

## **Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta<sup>(\*)</sup>**

Andrea Perrone

SOMMARIO: 1. Tutela del risparmio e rimedi privatistici - 2. La recente giurisprudenza in materia di violazione delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento. - 3. La probabile esistenza di una precomprensione e la necessità di una verifica - 4. Gli effetti economici dell'orientamento giurisprudenziale e la sua scarsa coerenza con le indicazioni del sistema. - 5. Una ricostruzione alternativa: le regole di condotta come regole di responsabilità. Una precisazione sul «principio di adeguatezza». - 6. Alcune conseguenze di disciplina. - 7. Le ulteriori condizioni per una soluzione di *optimal deterrence*.

1. A un'analisi della legislazione recente e, soprattutto, della copiosa giurisprudenza di merito, le nuove prospettive della tutela del risparmio in tema di responsabilità degli intermediari appaiono connotate dal paradosso di una fuga dai rimedi risarcitori.

Se si escludono gli accenni della Direttiva 2004/39/CE sui mercati degli strumenti finanziari all'«assicurazione della responsabilità civile professionale» prevista per alcune tipologie di imprese di investimento come alternativa al capitale sociale minimo (art. 67, co. 3) e il generico riferimento, contenuto nella medesima direttiva, alla responsabilità dell'intermediario nel caso di prestazione di un servizio mediante altra impresa di investimento o agenti collegati (artt. 20 e 23, co. 2), a livello di diritto comunitario la previsione di sanzioni risarcitorie in capo agli intermediari è, alternativamente, assente o sostituita da rimedi di carattere reale: si pensi, ad esempio, all'art. 6, Direttiva 2003/71/CE, che, con riferimento alle informazioni fornite in un prospetto, impone agli Stati membri l'adozione di provvedimenti «in materia di responsabilità civile» per i soggetti cui sia riferibile la sollecitazione all'investimento (= l'«emittente o [i] suoi organi di amministrazione, direzione o controllo», l'«offerente, [o la] persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato»), ma non per l'intermediario che presiede al collocamento; ovvero all'art. 11, Direttiva 2002/65/CE, per il quale la sanzione contro la violazione delle regole in materia di commercializzazione a distanza di strumenti finanziari ai consumatori può consistere nella

---

<sup>(\*)</sup> Il presente lavoro riproduce - con lievi modifiche e l'aggiunta delle note - la relazione svolta al Convegno *Nuove prospettive della tutela del risparmio* organizzato dall'Associazione Gian Franco Campobasso (Napoli, 27-28 maggio 2005).

possibilità per il consumatore di «risolvere il contratto in qualsiasi momento, senza costi e senza penali»<sup>1</sup>.

Anche nel disegno di legge Senato 3328 - Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari (d'ora in poi, "ddl sul risparmio") mancano norme espresse sulla responsabilità civile degli intermediari: se, da un lato, gli artt. 9, co. 1, lett. g), 10, co.1, lett. b), e 15, co.1, lett. o), si limitano a intervenire sulla disciplina delle sanzioni amministrative, può essere utile segnalare come per la violazione degli obblighi informativi previsti in caso di circolazione di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali e, soprattutto, per il mancato rispetto delle regole di comportamento stabilite dagli artt. 21 ss. d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d'ora in poi, "TUF") e dalle corrispondenti norme del Regolamento Consob 1° luglio 1998, n. 11522 (d'ora in poi, "Regolamento Intermediari"), la versione licenziata dalle Commissioni VI e X, poi modificata nel corso del dibattito alla Camera, prevedesse come sanzione non già la responsabilità dell'intermediario, quanto piuttosto la nullità del relativo contratto, rilevabile solo dal cliente.

Il dato forse più eclatante è, tuttavia, costituito dal dominante orientamento giurisprudenziale in materia di violazione delle regole di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento: oggetto nell'ultimo anno di una clamorosa crescita esponenziale<sup>2</sup> e che, in

---

<sup>1</sup> Sul punto, con particolare riguardo al superamento della sanzione risarcitoria originariamente prevista nella prima proposta della Commissione, RONCARATI, *La direttiva 2002/65/CE concernente la commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori*, in *Banca, impr. soc.*, 2004, 111; un cenno anche in ATELLI, *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari e tutela del consumatore europeo nella direttiva 2002/65/CE*, in *Corr. giur.*, 2003, 544 s.

<sup>2</sup> Anticipata, con riferimento alle disposizioni dell'art. 6, l. 2 gennaio 1991, n. 1, da Trib. Milano, 11 maggio 1995 (ord.), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, II, 442, poi seguito da Trib. Milano, 20 febbraio 1997, *ivi*, 2000, II, 82; Trib. Torino, 10 aprile 1998, in *Contratti*, 1999, 45, e App. Milano, 13 giugno 2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 297, alla stregua del diritto vigente la tesi è affermata, per la prima volta, da Trib. Mantova, 18 marzo 2004, *ivi*, 2004, 440, cui *adde* Trib. Firenze, 30 maggio 2004, in *Giur. it.*, 2005, 754 ss.; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, *ivi*; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Contratti*, 2005, 5; Trib. Treviso, 26 novembre 2004 (data della decisione), in *www.avvocatideiconsumatori.it*; Trib. Monza, 27 gennaio 2005, in *www.monzacameracivile.it*, in *obiter*; Trib. Firenze, 18 febbraio 2005 (data della decisione), in *www.ilcaso.it*; Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005 (data della decisione), in *www.ilcaso.it*; Trib. Palermo, 16 marzo 2005, in *www.altalex.com*; Trib. Parma, 13 aprile 2005, *ined.*; Trib. Firenze, 19 aprile 2005 (data della decisione), in *www.ilcaso.it*; nel senso, invece, della responsabilità per inadempimento, Trib. Monza - sez. dist. Desio, 27 luglio 2004, *ined.*, in *obiter*; Trib. Roma, 8 ottobre 2004 (data della decisione), in *www.sidiba.it*; Trib. Taranto, 22 novembre 2004, in *Corr. merito*, 2005, 43; Trib. Roma, 15 dicembre 2004 (ord.), in *www.judicium.it*; Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *www.ilcaso.it*, cui *adde* Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *www.altalex.com*, che dalla violazione delle regole di comportamento degli intermediari fa discendere la risoluzione del contratto; nel

controtendenza rispetto a quanto generalmente ricevuto in letteratura<sup>3</sup>, sanziona con la nullità per contrarietà a norme imperative il contratto concluso dall'investitore in presenza di condotte degli intermediari difformi dalle prescrizioni della disciplina primaria e secondaria. Di evidente importanza pratica, soprattutto se la si colloca nella dialettica fra intermediari e associazioni dei consumatori, la posizione assunta dalla giurisprudenza costituisce un punto di partenza privilegiato per discutere - sotto il profilo teorico e nella prospettiva delle scelte di *policy* ancora aperte al nostro legislatore - se il commiato dal risarcimento del danno sia un esito non più differibile o non si tratti piuttosto di riguadagnare alle *liability rules* il loro ruolo proprio: essendo utile esplicitare come su questo terreno si giochi una parte della risposta che il diritto privato dei mercati finanziari è chiamato a dare in presenza di fenomeni della realtà economica capaci di impattare drammaticamente l'allocazione del risparmio e, per conseguenza, lo sviluppo del sistema economico.

2. L'impostazione giurisprudenziale è sintetizzabile in tre momenti fondamentali: *a)* il carattere imperativo delle regole di comportamento previste dall'art. 21 TUF e dagli artt. 26 ss. Regolamento Intermediari, in ragione del carattere generale degli interessi tutelati dalle norme<sup>4</sup>; *b)* la

---

vigore della l. 1/91, Cass., 7 settembre 2001, n. 11495, in *Foro it.*, 2003, I, 1, 621; App. Milano, 5 maggio 1998, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 679, in *obiter*.

<sup>3</sup> Nel vigore della precedente disciplina, per tutti PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, I, 21 ss.; CASTRONOVO, *Il diritto civile delle legislazione nuova. La legge sull'intermediazione mobiliare*, *ivi*, 1993, I, 325 ss.; REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, *ivi*, 1994, I, 617 ss.; SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 191; con riferimento al TUF, *ex multis*, LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, 140 ss.; MIOLA, *sub art. 21*, in CAMPOBASSO (a cura di), *Testo Unico della Finanza*, 2002, I, 161; SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*<sup>3</sup>, Milano, 2000, 190 s.; COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.* diretto da Cottino, VIII, Padova, 2004, 367 ss.; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 367 ss., il quale, peraltro, a p. 390, accenna alla possibilità di una «nullità (relativa) per violazione di norme imperative» in materia di conflitto di interessi, a tal fine richiamando la decisione di Trib. Milano, 11 maggio 1995 (ord.), *cit.*; nel senso della nullità, invece, GIRINO, *Commento a Trib. Torino*, 10 aprile 1998, in *Contratti*, 1999, 51 s.; BISOGNI, *Il regolamento Consob sugli intermediari finanziari (norme di comportamento e ricadute civilistiche su contenuti e validità dei contratti di investimento finanziario)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1999, 933; DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, 177 s.; MACCABRUNI, *Evoluzione normativa dei doveri della banca nei contratti di gestione patrimoniale attraverso operazioni su strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, II, 255.

<sup>4</sup> Tutte richiamando le decisioni “gemelle” di Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Giust. civ.*, 2001, I, 2109; Cass., 15 marzo 2001, n. 3753, in *Foro it.*, 2002, I, 1, 858; Cass., 6 aprile 2001, n. 5114, *ivi*, I, 2185; con citazione testuale della corte di legittimità fa riferimento alla «tutela dei risparmiatori *uti singuli*, del risparmio pubblico come elemento di valore dell'economia nazionale, della stabilità del sistema finanziario, dell'efficienza del mercato

conseguente rilevanza della previsione dell'art. 1418, co. 1, c.c. sulla nullità del «contratto ... contrario a norme imperative»; c) il diritto dell'investitore *ex art.* 2033 c.c. alla ripetizione della somma investita, unitamente agli interessi legali dal giorno del pagamento, giusta la ritenuta malafede dell'*accipiens*<sup>5</sup>. Il ricorso alla nullità e al rimedio restitutorio, di contro, comporta l'esclusione di ogni considerazione sul rapporto di causalità fra il pregiudizio patrimoniale lamentato e la condotta dell'intermediario, nonché sul possibile concorso del fatto dell'investitore: con la conseguenza economica, da un lato, di traslare in capo all'intermediario anche la componente della perdita che possa dipendere dal generale andamento del mercato<sup>6</sup> e, dall'altro, di rendere inoperanti per l'investitore gli incentivi alla prevenzione del danno che vengono a determinarsi quando si attribuisca rilevanza giuridica al concorso del fatto colposo del danneggiato<sup>7</sup>.

In termini più semplici e di senso comune: l'accesso alla ripetizione dell'indebito consente di ritornare allo *status quo ante* e di conseguire un rendimento sulla somma investita pari al tasso degli interessi legali, così rendendo immune l'investitore dalle possibili perdite patrimoniali che sarebbero conseguite a un'operazione effettuata in un momento di andamento negativo del mercato. Per altro verso, nessuna rilevanza viene attribuita alla coerenza del pregiudizio subito con la violazione della regola di comportamento accertata in capo all'intermediario: sicché all'investitore risultano possibili comportamenti opportunistici diretti a recuperare integralmente la somma con gli interessi legali, anche quando la perdita

---

dei valori mobiliari, con vantaggi per le imprese e per la economia pubblica» Trib. Palermo, 16 marzo 2005, *cit.*; per la menzione della «regolarità dei mercati e [della] stabilità del sistema finanziario», Trib. Monza, 27 gennaio 2005, *cit.*; Trib. Parma, 13 aprile 2005, *cit.*; di «tutela del risparmio, diligenza degli intermediari (*sic*), integrità dei mercati» parla Trib. Mantova, 12 novembre 2004, *cit.*, seguito, con citazione testuale, da Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005, *cit.*; sostanzialmente nello stesso senso, Trib. Mantova, 18 marzo 2004, *cit.*; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, *cit.*, e Trib. Treviso, 26 novembre 2004, *cit.*; per il riferimento all'«ordine pubblico economico», Trib. Firenze, 30 maggio 2004, *cit.*; Trib. Firenze, 18 e Trib. Firenze, 19 aprile 2005, *cit.*

<sup>5</sup> Per il rilievo che «il comportamento di non correttezza e di non trasparenza della banca porta ad escludere la buona fede» Trib. Mantova, 18 marzo 2004, *cit.*; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, *cit.*; Trib. Firenze 19 aprile 2005, *cit.*; per l'affermazione apodittica della malafede Trib. Treviso, 26 novembre 2004, *cit.*; Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005, *cit.*; Trib. Palermo, 16 marzo 2005, *cit.*; Trib. Parma, 13 aprile 2005, *cit.*; in senso contrario, v. però Trib. Firenze 30 maggio 2004, *cit.*; Trib. Firenze, 18 febbraio 2005, *cit.*

<sup>6</sup> THOMPSON, "Simplicity and Certainty" in *the Measure of Recovery under Rule 10b-5*, in 51 *Bus. Law.* (1996), 1186 ss.

<sup>7</sup> Per la manualistica POLINSKY, *An Introduction to Law and Economics*<sup>3</sup>, New York, 2003, 43 ss.; COOTER-ULEN, *Law and Economics*<sup>4</sup>, s.l., 2004, 328 ss.; MICELI, *The Economic Approach to Law*, Stanford, 2004, 46 ss.; più analiticamente COOTER-ULEN, *An Economic Case for Comparative Negligence*, in 61 *N.Y.U. L. Rev.* (1986), 1067 ss.; nella nostra letteratura, COOTER-MATTEI et al., *Il mercato delle regole*, Bologna, 1999, 387 ss.; PARISI-FREZZA, *Il concorso di colpa: analisi economico-comparata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 972 ss.

dipenda, in tutto o in parte, da fattori causali diversi rispetto alla condotta dell'intermediario, primo fra tutti la libera decisione dell'investitore<sup>8</sup>.

3. La mancata considerazione degli "effetti collaterali" appena illustrati, la frequente assenza di motivazione in ordine al giudizio sulla malafede dell'intermediario nella decisione sul *dies a quo* per la corresponsione degli interessi<sup>9</sup>, il ricorso ad alcune dogmatizzazioni piuttosto libere (= la distinzione fra violazione di regole di comportamento a contenuto specifico, fonte di nullità del contratto, e «norme generali di prudenza e diligenza professionale ... non meglio specificate o codificate in sede regolamentare», cui «segue unicamente, in virtù dei principi generali in materia di inadempimento delle obbligazioni, l'azione di risarcimento del danno»)<sup>10</sup> e l'utilizzo di strumenti processuali non appropriati (= del

---

<sup>8</sup> Si ipotizzi, ad esempio, una negoziazione per conto terzi in strumenti finanziari effettuata dall'intermediario con una società del gruppo di appartenenza a un prezzo superiore rispetto a quello di mercato, senza che il conflitto di interessi sia oggetto della *disclosure* prevista dall'art. 27, co. 2, Regolamento Intermediari, ulteriormente immaginando che, per un fattore sopravvenuto e non conoscibile al momento della negoziazione, il prezzo dello strumento finanziario diminuisca successivamente in modo rilevante: alla stregua dell'impostazione in esame, la nullità dell'operazione conseguente alla violazione della norma imperativa *ex art. 27, co. 2*, consente all'investitore di conseguire l'intera somma investita, quando l'inosservanza della disposizione sul conflitto di interesse ha cagionato all'investitore esclusivamente una perdita pari alla differenza fra il prezzo di mercato all'epoca dell'operazione e quello, maggiore, in concreto prestato alla controparte. Per l'osservazione che la disposizione sulla nullità dei contratti contenuta nella originale versione dell'art. 14, co. 1, lett. *a*), n. 2, ddl sul risparmio - «ricomprendendo la violazione di qualsiasi regola riconducibile ai criteri generali enunciati nell'art. 21 del testo unico» - avrebbe potuto «determinare un'abnorme espansione delle ipotesi di nullità, coinvolgendo anche infrazioni di regole organizzative in nessun modo incidenti sui rapporti con i singoli clienti», v. la *Relazione delle Commissioni permanenti VI (Finanze) e VIII (Attività produttive, commercio e turismo)*, presentata alla Presidenza il 18 febbraio 2005, 30.

<sup>9</sup> Per una discussione critica del punto SCIMEMI, *La prima sentenza italiana sulla vendita di tango bonds*, in *Giur. comm.*, 2004, II, 711 ss.

<sup>10</sup> Così Trib. Monza, 27 gennaio 2005, *cit.*, testualmente ripresa da Trib. Parma, 13 aprile 2005, *cit.*; la distinzione si rinviene anche Trib. Milano, 11 maggio 1995 (ord.), *cit.*, e in Trib. Milano, 20 febbraio 1997, *cit.*: se è assai chiaro l'intento di «salvaguardare il principio di legalità e impedire che una conseguenza tanto grave come la nullità sia affidata all'alea dell'apprezzamento del giudice» (così Trib. Monza, 27 gennaio 2005, *cit.*), parimenti evidente risulta la contraddittorietà di attribuire conseguenze diverse alla violazione di norme che, sia pure a un diverso grado di specificazione, impongono il medesimo dovere di comportamento. Ancora più eclatante appare la pronuncia di Trib. Mantova, 10 dicembre 2004 (data della decisione), in *www.ilcaso.it*, dove la previsione dell'art. 30, co. 7, TUF in materia di nullità del contratto per omessa indicazione della facoltà di recesso nel caso di offerta fuori sede viene applicata ad una fattispecie (= la negoziazione per conto terzi di strumenti finanziari) diversa da quella prevista dalla norma sullo *ius poenitendi* (= un contratto «di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali»: art. 30, co. 6, TUF), sul rilievo - palesemente contraddetto dall'art. 1, co. 5, TUF [per un'analitica esegesi della norma, SARTORI, (nt. 3), 82 ss.] - che «nel contesto di cui all'art. 30, tale espressione [= «collocamento»] è stata utilizzata in senso ampio riguardando ogni

procedimento sommario *ex art.* 19 d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5, pur in presenza di controversie che scontano un giudizio di accertamento e non si esauriscono nel provvedimento di mera condanna previsto dalla norma)<sup>11</sup> sembrano indici sufficienti dell'esistenza nell'orientamento in esame di precomprensioni determinate «in relazione agli orientamenti ideali dell'ambiente e alla portata dei fenomeni considerati, che, per essere correnti, appaiono [all'interprete] di ragion naturale tanto da non sospettare che ve ne possano essere di diverse e da non supporre la portata e i limiti»<sup>12</sup>. In buona sostanza, a fronte dell'impatto endemico sul risparmio diffuso dei recenti scandali finanziari, la nullità per violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario sembra apparire come la “via breve” per giungere alla compensazione dell'investitore da parte di una *deep pocket* sicuramente capiente.

Una simile anticipazione di senso e un tale progetto di soluzione sono, beninteso, affatto legittimi, potendo ben dirsi acquisito alla riflessione sul metodo giuridico che la precomprensione costituisce «la prima fra tutte le condizioni ermeneutiche»<sup>13</sup>. Con essa, nondimeno, occorre confrontarsi sotto un duplice punto di vista: da un lato, «mette[ndola] alla prova e costringe[ndola] a misurarsi sulla “cosa” di cui si tratta», così da guadagnare «gradualmente la giusta dimensione del problema che si pone in relazione al caso da risolvere»; dall'altro, accertando la congruenza delle ipotesi di soluzione così identificate «con la misura del sistema costituito», mediante «gli strumenti concettuali-conoscitivi della dogmatica giuridica»<sup>14</sup>.

---

forma di vendita di titoli mobiliari, atteso che tale norma disciplina il collocamento presso il pubblico di servizi di investimento, la cui nozione ... comprende, fra l'altro, la negoziazione, il collocamento nonché la ricezione e trasmissione ordini».

<sup>11</sup> L'ammissibilità del procedimento sommario è riconosciuta, senza particolare motivazione, da Trib. Roma, 15 dicembre 2004 (ord.), *cit.*; Trib. Milano, 7 ottobre 2004 (ord.), in *Foro it.*, 2005, 897; per il rilievo che il rito *ex art.* 19 d. lgs. 5/03 non è applicabile alle azioni nelle quali la condanna richiesta «presupponga proprio l'accoglimento di una domanda di accertamento o costitutiva che sia formulata nel medesimo procedimento» RONCO, *sub art.* 19, in *Il nuovo processo societario* diretto da Chiarloni, Bologna, 2004, 567; nello stesso senso, PROTO PISANI, *La nuova disciplina del processo societario (note a prima lettura)*, in *Foro it.*, 2003, V, 13. CAVALLINI, *Il procedimento sommario di cognizione nelle controversie societarie*, in *www.judicium.it*, 7.

<sup>12</sup> ASCARELLI, *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*, Milano, 1952, XI; nello stesso senso MENGONI, *Problema e sistema nella controversia sul metodo giuridico*, in *Jus*, 1976, 26, citando POPPER, *La società aperta e i suoi nemici*, II, trad. it., Roma, 1974, 280 s.: «la precomprensione si determina ....: in base alla partecipazione a un “senso comune” rappresentato da giudizi e concetti da cui [l'interprete] è “in larga misura influenzato ... perché formano, per così dire, l'ambito stesso in cui è radicato, il suo *habitat* sociale”».

<sup>13</sup> GADAMER, *Wahrheit und Methode. Grundzüge einer philosophischen Hermeneutik*<sup>2</sup>, Tübingen, 1965, 278, citato da MENGONI, (nt. 12), 25.

<sup>14</sup> MENGONI, (nt. 12), 27 e 33

4. Così impostata la questione, l'indirizzo delle Corti si dimostra non adeguatamente controllato sotto entrambi i profili.

Sul fronte del problema, un'ipotesi di soluzione orientata a una compensazione dell'investitore "a tutti i costi" dimentica la classica obiezione per la quale i benefici dell'intervento imperativo del diritto vanno sempre bilanciati con i relativi costi<sup>15</sup>: nel caso in esame identificabili a) con l'impatto sul sistema di un aumento delle commissioni bancarie e di intermediazione, esito finale della traslazione sul mercato degli oneri economici imposti in capo agli intermediari<sup>16</sup>, nonché b) con un eccesso di deterrenza, idoneo a cagionare una riduzione dall'attività, soprattutto da parte degli intermediari più piccoli, per timore di una sanzione eccessiva rispetto alle proprie capacità patrimoniali, con possibili conseguenze ulteriori sul piano della concorrenza e dell'efficienza allocativa del mercato<sup>17</sup>. Anche nella prospettiva dell'equità la soluzione in esame produce effetti non trascurabili: poiché per il tramite delle commissioni il costo sopportato dall'intermediario ricade in modo uguale su tutti gli investitori, mentre l'entità delle perdite che in questo modo sono compensate variano a seconda delle disponibilità patrimoniali dei singoli, un approccio che estenda indiscriminatamente la compensazione dell'investitore introduce un sistema di *cross-subsidization* per il quale «i più poveri [sono] costretti a sovvenzionare i più ricchi»<sup>18</sup>.

---

<sup>15</sup> COASE, *The Problem of Social Cost*, 3 *J. Law. & Econ.* (1960), 1 ss.; con specifico riferimento ai mercati finanziari, ZINGALES, *The Costs and Benefits of Financial Regulation*, ECGI Law Working Paper n. 21/2004, April 2004, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 5 ss.; nella letteratura tedesca, BRANDT, *Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage*, Baden-Baden, 2002, 39 s.; ma v. già ASSMANN, *Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes*, in *ZBB*, 1989, 52 e 57.

<sup>16</sup> DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi «Cirio» e «Parmalat»*, in *Giur. comm.*, 2004, 344; con riferimento all'anatocismo, ROLFI, *Le Sezioni Unite e l'anatocismo*, in *Corr. mer.*, 2005, 11; nella letteratura anglosassone il rilievo è comune, anche in presenza di opposte opzioni di *policy*: D. LLEWELLYN, *Regulation of Retail Investment Services*, in 15 *Econ. Affairs* (1995), 15; BENSTON, *Regulating Financial Markets: A Critique and some Proposals*, London, 1998, p. 61; CRASWELL, *Passing On the Cost of Legal Rules: Efficiency and Distribution in Buyer-Seller Relationships*, in 43 *Stanford L. Rev.* (1991) 361 ss.; PRIEST, *The Current Insurance Crisis and Modern Tort Law*, in 96 *Yale L. J.* (1987), 1521 ss.

<sup>17</sup> In senso analogo, anche con riscontri quantitative, BRANDT, (nt. 15), 127 s., cui *adde* VORTMANN, *Anlegergerechte Beratung und Maßnahmen zur Reduzierung des Haftungsrisikos*, in *ÖBA*, 1994, 585 s.; in generale, POLINSKY-SHAVELL, *The Optimal Tradeoff between the Probability and Magnitude of Fines*, in 69 *Am. Econ. Rev.* (1979), 884; DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, 2002, 14 ss.

<sup>18</sup> Così DENOZZA, (nt. 16), 346; un cenno anche in ROLFI, (nt. 16), 11; l'argomento è noto da tempo alla dottrina anglosassone: ABEL, *A Critique of American Tort Law*, 8 *Brit. J.L. & Soc'y* (1981), 202 ss.; PRIEST, *A Theory of the Consumer Product Warranty*, 90 *Yale L. J.* (1981), 1350 s. e, in materia contrattuale, soprattutto, QUILLEN, *Contract Damages and Cross-Subsidization*, 61 *S. Cal. L. Rev.* (1988), 1125 ss.; da ultimo, CRASWELL, *Instrumental Theories of Compensation: A Survey*, in 40 *San Diego L. Rev.* (2003), 1158 ss.

Parimenti rilevanti sono le obiezioni dal punto di vista dogmatico. Derivare la nullità del contratto dalla violazione di una regola di comportamento equivale, infatti, a trasformare in regole di validità norme che, di per sé, sono dirette, piuttosto, a imporre una determinata condotta nella fase delle trattative o in *executivis*. Nulla, tuttavia, giustifica l'operazione: non la legge, giacché manca una previsione che disponga tale conversione (come invece avviene - in ragione del concorso di altri elementi - nel caso di annullamento per dolo e violenza, di rescissione o di nullità per abuso di dipendenza economica, ovvero - per una pura scelta "politica" del legislatore - nel caso dell'art. 117, co. 1 e 3, d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385<sup>19</sup>, e dell'art. 23, co. 1, TUF); non l'art. 1418, co. 1, c.c., che, a livello di elementi costitutivi della fattispecie, richiede tanto l'esistenza di una norma imperativa, quanto la contrarietà alla medesima del contratto inteso come regolamento di interessi negoziato dalle parti<sup>20</sup>: con la conseguenza che, se una norma imperativa sembra potersi dire certamente ricorrere per la strumentalità al buon funzionamento del mercato che delle regole di comportamento è propria<sup>21</sup>, altrettanto non vale per il secondo elemento di

---

<sup>19</sup> Per il rilievo che «le norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali delle banche hanno sottratto gli obblighi di informazione della banca dall'ambito della colpa precontrattuale e li hanno convertiti in requisiti di forma del contratto», MENGONI, *Autonomia privata e costituzione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 18.

<sup>20</sup> ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, 339 ss., spec. 352, testo e nota 144; G.B. FERRI, *Appunti sull'invalidità del contratto (dal codice civile del 1865 al codice civile del 1942)*, in *Riv. dir. comm.*, 1996, I, 389; pur nel contesto di una ricostruzione diretta a valorizzare la nullità come sanzione congrua alla funzione di interesse pubblico assolta dalla norma imperativa, riferisce la fattispecie dell'art. 1418, co. 1, c.c. alla «violazione negoziale» anche DOLMETTA, *Sui «limiti» di applicazione dell'art. 28 legge notarile. A proposito della violazione di norme imperative di protezione*, in *Contr. impr.*, 2004, 86; ID., *I rimedi per la violazione delle norme imperative nel diritto societario prima del d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 5. Un frammento di storia delle idee*, in *Vita not.*, 2003, 100. Tradizionalmente alla medesima conclusione si perviene distinguendo tra regole di comportamento e regole di validità e negando che le prime (in particolare: la clausola generale di buona fede) «possano decidere dell'esistenza di un rapporto obbligatorio»: MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 9; nello stesso senso, ID., (nt. 19), 9; PIETROBON, *L'errore nella dottrina del negozio giuridico*, Milano, 1963, 104 ss.; pur criticando una simile tassonomia, esclude che il comportamento contrario a buona fede tenuto durante la formazione del contratto o realizzato durante la sua esecuzione ne comporti la nullità anche VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1997, 158 ss.; nello stesso senso, in giurisprudenza Cass., 18 ottobre 1980, n. 641, in *Arch. civ.*, 1981, 133, argomentando dalla distinzione fra norme imperative proibitive e norme imperative positive (su cui, con riferimento all'analogia disposizione del § 134 BGB, LARENZ/WOLF, *Allgemeiner Teil des Bürgerliches Rechts*<sup>8</sup>, München, 1997 § 40, 733).

<sup>21</sup> ALPA, *sub art. 21*, in ALPA-CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, Padova, 1998, 219; LOBUONO, (nt. 3), 138; MIOLA, (nt. 3), 161; SALANITRO, (nt. 3), 182; KOLLER, *Vor § 31*, in ASSMANN-SCHNEIDER (Hrsg.), *Wertpapierhandelsgesetz*<sup>3</sup>, Köln, 2003, *Rdnn.* 8 ss., 916 ss.; SCHWARK,

fattispecie, attingendo nel caso in esame la violazione alla mancata conformità fra il comportamento di una delle parti e il corrispondente precetto legale<sup>22</sup>.

5. Queste ultime osservazioni suggeriscono, in positivo, alcuni possibili profili di ricostruzione. Una volta escluso che possano configurarsi come regole di validità, le regole di comportamento sono infatti agevolmente riconducibili - secondo la dogmatica del diritto privato - a obblighi di condotta nella fase delle trattative e della formazione del contratto (art. 21, co. 1, lett. *b* e *c*, TUF; artt. 27, co. 2 e 3, 28, co. 1 e 2, Regolamento Intermediari)<sup>23</sup>, a norme per la determinazione della prestazione contrattuale dovuta (art. 21, co. 1, lett. *a*) TUF; art. 26 Regolamento Intermediari), ovvero a obblighi integrativi di correttezza *in executivis* (art. 21, co. 1, lett. *b*, TUF; art. 28, co. 3 e 4, Regolamento Intermediari)<sup>24</sup>. A ciò non osta la concorrente natura *lato sensu* pubblicistica derivante dalle finalità di tutela «dell'integrità dei mercati» che l'art. 21, co. 1, lett. *a*), TUF esplicitamente attribuisce alle clausole generali di «diligenza, correttezza e trasparenza», essendo semplicemente da distinguere il diverso piano (= di vigilanza amministrativa) sul quale tale natura è destinata ad operare, come peraltro fatto palese dalla previsione dell'art. 25, co. 1, Direttiva 2004/39/CE che, in superamento del precedente

---

*Kapitalmarktrechts-Kommentar*<sup>3</sup>, München, 2004, Vor § 31 WpHG, Rdn. 4, 1277; BRANDT, (nt. 15), 42 ss.

<sup>22</sup> In senso analogo, sia pure *in obiter*, Trib. Monza, 27 luglio 2004, *cit.*, per il quale le regole di comportamento costituiscono «previsioni che mirano a sanzionare non la conclusione del contratto in sé, ma a disciplinare la condotta di uno dei contraenti nell'esecuzione di un rapporto assimilabile al mandato»; in dottrina, M. CIAN, *Notarelle sparse su conclusione del contratto per via telematica e d. lgs. n. 70 del 2003*, in *Corr. giur.*, 2005, 863. Non facile da cogliere appare, di contro, l'argomentazione di PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1031, che, dopo aver rilevato gli «interessi pubblicistici tutelati dalle norme di settore», immediatamente conclude nel senso che «qui, oltre al comportamento serbato nella fase formativa, è proprio il contenuto complessivo del negozio che resta intriso di contrarietà ai principi di ordine pubblico del contratto». Senza specifica motivazione, invece, il cenno di DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005, 709, secondo cui nell'ipotesi in esame «sul piano contrattuale il rimedio è quello della nullità e delle restituzioni».

<sup>23</sup> MIOLA (nt. 3), 165; SALANITRO, (nt. 3), 178; RABITTI BEDOGNI, *sub* art. 21, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 1998, 172 ss.; in giurisprudenza, Trib. Monza, 27 luglio 2004, *cit.*; Trib. Roma, 8 ottobre 2004, *cit.*; con riferimento alle analoghe disposizioni dei §§ 31 e 32 WpHG, KOLLER, (nt. 21), Rdn. 19, 922 s.; SCHWARK, (nt. 21), Rdn. 8, 1279; KNOBL, *Wie viel Beratung braucht der österreichische Wertpapierkunde?*, in *ÖBA*, 1997, 784; nello stesso senso, pur negando l'immediata rilevanza civilistica delle norme, LANGE, *Informationspflichten von Finanzdienstleistern*, Berlin, 2000, 313 ss.

<sup>24</sup> MIOLA (nt. 3), 165; SALANITRO, (nt. 3), 178; RABITTI BEDOGNI, (nt. 23), 172 ss.

art. 11, co. 1, Direttiva 93/22/CE, lega in via esclusiva la tutela dell'integrità del mercato all'azione amministrativa dell'autorità di vigilanza.

Anche in considerazione del riferimento al «principio di adeguatezza» contenuto nel nuovo testo dell'art. 21, co. 1, lett. a) TUF prospettato dall'art. 15, co. 1, lett. a) del ddl sul risparmio, una precisazione è peraltro richiesta dalla formulazione letterale dell'art. 29, co. 1, Regolamento Intermediari che, imponendo *tout court* agli intermediari autorizzati di «asten[ersi] dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate», sembrerebbe introdurre un vero e proprio divieto di conclusione del contratto. Che di ciò, tuttavia, non si tratti<sup>25</sup> emerge da una verifica sistematica. Imporre agli intermediari un divieto di porre in essere operazioni non adeguate equivale, infatti, a spostare il paradigma della disciplina dall'approccio liberale basato sul consenso informato dell'investitore a un modello più socialmente orientato, che vincoli gli intermediari a proteggere la sfera patrimoniale degli investitori da operazioni oggettivamente inadatte alle loro caratteristiche<sup>26</sup>. Una simile modifica, tuttavia, non trova alcun espresso fondamento nelle norme primarie del TUF e, soprattutto, risulta contraddetta dal diritto comunitario: che, se in termini generali, inserisce la disciplina del mercato finanziario nell'alveo di «un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza» (art. 4, co. 1 e 2, Trattato CE, richiamato, ad es., nel considerando 2 della decisione 2001/528/CE istitutiva del comitato europeo dei valori mobiliari)<sup>27</sup>, con specifico riferimento a un «prodotto o servizio non adatto al cliente», semplicemente dispone che «l'impresa di investimento ...

---

<sup>25</sup> Così, pur senza particolare motivazione, anche SCIMEMI, (nt. 9), 706.

<sup>26</sup> Identifica nella regola di adeguatezza «*a very paternalistic approach to consumer protection*», MARKHAM, *Protecting the Institutional Investor - Jungle Predator or Shorn Lamb?*, in 12 *Yale J. Regulation* (1995), 369; ma v. già CLARK, *The Soundness of Financial Intermediaries*, in 86 *Yale L. J.* (1976), 19 s.; più in generale, OGUS, *Regulation. Legal Form and Economic Theory*, Oxford, 1995, 51 s. Per l'auspicio di «forme di protezione ben più incisive ... fino all'introduzione per le cosiddette operazioni inadeguate del divieto inderogabile di esecuzione ad opera degli intermediari finanziari», DOLMETTA-MINNECI, voce *Borsa (contratti di)*, in *Enc. dir. Aggiornamento*, V, Milano, 2001, 180, così portando la regola di *suitability* sino «alla sua forma più estrema»[MOLONEY, *EC Securities Regulation*, New York, 2002, 511; per un quadro della dottrina tedesca, ampiamente divisa sulla praticabilità di un simile esito anche nel ricorrere di casi limite, SCHWARK, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*<sup>3</sup>, München, 2004, § 31 *WpHG*, Rdn. 8, 1284, testo e nota 27; BRANDT, (nt. 15), 101 s., testo e nota 384; nessun dubbio, invece, sull'estraneità della soluzione al sistema vigente, nella dottrina e nella giurisprudenza statunitense: da ultimo, anche per riferimenti, BLACK-GROSS, *Economic Suicide: The Collision of Ethics and Risk in Securities Law*, in 64 *U. Pitt. L. Rev.* (2003), 505 s.; GEDICKS, *Suitability Claims and Purchases of Unrecommended Securities: An Agency Theory of Broker-Dealer Liability*, in 37 *Arizona St. L. Rev.* (2005), 586 s.].

<sup>27</sup> Rilevano che la protezione del consumatore, pur riconosciuta come *ratio* concorrente della disciplina, non possa spingersi sino a fondare una tutela paternalistica dell'investitore, giustificandosi unicamente nella prospettiva di un rafforzamento del mercato, KOLLER, (nt. 21), *Rdnn.* 13 ss., spec. 919, e, con maggior intensità, BRANDT, (nt. 15), 29 ss. e 171s.

avvert[a] quest'ultimo di tale situazione» (art. 19, co. 5, Direttiva 2004/39/CE)<sup>28</sup>. In questa prospettiva, la procedura di avviso prevista dall'art. 29, co. 3, Regolamento Intermediari si dimostra, quindi, il vero asse portante dell'intera disposizione, che può pertanto ricondursi, sotto il profilo privatistico, al novero degli obblighi di informazione nella fase delle trattative<sup>29</sup>.

6. La prospettiva così delineata in punto di fattispecie, segna, quanto agli effetti, il ritorno alla regola di responsabilità, come peraltro risulta indicare, seppure indirettamente, il riferimento della norma processuale dell'art. 23, co. 6, TUF ai «giudizi di risarcimento del danno cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento».

Le implicazioni di disciplina sono già state implicitamente segnalate<sup>30</sup>, ma può essere utile richiamarle: *a)* rilevanza causale della condotta colposa dell'investitore, secondo il paradigma dell'art. 1227, co. 1, c.c.<sup>31</sup>; *b)* considerazione nella determinazione del pregiudizio patrimoniale risarcibile della causalità alternativa costituita dall'andamento complessivo del mercato, in conformità alle soluzioni espressamente affermate dagli ordinamenti più evoluti con riferimento alla responsabilità per false informazioni al mercato primario [= *secc. 11(e) e 12(a)(b) Securities Act; § 45, Abs. 2, Nr. 2 BörsG*]; *c)* imputazione del pregiudizio patrimoniale all'intermediario in relazione allo scopo perseguito dalla regola di comportamento violata<sup>32</sup>. A ciò va aggiunta la regola dell'art. 23, co. 6, TUF, appena ricordato, sull'attribuzione all'intermediario «dell'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta» e la possibile divaricazione nella disciplina della prescrizione, a seconda che la violazione

---

<sup>28</sup> Con generale riferimento alla Direttiva 2004/39/CE, nel senso che «gli obiettivi di tutela dei risparmiatori si perseguono, secondo l'indirizzo ormai invalso in sede comunitaria in tutti i settori che coinvolgono gli interessi economici dei consumatori, attraverso l'acquisizione e la trasmissione di informazioni», ALPA, *La direttiva sui mercati finanziari e la tutela del risparmiatore*, in *Contratti*, 2004, 743; per una riconduzione della regola di *suitability* a uno «*standard requiring a broker to disclose all significant risk factors*», LANGEVOORT, *Selling Hope, Selling Risk: Some Lessons for Law from Behavioral Economics About Stockbrokers and Sophisticated Customers*, in 84 *Cal. L. Rev.* (1996), 693; analogamente, PACCES, *Financial Intermediation in the Securities Markets. Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, in 20 *Int'l Rev. Law & Econ.* (2000), 489; ma v. già SALMANOWITZ, *Broker Investment Recommendations and the Efficient Capital Market Hypothesis: A Proposed Cautionary Legend*, in 29 *Stan. L. Rev.* (1977), 1086.

<sup>29</sup> Così anche la Comunicazione Consob n. DI/30396 del 21 aprile 2000, dove l'effetto della «ricezione di disposizioni relative a una operazione non adeguata» è identificato nell'«obbligo ... di segnalare al cliente l'inadeguatezza e le ragioni della stessa».

<sup>30</sup> In termini analoghi a quanto osservato nel testo, assai di recente, Trib. Milano, 25 luglio 2005, *cit.*

<sup>31</sup> Al riguardo, diffusamente, BRANDT, (nt. 15), 129 ss.

<sup>32</sup> Sul punto, in generale, TRIMARCHI, *Causalità e danno*, Milano, 1967, 65 ss.

delle regole di condotta nella fase delle trattative venga ricondotta all'illecito aquiliano o alla responsabilità da inadempimento.

Dal punto di vista del problema, una soluzione basata sulla regola di responsabilità elimina gli eccessi di deterrenza precedentemente segnalati, nel contempo contenendo l'impatto sulle commissioni e i conseguenti fenomeni di *cross-subsidization*. In un contesto normalmente contraddistinto da un'asimmetria nei «costi di produzione della prova» a sfavore dell'investitore, la disposizione sull'onere della prova contribuisce a evitare che la regola in concreto vigente si allontani dal modello di *optimal deterrence* in questo modo realizzato<sup>33</sup>.

7. Il discorso al riguardo è, peraltro, ben lungi dall'essere concluso, dal momento che l'effetto complessivo del ricorso al rimedio risarcitorio (e l'ossequio al precetto comunitario di sanzioni «effettive proporzionate e dissuasive»: art. 11, Direttiva 2002/65/CE; art. 25, co. 1, Direttiva 2003/71/CE; art. 51, co. 1, Direttiva 2004/39/CE) dipende, ulteriormente, dal grado di specificità della regole di comportamento<sup>34</sup> e dal livello - anche qualitativo - della relativa applicazione in sede giurisdizionale<sup>35</sup>.

Sul punto non è possibile in questa sede soffermarsi analiticamente, bastando al riguardo segnalare la discussione sull'opportunità di introdurre sezioni specializzate<sup>36</sup> e *class actions*<sup>37</sup>, nonché, quanto alla conformazione

---

<sup>33</sup> In generale, LEE, *Pleading and Proof: The Economics of Legal Burdens*, in *B.Y.U. L. Rev.* (1997), 15 ss., da cui la citazione del testo; JOHNSTON, *Bayesian Fact-finding and Efficiency: Toward an Economic Theory of Liability under Uncertainty*, 61 *S. Cal. L. Rev.* (1987), 175 ss.; più nel dettaglio, LANGEVOORT, (nt. 28), 694, testo e nota 200.

<sup>34</sup> Con specifico riferimento alle regole di comportamento, DENOZZA, (nt. 16), 344 ss; analogamente, discutendo il contenuto degli obblighi di informazione al cliente in capo agli intermediari, BRANDT, (nt. 15), 106 ss.

<sup>35</sup> La citazione d'obbligo è, in proposito, BECKER, *Crime and Punishment: An Economic Approach*, in 76 *J. Pol. Econ.* (1968), 169 ss., spec. 174 e 176; per un'analisi più dettagliata POLINSKY-SHAVELL, voce *Public enforcement of law*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London, 1998, III, 178 ss.; nella manualistica, COOTER-ULEN, (nt. 7), 337 ss.

<sup>36</sup> Per tutti, CONSOLO, *Le liti societarie e finanziarie: progetti processuali e tipologie di tutela al di là del "favoloso" art. 11*, in *Corr. giur.*, 2002, 684 ss.; COSTANTINO, *La riforma del diritto societario: note sugli aspetti processuali*, in *Foro it.*, 2001, V, 273 ss.; V. MARICONDA, *La riforma delle società senza giudice specializzato*, in *Corr. giur.*, 2001, 1125 ss.; PRESTI-RESCIGNO, *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 151 s.

<sup>37</sup> FERRARINI-GIUDICI, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, ECGI Law Working Paper n. 40/2005, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); LANGEVOORT, *Structuring Securities Regulation in the European Union: Lessons from the U.S. Experience*, ECGI Law Working Paper n. 41/2005, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 6 ss. LENER, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 269 ss.; G. COSTANTINO, *Note sulle tecniche di tutela collettiva (e disegni di legge sulla tutela del risparmio e dei risparmiatori)*, in *Riv. dir. proc.*, 2004, 1009 ss.

delle norme, la necessità di misurarsi con l'inevitabile *trade-off* fra clausole generali e regole di dettaglio<sup>38</sup>, soprattutto in riferimento al contenuto dell'obbligo di informazione al cliente (art. 28, co. 2, Regolamento Intermediari) e della perizia dovuta dall'intermediario (nella specie: della *know your product rule*, di cui art. 26, co. 1, lett. e, Regolamento Intermediari).

Nella consapevolezza - giova ricordarlo in esito all'analisi sino ad ora condotta - della riformabilità di ogni risultato e dell'impossibilità, anche per il giurista, di costruire «sistemi così perfetti che nessuno avrebbe più bisogno di essere buono»<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> In generale, SULLIVAN, *The Justice of Rules and Standards*, in 106 *Harv. L. Rev.* (1992), 57 ss.; KAPLOW, *General Characteristic of Rules*, in BOUDEWIJN-DE GEEST (a cura di), *Encyclopedia of Law and Economics*, V, Cheltenham, 2000, 508 ss., spec. 510; DENOZZA, *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 331.

<sup>39</sup> ELIOT, *Choruses from "The Rock"*, London, 1963, 174.