cui l'intermediario provi che, in assenza dell'inadempimento, l'investitore avrebbe presumibilmente eseguito altri investimenti da cui sarebbe comunque derivata una perdita, ancorché minore. Le considerazioni sembrano coerenti con i principi generali in materia di causalità secondo cui il risarcimento del danno non deve tenere indenne il creditore/danneggiato da rischi cui sarebbe comunque stato esposto: G. VILLA, *Inadempimento contrattuale e risarcimento*, cit., 1195 e *ivi* per ulteriori riferimenti.

<sup>79</sup> Il ricorso alle presunzioni in materia di nesso causale nel risarcimento del danno per violazione degli obblighi dell'intermediario è diffuso e va coordinato con i non sempre lineari principi in materia di onere della prova enunciati in giurisprudenza. Come in ogni settore della responsabilità civile la regola generale è che l'onere della prova del nesso causale grava sul cliente che chiede il risarcimento. Così per tutti in dottrina M. RESCIGNO, *La responsabilità civile*, cit., 530 e, in giurisprudenza, tra le altre, Cass., 10 febbraio 2022, n. 4341, in *De Jure*, secondo cui l'ordinamento, «in armonia con la regola generale stabilita dall'articolo 1218 del codice civile, impone all'investitore, il

investito alcuna somma o avrebbe eseguito investimenti alternativi che avrebbero tendenzialmente consentito la conservazione del capitale. Viceversa, e volendo semplificare all'estremo, se al momento della sentenza il mercato obbligazionario ha registrato una flessione del 10% rispetto al momento dell'investimento e il titolo acquistato dall'investitore ha maturato perdite del 40%, l'esigenza di evitare l'arricchimento dell'investitore – *sub specie* di tenerlo indenne da rischi cui sarebbe comunque stato esposto – richiede di non ristorare l'intera perdita ma quella maturata rispetto all'investimento alternativo presumibile. Ciò non vale nel caso in cui l'intermediario abbia agito violando un obbligo di astensione, perché in tal caso, se l'intermediario avesse adempiuto correttamente l'investitore non avrebbe potuto porre in essere, suo tramite, alcun investimento di quel tipo<sup>80</sup>. Da tenere separato rispetto al profilo della

---

quale lamenti la violazione degli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario, nel quadro dei principi che regolano il riparto degli oneri di allegazione e prova, [...] di fornire la prova del danno e del nesso di causalità tra inadempimento e danno, nesso che sussiste se, ove adeguatamente informato, l'investitore avrebbe desistito dall'investimento rivelatosi poi pregiudizievole». In senso conforme v. anche Cass., 20 marzo 2023, n. 7923, in *De Jure*; Cass., 31 agosto 2020, n. 18151, *ivi* e Cass., 26 ottobre 2020, n. 23450, *ivi*; Cass., 24 aprile 2018, n. 10111, *ivi*. In alcuni filoni del contenzioso tra intermediari e clienti emergono tendenze della giurisprudenza a ritenere presunto il nesso causale. Così nelle ormai numerose pronunce secondo cui «In tema di intermediazione finanziaria, il riscontrato inadempimento della banca agli obblighi di adeguata informazione ingenera una presunzione legale di sussistenza del nesso causale tra l'inadempimento e il danno patito dall'investitore suscettibile di prova contraria da parte dell'intermediario; quest'ultima, tuttavia, non può risolversi nella dimostrazione della generica propensione al rischio del cliente, desunta da scelte pregresse intrinsecamente rischiose, dovendo avere ad oggetto la sopravvenienza di fatti idonei a deviare il corso della catena causale derivante dall'asimmetria fra le parti» (Cass., 7 luglio 2023, n. 19322, in *De Jure*; in senso conforme, tra le tante, Cass., 2 maggio 2024, n. 11724, *ivi*; Cass., 27 giugno 2023, n. 18293, in *Contratti*, 2024, 165 ss., con nota di V. GIORGIANNI, *Sulla presunzione del nesso di causalità tra l'inadempimento degli obblighi informativi e la responsabilità dell'intermediario finanziario per il danno patito dall'investitore*; Cass., 11 novembre 2021, n. 33596, in *De Jure*; Cass., 17 aprile 2020, n. 7905, *ivi*). Sul punto e sulla natura della presunzione introdotta per via giurisprudenziale v., anche per ulteriori riferimenti, A.A. DOLMETTA, *Violazione dei doveri informativi nei servizi di investimento e presunzione di nesso di causalità*, nota a Cass., 20 dicembre 2022, n. 37256 e a Cass., 14 dicembre 2022, n. 36554, in *Società*, 2023, 187 ss. Gli orientamenti qui riportati sono centrali nella più recente giurisprudenza di legittimità, come mostra la rassegna di E. NARDONE, *La responsabilità degli intermediari finanziari: armonie e distonie*, in *Resp. civ. prev.*, 2024, 412 ss.

<sup>80</sup> Si ritiene che qualora l'inadempimento dell'intermediario consista nella violazione di un obbligo di astensione il nesso causale sia *in re ipsa*. Cfr. D. MAFFEIS, *Disciplina degli obblighi meramente informativi dell'intermediario finanziario*, nota a Cass., 31

causalità è inoltre la circostanza che l'investitore fosse propenso al rischio: l'inadempimento dell'intermediario incide sulla formazione di una scelta razionale dell'investitore, che presuppone una corretta informazione, sicché, se l'investitore non è stato informato, la sua eventuale propensione al rischio non interrompe il nesso causale tra quell'omessa informazione e il pregiudizio che ne è conseguito<sup>81</sup>.

Il problema si pone, a maggior ragione, con riguardo al lucro cessante, il quale deve essere pari al profitto che l'investitore avrebbe potuto ricavare in assenza dell'inadempimento dell'intermediario. Se l'investitore ha un profilo conservativo, può rivelarsi utile la presunzione per cui questi avrebbe impiegato il capitale ottenendo quanto meno il tasso dei titoli di stato annuali<sup>82</sup>. La risarcibilità del lucro cessante non implica, tuttavia, che l'investitore possa essere messo *tout court* al tempo stesso al riparo da perdite e ottenere un profitto garantito, ciò che implicherebbe, al tempo stesso, un risarcimento dell'interesse positivo e negativo: deve quindi risultare, anche per presunzioni, che il cliente avrebbe comunque investito il capitale e che l'investimento avrebbe dato un pur minimo lucro.

Da ultimo, sebbene tramite il risarcimento sia tendenzialmente accordato all'investitore un ristoro dalla perdita subita, sarebbe inesatto concludere che risarcimento e restituzioni, di fatto, tendono a coincidere. A parte le ulteriori differenze su cui ci soffermeremo più a fondo, va sin d'ora ricordato, anzitutto, che il risarcimento, al contrario delle restituzioni, è ridotto o escluso dal concorso del fatto colposo dell'investitore (art. 1227, comma 1, c.c.) e non è dovuto per i danni evitabili con l'ordinaria diligenza (art. 1227, comma 2, c.c.)<sup>83</sup>. Inoltre il risarcimento del danno è ritenuto debito di valore, soggetto a rivalutazione monetaria e al decorso degli interessi compensativi<sup>84</sup>.

agosto 2020, n. 18153, in *Società*, 2020, 1383; ID., *I contratti del mercato finanziario*, cit., 456 s., nonché M. RESCIGNO, *La responsabilità civile*, cit., 535.

<sup>81</sup> Cfr. i riferimenti alla nota 79 che precede.

<sup>82</sup> M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 511 s.: «in via di principio si può sempre ricorrere alla regola sancita dalle sezioni unite, per cui a titolo di maggior danno va riconosciuta la differenza tra tasso di rendimento annuo netto di titoli di stato di durata inferiore a dodici mesi e saggio degli interessi legali». È la regola utilizzata dalla giurisprudenza per liquidare in via presuntiva il maggior danno ai sensi dell'art. 1224, comma 2, c.c. Cfr. tra le pronunce di legittimità più recenti Cass., 9 luglio 2018, n. 18003, in *De Jure*.

<sup>83</sup> Un caso in cui trova spesso l'applicazione l'art. 1227 c.c. è quello della conservazione in portafoglio da parte dell'investitore, del titolo anche dopo averne compreso la rischiosità. Cfr. *ex multis* Cass., 14 novembre 2018, n. 29353, in *De Jure*; Cass., 27 aprile 2018, n. 10286, *ivi*.

<sup>84</sup> Tra le altre, Cass., 27 dicembre 2022, n. 37798, in *De Jure*.

9. – Se l'investitore non è tenuto a restituire i titoli, rimane in possesso dei prodotti finanziari e di eventuali frutti, ciò che incide sull'operazione aritmetica di quantificazione del danno. Il problema, in astratto, sorge in ogni caso in cui il cliente non è tenuto alle restituzioni – sia perché ha chiesto il solo risarcimento del danno, senza impugnare il contratto di investimento o le operazioni dannose, sia perché l'impugnativa non è stata accolta sia ancora perché, nonostante il contratto o le operazioni siano state caducate, l'intermediario non ha domandato le restituzioni –, ma, in concreto, esso è tendenzialmente percepibile nel solo caso in cui il risarcimento non si accompagna alla caducazione del contratto, perché altrimenti, come vedremo nel paragrafo che segue, il risarcimento è tendenzialmente assorbito dalle restituzioni ottenute dal cliente<sup>85</sup>.

Ancora una volta si può osservare che alla base di simili interrogativi sta l'esigenza di ristorare integralmente il cliente ma, al tempo stesso, di non arricchirlo.

Quanto alla rilevanza dei titoli ancora in portafoglio, anche se concambiati<sup>86</sup>, e delle cedole percepite dall'investitore ai fini della quantificazione del danno, una recente pronuncia ha affermato che, se il contratto o l'operazione non sono risolti – *recte*, se il cliente non è condannato alle restituzioni – «si deve tenere conto che l'investitore resta in possesso dei titoli, sicché, in applicazione del criterio generale della *compensatio lucri cum damno* dalla liquidazione va decurtato il valore residuo dei titoli acquistati [...], nonché l'ammontare delle cedole nel frattempo riscosse»<sup>87</sup>. Il richiamo alla *compensatio lucri cum damno*, che pure non è nuovo in materia<sup>88</sup>, è divenuto ricorrente nel lessico della giurisprudenza di legittimità sui rapporti tra intermediario e cliente negli ultimi anni, in contemporanea con la maggiore sensibilità al tema della *compensatio* oggetto di note pronunce a Sezioni Unite del 2018<sup>89</sup>. In alcuni

<sup>85</sup> *Infra*, par. 6.

<sup>86</sup> Cass., 18 giugno 2018, n. 16088, in *De Jure*.

<sup>87</sup> Cass., 19 aprile 2023, n. 10429, in *De Jure*.

<sup>88</sup> Si veda già in senso critico M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 519.

<sup>89</sup> Cass., S.U., 22 maggio 2018, nn. 12564, 12565, 12566, 12567, in *Danno e resp.*, 2018, 410 ss. Nella dottrina più recente v., tra gli altri, U. IZZO, *La «giustizia» del beneficio. Fra responsabilità civile e welfare del danneggiato*, Napoli, 2018; P. GALLO, *Compensatio lucri cum damno e benefici collaterali. Parte prima: la compensatio lucri cum damno e le sue trasformazioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 851 ss.; ID., *Compensatio lucri cum damno e benefici collaterali. Parte seconda: applicazioni e confini*, *ivi*, 1116 ss.; M. FRANZONI, *La compensatio lucri cum damno nel III millennio*, in *Danno e resp.*, 2019, 5 ss.; L. REGAZZONI,

precedenti la *compensatio* è stata richiamata per motivare la detrazione, dal danno risarcibile, delle cedole percepite dall'investitore, quale lucro da questi conseguito per effetto dell'illecito<sup>90</sup>; in altri, come quello citato, anche il controvalore dei titoli è considerato da sottrarre in ossequio alle regole della *compensatio*.

La soluzione raggiunta dalla giurisprudenza – la detrazione, dal danno risarcibile, del valore dei titoli al momento della sentenza e del valore dei frutti percepiti<sup>91</sup> – pare condivisibile, sebbene il richiamo alla *compensatio lucri cum damno* non sembri necessario per giustificare il criterio di quantificazione<sup>92</sup>. La detrazione del valore dei titoli in portafoglio è imposta dall'esigenza di quantificare il danno quale differenza patrimoniale del danneggiato/creditore<sup>93</sup>: fermandoci al danno emergente, esso è pari all'intero capitale investito solo se i titoli ancora in portafoglio non hanno valore, altrimenti la perdita, e così il danno, è la differenza tra il capitale investito e il controvalore dei titoli<sup>94</sup>.

Anche la detrazione del valore delle cedole percepite (o dei frutti in generale) sembra la conseguenza di un'applicazione degli ordinari criteri di

*La compensatio lucri cum damno tra causa e funzione del beneficio*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 279 ss.

<sup>90</sup> Cass., 18 giugno 2018, n. 16088, in *De Jure*; Cass., 6 marzo 2020, n. 6477, *ivi*.

<sup>91</sup> Criterio di quantificazione che, tra gli altri, si ritrova espresso in A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 251 s.

<sup>92</sup> Nel senso del testo M. FRANZONI, *La compensatio lucri cum damno*, cit., 5: «Il danno conseguente all'acquisto di obbligazioni argentine è pari al capitale investito, meno il valore delle cedole riscosse ed il controvalore dei titoli concambiati, ma non perché questi valori positivi debbano essere considerati un arricchimento derivante dal medesimo fatto illecito, ma perché il patrimonio non si è impoverito di quegli importi». L'impostazione sembra coerente con quella seguita, in via generale, da G. VILLA, *Inadempimento contrattuale e risarcimento*, cit., 1202 s., secondo cui «in alcune decisioni viene qualificata come compensazione tra lucro e danno una semplice operazione aritmetica effettuata nel calcolo del risarcimento», ma «si tratta piuttosto di un'applicazione del principio per cui il risarcimento non può determinare l'arricchimento del danneggiato».

<sup>93</sup> Sul tema v. per tutti P. TRIMARCHI, *Il contratto*, cit., 118.

<sup>94</sup> M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 517 chiarisce che si tratta di un criterio di quantificazione del danno, scrivendo che «per determinare la perdita subita, ai sensi dell'art. 1223 c.c., occorre [...] sottrarre dall'importo nominale del capitale investito il valore attuale degli strumenti finanziari, determinato in riferimento al momento della sentenza». Per certi versi il caso sembra accostabile a quelli, pur diversi, ricordati da P. GALLO, *Compensatio lucri cum damno e benefici collaterali. Parte prima*, cit., 857, in cui non opera una *compensatio*, ma, poiché l'illecito determina una perdita di valore non integrale di un bene, nel determinare il danno occorre sottrarre alla perdita il valore residuo.

stima del danno<sup>95</sup>. Sebbene, all'apparenza, il lucro (le cedole percepite) e il danno (la perdita) possano sembrare conseguenza del medesimo fatto, in realtà la percezione dei frutti non discende causalmente dall'inadempimento dell'intermediario, ma dell'acquisto del titolo; viceversa la perdita è causata direttamente dall'inadempimento. Più semplicemente, se il titolo ha prodotto delle utilità per l'investitore, la perdita subita si è corrispondentemente ridotta e una quantificazione del danno conforme al principio indennitario impone di detrarre le utilità percepite nel calcolo del risarcimento. Sia consentito un esempio tratto da tutt'altro contesto economico: se l'allevatore acquista una mucca malata, la quale partorisce un vitello sano prima di morire, il danno che l'allevatore può lamentare nei confronti del venditore è la differenza tra il prezzo corrisposto e l'utilità percepita, che per semplicità possiamo stimare nel valore del vitello, al netto dei costi sostenuti per trarre l'utilità; il calcolo non è però frutto di una *compensatio*, perché la nascita del vitello non è conseguenza dell'inadempimento del venditore, consistente nella vendita di una cosa viziata.

Sul punto può infine segnalarsi che la giurisprudenza di legittimità ha elaborato, sulla scorta di principi espressi in materia di criteri di quantificazione del danno aquiliano in caso di risarcimento parziale, articolati criteri per rendere omogenee a livello monetario le somme da sottrarre<sup>96</sup>: può qui osservarsi che ancora la linea di tendenza è quella di evitare ingiusti arricchimenti.

<sup>95</sup> Contrario alla detrazione M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 519, che, dialogando con alcuni precedenti di merito, esclude l'operatività della *compensatio*. Per quanto detto nel testo, l'assenza dei presupposti della *compensatio* non esclude necessariamente la detrazione del valore dei frutti dal danno risarcibile. Può segnalarsi che i contratti di borsa sono tradizionalmente terreno in cui è richiamato l'istituto pretorio della *compensatio*, ma proprio il tenore degli esempi tradizionali rende chiaro come essa non attenga ai criteri di quantificazione del danno di cui ci stiamo occupando. A. DE CUPIS, *Il danno*, I, III ed., Milano, 1979, 313 portava, come esempio di *compensatio* in materia, il caso del banchiere che, ritardando la vendita dei titoli, provoca un danno pari a maggiori spese, ma consente al cliente di profittare dell'aumento del valore dei titoli tra il momento in cui la vendita avrebbe dovuto essere posta in essere e quello in cui essa ha effettivamente luogo. Questo caso, in cui effettivamente lucro e danno sono originati dall'inadempimento, ricorda il classico esempio di *compensatio* del ritardo nella vendita di un terreno, che nel frattempo viene edificabile.

<sup>96</sup> Cass., 24 maggio 2018, n. 12926, in *De Jure*; Cass., 27 agosto 2020, n. 17948, *ivi* e, da ultimo, Cass., 6 settembre 2022, n. 26202, *ivi*, secondo cui «In tema di risarcimento del danno cagionato dall'intermediario per violazione dei doveri informativi previsti dal d.lgs. n. 58 del 1998, spettano al cliente danneggiato la rivalutazione monetaria del credito da danno emergente e gli interessi compensativi del lucro cessante, a decorrere dal giorno della sottoscrizione delle obbligazioni (giorno di verifica dell'evento



10. – Problema connesso con l'esigenza di non arricchire l'investitore detrando il valore dei titoli in portafoglio è la possibilità che tale valore si modifichi nel tempo, potendo non solo diminuire – ciò che legittima un incremento in corso di causa del *petitum* da parte del cliente –, ma anche aumentare, con una conseguente diminuzione del danno risarcibile, anche in un momento successivo alla sentenza. Una recente pronuncia di legittimità si è fatta carico del problema, proponendosi di dare ulteriore specificazione alla regola per cui – ad avviso della Corte di cassazione, in applicazione dei principi che presiedono alla *compensatio lucri cum damno* – dal danno risarcibile vanno detratti il valore dei titoli e i frutti percepiti dal cliente. «A completamento di tali principi», la Corte ha statuito che «occorre pure considerare, sul piano della esatta liquidazione del danno, come dovuta la restituzione dei titoli, pur al momento della decisione reputati privi di valore residuo», «tutte le volte in cui non sia stato [...] accertato [...] che essi siano insuscettibili di riacquista[re] [valore] in futuro in favore del cliente, ad esempio perché annullati, ceduti definitivamente o per altra ragione». La Corte è così giunta a legittimare una condanna del cliente alle restituzioni, pur in assenza della caducazione del contratto o delle operazioni di investimento e di domanda dell'intermediario, in applicazione della «regola del risarcimento integrale e non superiore al danno» e del «principio generale del divieto di indebito arricchimento, espresso dall'azione residuale dell'art. 2041 c.c.»<sup>97</sup>.

La pronuncia muove da un problema senz'altro rilevante, che è la permanenza in capo al cliente di un bene suscettibile di aumentare di valore e quindi di provocarne, in cumulo con il risarcimento del danno, un arricchimento, ma offre una soluzione difficilmente accettabile, condannando il cliente alle restituzioni in assenza della caducazione del contratto e di una domanda di ripetizione. Le restituzioni non sono anzitutto compatibili con il sistema del risarcimento del danno né con quello dell'arricchimento senza causa. Su quest'ultimo punto occorre poi puntualizzare che il richiamo all'art. 2041 c.c. può essere accolto se, con esso, si intende affermare che l'ordinamento tende a respingere una ultracompensazione del risarcimento;

---

dannoso), poiché, in assenza di risoluzione del contratto, l'obbligazione di risarcimento del danno da inadempimento contrattuale costituisce, al pari dell'obbligazione risarcitoria da responsabilità aquiliana, un debito di valore, e non di valuta, tenendo luogo della materiale utilità che il creditore avrebbe conseguito se avesse ricevuto la prestazione dovutagli», richiamata dalla più recente Cass., 26 novembre 2024, n. 30439, *ivi*.

<sup>97</sup> Cass., 5 maggio 2022, n. 14178, in *Società*, 2023, 73 ss., con nota di D. MAFFEIS, *Valore residuo degli strumenti finanziari e liquidazione del danno all'investitore*.

viceversa, appare inopportuno che, nei casi in cui non è l'intermediario ad essersi privato dei titoli per consegnarli al cliente, in quanto esegue il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, come nella fattispecie oggetto della pronuncia, si richiami l'ingiustificato arricchimento, perché la permanenza dei titoli nel portafoglio del cliente non consegue a un impoverimento dell'intermediario<sup>98</sup>.

La composizione degli interessi contrapposti deve allora passare da una quantificazione del danno il più possibile vicina alla realtà al momento della sentenza. Ciò impone di tenere conto di tutti gli elementi fattuali disponibili (in quanto allegati e provati dalle parti) sino al momento della sentenza (o, meglio, sino alla precisazione delle conclusioni)<sup>99</sup>, attraverso ogni mezzo di prova offerto dalle parti. Non potrà però diminuirsi il *quantum* del risarcimento per il solo fatto che i titoli possano in astratto vedere aumentare il loro valore in un momento successivo a quello di riferimento della pronuncia.

11. – Se il contratto è risolto o comunque caducato, l'investitore può chiedere la restituzione di capitale e interessi e il risarcimento del danno. A prescindere dal fatto che il cliente sia o meno tenuto a restituire i titoli o l'equivalente, occorre coordinare la restituzione del capitale con il risarcimento, tenuto conto che normalmente l'interesse perseguito dall'investitore è riappianare la perdita, cosa che si verifica per effetto delle restituzioni. Alla facoltà di cumulo delle domande di restituzione e risarcimento del danno si contrappone, dunque, il necessario coordinamento, in termini di *quantum*, tra i due esborsi da parte dell'intermediario.

La regola generale, pensata dalla dottrina per i casi in cui normalmente si verifica un inadempimento, e così nei casi in cui, in assenza dell'inadempimento, il contratto sarebbe stato profittevole per il danneggiato, è che dal calcolo dell'interesse positivo va detratto il valore della prestazione restituita<sup>100</sup>. Spese e costi non sono oggetto del risarcimento del danno, che è parametrato

<sup>98</sup> Così D. MAFFEIS, *Valore residuo*, cit., 82.

<sup>99</sup> In materia di quantificazione del danno in materia di servizi di investimento fa espressamente riferimento alle «quotazioni ufficiali al momento della decisione» Cass., 12 luglio 2022, n. 22002, in *De Jure*. In dottrina, D. MAFFEIS, *Valore residuo*, cit., 79 precisa che la quantificazione va riferita all'«ultimo momento utile del processo in cui l'attore abbia potuto allegare e provare il valore, e lo abbia fatto», sicché «secondo l'opinione comune, il valore dello strumento finanziario, successivo alla decisione, non è rilevante». Si tratta di considerazioni coerenti con i principi generali in materia di responsabilità civile. Cfr. P. TRIMARCHI, *Il contratto*, cit., 160 e M. FRANZONI, *Fatti illeciti*. Art. 2043-2059, in *Comm. Scialoja-Branca-Galgano-De Nova*, II ed., Bologna-Roma, 2020, sub art. 2056, 599.

<sup>100</sup> U. CARNEVALI, *La risoluzione per inadempimento*, cit., 35.

all'interesse positivo, ma le commissioni percepite dall'intermediario sono restituite a seguito della risoluzione.

Nel nostro caso, poiché il contratto ha provocato una perdita in capo all'investitore, le restituzioni assorbono invece gran parte del danno. Non solo: l'investitore non può cumulare i frutti della prestazione restituita, ossia gli interessi sul capitale, e i profitti che avrebbe tratto se il contratto fosse stato eseguito, per il generale principio per cui non può ottenersi la restituzione del valore di godimento della controprestazione e insieme trattenere i frutti derivanti dal suo impiego<sup>101</sup>. L'opzione più razionale – considerato quanto si è detto sopra sulla corrispettività delle restituzioni – è che l'investitore percepisca i frutti sul capitale dal pagamento, mentre l'intermediario possa domandare la restituzione dei frutti dall'acquisto del titolo.

Il risarcimento di un danno ulteriore rispetto al valore delle restituzioni passa insomma dalla prova di un lucro cessante superiore agli interessi sul capitale investito.

12. – Tra le indicazioni delle Sezioni Unite del 2007, che indirizzavano il contenzioso sulla violazione di regole di condotta dell'intermediario nella prestazione di servizi di investimento verso la disciplina dell'inadempimento contrattuale, la giurisprudenza successiva ha valorizzato in particolare l'apertura all'uso dello strumento risolutorio, ammettendo un'impugnativa, la risoluzione di singoli ordini, particolarmente favorevole all'investitore, per oggetto – le sole operazioni non andate a buon fine – ed effetti – la restituzione del capitale investito –. La critica di questo orientamento porta ad ammettere, quale rimedio sinallagmatico nei contratti di investimento, la sola risoluzione integrale del contratto quadro, con effetto dalla stipulazione o dall'inadempimento, e salvo, in caso di violazione, da parte dell'intermediario, di un obbligo

---

<sup>101</sup> ID., *La risoluzione per inadempimento*, cit., 36: «l'eventuale risarcimento per il mancato valore di godimento della controprestazione non può essere cumulato con il valore di godimento della prestazione dovuta dal contraente non inadempiente e da questi trattenuta nel suo patrimonio oppure recuperata (...), ma occorre compiere le opportune compensazioni tra i due valori». Nel medesimo senso (anche se in una prospettiva diversa da quella esposta nel testo, secondo la quale il concorso tra risarcimento e restituzioni inciderebbe sul contenuto di queste ultime) v. anche M. DELLA CASA, in M. DELLACASA – F. ADDIS, *Inattuazione e risoluzione*, cit., 580, secondo cui «se allora al risarcimento dell'interesse positivo potesse aggiungersi la restituzione dei frutti e degli interessi della prestazione eseguita, al contraente deluso spetterebbero tanto i vantaggi che avrebbe ottenuto attuando il contratto, quanto le utilità che avrebbe ricavato qualora, non avendo. Concluso l'affare, avesse conservato la disponibilità della medesima prestazione».

di astensione, il rifiuto degli effetti dell'atto dell'intermediario ai sensi dell'art. 1711 c.c.

Indubbiamente le restituzioni – e così le impugnative ad esse strumentali – si rivelano il rimedio maggiormente desiderabile per l'investitore, esonerato dalla prova del danno e del nesso causale e certo di ricevere l'intero capitale investito. Laddove si pongano dubbi interpretativi in materia di restituzioni – così con riguardo al *dies a quo* delle restituzioni di interessi e frutti, l'impossibilità, per il cliente, di restituire i titoli in natura per averli alienati – la soluzione, tra quelle astrattamente prospettabili, che può evitare un arricchimento ingiustificato deve essere tendenzialmente preferita.

Lo stesso criterio vale, a maggior ragione, in materia di risarcimento del danno, ove le recenti oscillazioni giurisprudenziali attengono proprio a una più esatta quantificazione del danno che eviti spostamenti ingiustificati di ricchezza che possano tenere indenne il cliente da rischi cui sarebbe stato comunque esposto.

Le questioni affrontate segnalano quindi l'esigenza di una coerenza di fondo delle soluzioni adottate dall'ordinamento, pur nella diversità dello strumento tecnico utilizzato dalle parti.

----

#### **Abstract**

#### **REMEDIES TO FINANCIAL INTERMEDIARY BREACH OF CONTRACT: PROBLEMATIC PROFILES**

A seguito delle sentenze gemelle delle Sezioni Unite del 2007 la disciplina dell'inadempimento riveste un ruolo di prim'ordine nel contenzioso sorto dalla violazione di regole di condotta da parte dell'intermediario finanziario. In una materia i cui contorni sono messi progressivamente a fuoco nel succedersi di pronunce giurisprudenziali, il contributo individua specifici profili critici da rimeditare o ancora da approfondire e prova a inserirli in una cornice coerente.

*Following the twin rulings of the Joint Chambers in 2007, the discipline of breach of contract plays a leading role in litigation arising from the violation of rules of conduct by the financial intermediary. In a subject whose contours are gradually coming into focus in the succession of case law pronouncements, the article identifies specific critical profiles to be reconsidered or still to be explored and tries to place them in a coherent framework.*

----