PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE / GIUGNO

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI,
ALESSANDRA CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, EDOARDO
CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO DAVOLA, ANGELA
GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA
SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO,
UGO MALVACNA, ALBERTO MACER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA
MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA
PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA
ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVACNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

La prescrizione del diritto al risarcimento del danno nei servizi di investimento

SOMMARIO: 1. Le due tesi in campo – 2. L’inadempimento dell’intermediario non produce un danno immediato all’investitore – 3. L’orientamento dell’ACF – 4. Qual è il momento rilevante ex art. 2935 c.c. per agire in risarcimento? – 5. *Tertium datur*. Una proposta di soluzione.

1. *Le due tesi in campo*

Nell’ormai pluridecennale dibattito sul c.d. risparmio tradito si è consolidato il principio, espresso dalle sezioni unite¹ e di fatto non più messo in discussione dalla successiva giurisprudenza, secondo cui al cliente compete un rimedio risarcitorio che nasce o dalla violazione di regole di condotta precontrattuale o dall’inadempimento degli obblighi contrattuali dell’intermediario.

È invece perdurante oggetto di discussione² il tema del *dies a quo* dell’azione con cui l’investitore chiede il risarcimento del danno patito a causa della condotta inadempiente dell’intermediario.

Le tesi che si fronteggiano sono fondamentalmente due.

Una prima, stipulativamente definita qui “rigorista” ed avallata da qualche pronuncia della giurisprudenza di merito³ e soprattutto dall’ACF⁴, ritiene che il *dies a quo* debba individuarsi nel giorno in cui la regola di condotta è violata.

Una seconda, stipulativamente definita qui “garantista” e sostenuta da altra parte giurisprudenza di merito, da qualche pronuncia della

¹ Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Danno e resp.*, 2008, 525, con nota di V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*.

² V., ad es., Cass. 12 dicembre 2024, nn. 32226 e 32227, in banca dati *Dejure*.

³ Cfr., dir recente, App. Caltanissetta 1° settembre 2023, n. 301, in www.dirittodelrisparmio, secondo cui il *dies a quo* «non può non coincidere con il compimento delle operazioni di investimento contestate»: questa è «l’unica data in grado di offrire una certezza», posto che «i prodotti finanziari subiscono periodiche oscillazioni in positivo o in negativo, ragion per cui verrebbe sostanzialmente rimessa all’arbitrio dell’investitore l’individuazione della data di decorrenza».

⁴ Sulla posizione dell’ACF v. *infra*, § 3.

giurisprudenza di legittimità⁵ e dalla dottrina più autorevole⁶, ritiene invece che la prescrizione comincia a decorrere non dal giorno dell'inadempimento, ma da quando ricorrono «*presupposti di sufficiente certezza, in capo all'avente diritto, in ordine alla sussistenza degli elementi costitutivi del diritto azionato, sì che gli stessi possano ritenersi dal medesimo conosciuti e conoscibili*»⁷, ovvero – per dirla con le parole della recente giurisprudenza di legittimità – «*inizia a decorrere solo quando si manifesta in concreto, per il cliente/investitore medesimo, il pregiudizio patrimoniale, e cioè la conseguenza dannosa da lui oggettivamente percepibile, secondo il metro dell'ordinaria diligenza, e rappresentata dalla perdita patrimoniale sofferta, questo essendo il momento in cui il diritto al risarcimento può esser fatto valere rispetto ad un danno effettivamente determinatosi*»⁸.

2. *L'inadempimento dell'intermediario non produce un danno immediato all'investitore*

Le allegazioni di inadempimento dell'intermediario che tipicamente vengono in rilievo sono la mancanza di idonea informativa, il mancato controllo della concentrazione di rischio, la mancata valutazione circa l'adeguatezza dell'operazione, la mancata comunicazione di una situazione di conflitto di interesse. Si tratta di allegazioni non fini a sé stesse, ma prodromiche alla domanda risarcitoria del cliente: il quale, nella generalità dei casi, agisce in giudizio quando la perdita si è manifestata ed è ormai irrecuperabile.

Come oggi chiarisce con parole assai chiare pure la Cassazione⁹, l'inadempimento degli obblighi che a vario titolo gravano sugli intermediari non genera quasi mai un danno immediato. Le oscillazioni di valore sono infatti una caratteristica indefettibile dell'investimento

⁵ Cass. 20 gennaio 2022, n. 1283 e Cass. 24 gennaio 2023, n. 2066, entrambe in banca dati *Dejure*.

⁶ D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, in *Tratt. Cicu - Messineo*, Milano, 2024, p. 410 ss.

⁷ Di recente, ad es., Trib. Bari 7 novembre 2024, n. 4563 e App. Milano 24 ottobre 2023, n. 3015, entrambe in www.dirittodelrisparmio.it.

⁸ Cass. 12 dicembre 2024, n. 32226, cit.

⁹ Cass. 12 dicembre 2024, n. 32226, cit., § 2.9.9. della motivazione.

in strumenti finanziari, il quale, tempo per tempo, può produrre guadagni o perdite anche ingenti. La questione non è, dunque, di verificare se il cliente ha subito una perdita, poiché la perdita è sempre connaturata al rischio dell'investimento in strumenti finanziari. La questione è di verificare se l'intermediario abbia o meno adempiuto i propri obblighi di condotta precontrattuale o contrattuale, profilando correttamente il cliente ed eseguendo, per suo conto e nel suo interesse, investimenti coerenti con il suo profilo di rischio. Se l'intermediario dà la prova contraria all'allegazione di inadempimento del cliente, anche se c'è un danno economico non c'è risarcimento perché non c'è inadempimento; se non dà la prova contraria, e dall'inadempimento è conseguita una perdita, allora oltre a esserci un danno economico c'è un danno giuridico, in quanto tale risarcibile.

Ritenere, pertanto, che l'*exordium praescriptionis* coincida con il giorno in cui la regola di condotta è violata significa tradire la regola basilare della responsabilità civile secondo cui non si dà responsabilità risarcitoria senza danno¹⁰. Paradossalmente, sviluppata sul piano del giudizio risarcitorio, la tesi qui criticata potrebbe schiudere le porte a decisioni che accertano l'*an* della responsabilità ma rigettano la pretesa del cliente per difetto di prova del *quantum*; oppure a decisioni che, in applicazione del principio della ragione più liquida, non si pronunciano neppure sull'*an*, perché rilevano immediatamente l'assenza di danno.

La tesi è dunque poco convincente perché tende a identificare danno e inadempimento: e, là dove il cliente lamenta violazioni contrattuali, sovrappone i due distinti piani della prova richiesta per risolvere il contratto e della (diversa) prova richiesta per il risarcimento del danno conseguente all'inadempimento¹¹. Al contrario, come ricorda la dottrina più autorevole, l'inadempimento del debitore assume rilevanza indipendentemente dalla sua potenziale carica dannosa e dunque anche se non cagiona al debitore una perdita patrimoniale¹². Il creditore che

¹⁰ Anche questo punto è oggi ribadito da Cass. 12 dicembre 2024, n. 32226, cit., in particolare § 2.9.6.

¹¹ Per tutti L. MODICA, *La prova di adempimento o inadempimento, ne Il regime probatorio nel giudizio sulla responsabilità da inadempimento*, in M. MAGGIOLO (a cura di), *Il regime probatorio nel giudizio sulla responsabilità da inadempimento*, Milano, 2022, p. 253 ss.

¹² Così, quasi testualmente, A. LUMINOSO, *sub art. 1453*, in *Commentario Scialoja - Branca*, Bologna-Roma, 1990, p. 12 s.

dà prova dell'inadempimento rilevante *ex art.* 1455 c.c. può già chiedere la risoluzione del contratto ma, per chiedere il risarcimento del danno, deve provare qualcosa in più, ossia la perdita patrimoniale conseguente all'inadempimento. Su questa corretta linea è del resto ben attestata la giurisprudenza di legittimità, la quale, in ripetute occasioni, ha affermato che la domanda di risarcimento dei danni per inadempimento contrattuale può essere proposta congiuntamente o separatamente da quella di risoluzione¹³, giacché l'art. 1453 cod. civ., facendo salvo in ogni caso il risarcimento del danno, esclude che l'azione risarcitoria presupponga il necessario esperimento dell'azione di risoluzione del contratto¹⁴ ed ha altresì chiarito che la causa di risarcimento danni per inadempimento contrattuale non è accessoria rispetto alla causa di risoluzione del contratto per inadempimento, perché la decisione dell'una non presuppone, per correlazione logico-giuridica, la decisione dell'altra, né vi è subordinazione, essendo invece autonome tra loro¹⁵.

A ben vedere, la tesi rigorista sembra urtare pure contro altri principi di rango costituzionale e, in particolare, contro il principio di ragionevole durata del processo: per agire tempestivamente e paralizzare le eccezioni di prescrizione del convenuto, il cliente dovrebbe promuovere l'azione quando il danno non si è ancora prodotto, circoscrivendo l'azione al solo accertamento dell'*an* della violazione e riservandosi di agire in un separato giudizio per la quantificazione del danno, in ipotesi, frattanto manifestatosi¹⁶. Ma una tale soluzione - oltre a generare conseguenze pratiche irrazionali, poiché costringe il cliente ad avviare giudizi al solo fine di evitare l'eccezione di prescrizione - è pure difficilmente compatibile con l'art. 111 Cost., considerato che l'*«effetto inflattivo che deriverebbe dalla moltiplicazione di giudizi si pone in contrasto con la “ragionevole*

¹³ Cfr., in motivazione, Cass. 23 marzo 2023, n. 8353, in banca dati *Dejure*, resa proprio in una fattispecie di intermediazione finanziaria.

¹⁴ Cfr. Cass. 25 luglio 2023, n. 22277, in banca dati *Dejure*.

¹⁵ Cass. 25 luglio 2023, 22277 del 2023, cit.

¹⁶ Cass. 19 aprile 2001, n. 5817, in banca dati *Dejure*, ritiene, ad esempio, che la risoluzione del contratto per inadempimento giustifichi la condanna generica, indipendentemente dal concreto accertamento di uno specifico pregiudizio patrimoniale, posto che l'anticipato scioglimento del rapporto è di per sé un evento potenzialmente generatore di danno (ma v. Cass. 17 ottobre 2002, n. 14744; Cass. 19 maggio 2003, n. 7829, entrambe in banca dati *One legale*).

durata del processo”, per l’evidente antinomia che esiste tra la moltiplicazione dei processi e la possibilità di contenimento della correlativa durata»¹⁷.

3. L’orientamento dell’ACF

L’Arbitro delle Controversie Finanziarie, nelle proprie decisioni, ha criticato con vigore la tesi garantista, di cui ha denunciato l’irragionevolezza sul rilievo che essa «*assicura un ingiustificato regime di over protection dell’investitore, perché gli permette di fruire di uno strumento di fatto perpetuo per sterilizzare ogni investimento rivelatosi a distanza di anni di esito negativo, rendendo così sostanzialmente indistinguibile il confine tra danno causalmente riconducibile all’inadempimento dell’intermediario e mera perdita economica conseguente alle semplici alee dell’operazione*»¹⁸.

Il timore paventato dall’Arbitro è che l’investitore, pur accortosi dell’incoerenza tra la sua profilatura e l’investimento effettuato, resti per così dire alla finestra per vedere se quell’investimento possa portargli comunque qualche frutto: sapendo che, in caso contrario, potrà sempre allegare l’inadempimento dell’intermediario e agire in risarcimento nei dieci anni successivi.

L’ACF ha dunque sposato in modo netto la tesi rigorista, osservando che, nel momento in cui si consuma l’inadempimento, «*il danno si produce immediatamente nella sfera del cliente, essendo rappresentato dal pregiudizio alla possibilità di compiere una scelta consapevole; un danno che non è legato, dunque, al fatto in sé della perdita di valore del titolo o accadimenti analoghi, il che del resto può dipendere, specie per gli investimenti a lungo termine come sono quelli azionari, anche da fatti che nulla hanno a vedere con eventuali carenze informative*»¹⁹.

Anche quest’argomentare non è però esente da rilievi critici.

La lesione della possibilità di compiere una scelta consapevole non è di per sé produttiva di un danno patrimoniale risarcibile. Non si può dunque far coincidere l’*exordium praescriptionis* dell’azione

¹⁷ Cass. 3 marzo 2015, n. 4228, in banca dati *One legale*.

¹⁸ Così ACF 24 maggio 2021, n. 3794, in www.dirittodelrisparmio.it.

¹⁹ Ancora ACF 24 maggio 2021, n. 3794, cit.

risarcitoria con un fatto non ancora produttivo di un danno patrimoniale, assumendo, contro il vero, che tale danno già vi sia²⁰.

A supporto della propria tesi l'ACF adombra pure la certezza del diritto²¹. Non pare, però, che la comprensibile esigenza di fissare una data certa (dieci anni dall'ordine) oltre la quale le azioni risarcitorie restano paralizzate dall'eccezione di prescrizione, sia sufficiente a supportare una tesi giuridicamente difficile da sostenere.

Tale tesi si pone, per di più, in frontale contrasto con il diritto vivente: il quale, forse con eccessiva enfasi, in tema di prescrizione restituisce un quadro di particolare attenzione alla tutela effettiva del danneggiato. La giurisprudenza ha infatti sempre più spostato in avanti il *dies a quo* delle azioni di danno e tanto è avvenuto non solo per i pregiudizi lungolattenti²², ma anche per azioni di danno nelle quali l'*exordium praescriptionis* è nettamente individuato dal legislatore: si pensi, per tutti, al termine per esercitare l'azione di responsabilità nei confronti di amministratori e sindaci di s.p.a. (art. 2393, comma 4, c.c., richiamato, in quanto compatibile, dall'art. 2407 c.c.): formulato in modo così perentorio da aver indotto parte della dottrina a qualificarlo decadenziale²³ e tuttavia interpretato dalla Cassazione nel senso che la

²⁰ E sembra in effetti che anche l'Arbitro abbia percepito l'eccessivo rigore della tesi tradizionalmente propugnata. Proprio la decisione ACF 24 maggio 2021, n. 3794, cit., dopo aver tributato ossequio ai propri precedenti, evoca, quale considerazione ulteriore per respingere la domanda risarcitoria dell'investitore, la violazione della buona fede (sotto forma di abuso del diritto) e la *Verwirkung*.

²¹ v. già ACF 18 gennaio 2018, n. 200, secondo cui “*pur tra i vari momenti astrattamente configurabili e a cui ricondurre la decorrenza del termine prescrizione*” il momento “*che appare maggiormente idoneo a preservare e garantire il superiore principio di certezza dei rapporti giuridici, senza in alcun modo ostacolare l'esercizio dei propri diritti da parte degli investitori*” è quello “*genetico, cioè a dire a quello di conferimento e successiva esecuzione dell'ordine; momento nel quale si ritiene, dunque, si verifichi la lesione a danno dell'investitore, non potendo l'eventuale non consapevolezza della stessa da parte dell'investitore medesimo qualificarsi come impeditiva ai fini della promozione dell'azione*”.

²² A partire dalla notissima Cass., Sez. Un., 11 gennaio 2008, n. 576, in banca dati *Dejure*.

²³ L. PANZANI, *L'azione di responsabilità e il coinvolgimento del gruppo di imprese dopo la riforma*, in *Contratti*, 2002, 1480; A. DI AMATO, *Le azioni di responsabilità nella nuova disciplina delle società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 287; G.E. COLOMBO, *Amministrazione e controllo*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, Milano, 2004, 184; anche chi, come L. CALVOSA, *La prescrizione dell'azione sociale di*

prescrizione inizi a correre non dal giorno di cessazione dalla carica, ma dal giorno in cui la società ha percepito il danno causato dall'inadempimento degli obblighi gestori o di controllo²⁴. E si tratta di una giurisprudenza che, di recente, ha ricevuto pure l'autorevole avallo della Corte costituzionale²⁵.

La tesi rigorista crea dunque un'evidente sacca di privilegio per gli intermediari finanziari (cioè, di fatto, per le banche), poiché ne reputa l'esigenza a non restare troppo a lungo esposte ad azioni risarcitorie degna di miglior tutela di quella di qualsiasi altro soggetto dell'ordinamento (Ministero della Salute, strutture ospedaliere pubbliche e private, amministratori e sindaci di s.p.a.), senza tuttavia motivare perché, solo per esse, dovrebbero valere regole operazionali diverse da quelle che regolano le azioni di danni (anche contrattuali) spiegate verso altri soggetti.

4. *Qual è il momento rilevante ex art. 2935 c.c. per agire in risarcimento?*

Le precedenti considerazioni dovrebbero aver chiarito due punti, che possiamo assumere come fermi: a) per agire in risarcimento occorre un danno; b) il danno non è mai contestuale all'inadempimento dell'intermediario.

responsabilità nei confronti di amministratori e sindaci di società per azioni, in Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa, II, Torino, 2014, 938, opta per la natura prescrizione del termine, osserva però che la portata innovativa della disposizione riposa proprio sull'esigenza di determinare "una decorrenza certa del termine, al fine di evitare che gli organi sociali siano sostanzialmente esposti sine die al rischio di un'azione di responsabilità" (cors. nel testo).

²⁴ Cass. 4 dicembre 2015, n. 24715; Cass. 22 aprile 2009, n. 9619; Cass. 25 luglio 2008, n. 20476, tutte in banca dati *One Legale*.

²⁵ Corte cost. 1° luglio 2024, n. 115, in *Società*, 2024, p. 931 ss., secondo cui "Il legislatore non potrebbe, dunque, derogare a quanto stabilito dagli artt. 2935 e 2947 cod. civ., secondo l'interpretazione che ne ha dato il diritto vivente, nell'ambito di talune vicende risarcitorie, che hanno visto identificare il dies a quo, relativo al termine di prescrizione del diritto al risarcimento del danno, nel momento in cui questo si manifesta e diviene oggettivamente conoscibile".

La questione non si chiude però qui. Occorre infatti comprendere quando può essere fatto valere il diritto al risarcimento del danno, ovvero sia il giorno rilevante *ex art.* 2935 c.c.

Al riguardo soccorre l'art. 37, comma 3, lett. d), del Regolamento intermediari Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018²⁶, secondo cui i contratti diversi dalla consulenza personalizzata devono prevedere «*la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta*». Infatti, a meno di voler affermare che sia onere del cliente, giorno per giorno²⁷, verificare l'andamento dei titoli in cui ha investito, è ragionevole ritenere che il cliente ordinariamente diligente possa apprezzare l'eventuale inadempimento dell'intermediario soltanto dopo aver ricevuto la rendicontazione cui ha diritto.

Ma ciò non significa che il *dies a quo* dell'eventuale azione risarcitoria coincida con la comunicazione del rendiconto: considerato infatti che, come già ricordato, volatilità e oscillazioni di valore sono eventi fisiologici degli investimenti in strumenti finanziari, al cliente non basta esaminare il rendiconto periodico per accorgersi dell'eventuale inadempimento dell'intermediario. Gli occorre del tempo in più: cioè il tempo ordinariamente necessario per scoprire che l'intermediario ha effettuato un investimento incoerente con la sua classificazione e con la tipologia di rischio finanziario assunto; il tempo, cioè, necessario al cliente ordinariamente diligente per correlare le risultanze del rendiconto all'inadempimento dell'obbligazione dell'intermediario.

Ne deriva che *l'exordium praescriptionis* debba essere ulteriormente spostato in avanti. Al fine si danno due possibilità: (i) il *dies a quo* coincide con il giorno in cui il cliente, ricevuto il rendiconto, si accorge dell'inadempimento²⁸; (ii) oppure con il giorno in cui il cliente mette in

²⁶ Ma una disposizione analoga era contenuta anche nell'art. 37, comma 2, lett. d), del precedente Regolamento intermediari Consob (n. 20307 del 15 febbraio 2007).

²⁷ Anzi, minuto per minuto, considerato che gli strumenti finanziari cambiano valore più volte nel corso della giornata.

²⁸ Cass. 8 maggio 2006, n. 10493, in banca dati One legale: «Il termine di prescrizione del danno da *responsabilità professionale* inizia a decorrere non dal momento in cui la condotta del professionista determina l'evento dannoso, bensì da quello in cui la produzione del danno si manifesta all'esterno, divenendo oggettivamente percepibile e riconoscibile da chi ha interesse a farlo valere».

correlazione causale le risultanze del rendiconto con l'inadempimento dell'intermediario, secondo il già evocato approdo elaborato dalle sezioni unite in materia di danni lungolatenti²⁹. La seconda soluzione sembra da privilegiare poiché esibisce il pregio di non alimentare una frattura nel diritto vivente dell'*exordium praescriptionis* delle azioni di danno ed è stata molto di recente accolta dalla Cassazione, con una pronuncia che ha affrontato *funditus* la questione e che, dopo un'ampia disamina dei vari precedenti, non solo in materia di intermediazione finanziaria, ha confermato la tesi del "dies a quo mobile", la cui *ratio* riposa sull'esigenza «di evitare che il termine di prescrizione inizi a decorrere in assenza della manifestazione - da valutarsi alla stregua di circostanze oggettive e della normale diligenza che si richiede ad un investitore per l'intera durata del proprio investimento - di un danno ingiusto»³⁰, per chiarire, in termini ultimativi, che «l'investitore si può accorgere dell'inadempimento informativo dell'intermediario solo dal momento in cui, alternativamente o congiuntamente: a) entra in possesso di tutte le informazioni e, quindi, può rendersi conto della carenza di quelle omesse dall'intermediario; b) emerge il danno-perdita, nel senso che quest'ultimo diviene oggettivamente percepibile dal danneggiato secondo la diligenza esigibile all'uomo medio ed il livello di conoscenze scientifiche proprie di un determinato contesto storico, posto che proprio da tale oggettiva percepibilità scaturisce il necessario presupposto logico dell'azione risarcitoria (che si aggiunge all'evento da cui deriva l'illecito contrattuale), vale a dire l'indispensabile interesse ad agire da parte del danneggiato»³¹.

5. *Tertium datur. Una proposta di soluzione*

L'oggettiva percepibilità del danno da parte del danneggiato - secondo la diligenza esigibile all'uomo medio ed il livello di conoscenze scientifiche proprie di un determinato contesto storico - merita una riflessione ulteriore, non sviluppata dalla giurisprudenza

²⁹ V. *supra*, nota 22.

³⁰ Cass. 12 dicembre 2024, n. 32226, cit., in motivazione, § 2.9.8., sia pur impropriamente adoperando, in un contesto di dichiarata natura contrattuale della responsabilità dell'intermediario, un linguaggio aquiliano nella misura in cui evoca testualmente il sintagma "danno ingiusto".

³¹ Cass. 12 dicembre 2024, n. 32226, cit., in motivazione, § 2.9.10.

anche recente e che, probabilmente, può avviare il complesso tema oggetto di questo contributo a un equilibrato approdo, che, assicurando il giusto grado di protezione all'investitore, non lo metta però in condizione di «*fruire di uno strumento di fatto perpetuo per sterilizzare ogni investimento rivelatosi a distanza di anni di esito negativo*»³².

Si faccia l'esempio di un'operazione speculativa inadeguata rispetto al profilo di rischio conservativo e prudente del cliente. Qui non c'è dubbio che l'intermediario sia stato inadempiente. Tuttavia, proprio la natura speculativa dell'operazione potrebbe aver prodotto guadagni nell'immediato: in questa situazione, evidentemente, c'è inadempimento ma, non essendoci una perdita patrimoniale, non può esserci danno.

Normalmente, se non c'è una perdita patrimoniale è difficile che il cliente sia in condizioni di percepire l'inadempimento; né è possibile affermare, considerato che le oscillazioni di valore sono connaturate agli investimenti finanziari, che ogni perdita sia di per sé spia di un inadempimento dell'intermediario. Occorre che essa sia tale da far risuonare un campanello di allarme nel cliente, inducendolo a verificare se l'intermediario abbia investito i suoi risparmi in modo coerente col suo profilo di rischio.

Tuttavia, per un cliente dal profilo di rischio prudente, un campanello d'allarme potrebbe risuonare anche in presenza di forti guadagni immediati, i quali rappresentano la spia di un investimento inadeguato. In tali evenienze, il cliente prudente, acquisita la consapevolezza dell'inadempimento dell'intermediario – il quale ha effettuato investimenti speculativi (o eccessivamente concentrati, o in conflitto di interessi – può già agire in risoluzione anche se non c'è ancora un danno: si è infatti visto che, per giurisprudenza costante, le due azioni sono reciprocamente autonome³³.

Questo rilievo consente di avviare il problema oggetto di queste riflessioni verso una soluzione mediana, che tenga in equilibrio da un lato l'esigenza degli intermediari di non restare troppo a lungo alla mercé degli investitori maliziosi e, d'altro lato, l'esigenza degli investitori non maliziosi a non ancorare l'*exordium praescriptionis* a un

³² Cass. 12 dicembre 2024, n. 32226, cit., in motivazione, § 2.8.8.

³³ *Supra*, nota 15.

giorno in cui non avevano elementi per percepire oggettivamente l'inadempimento dell'intermediario.

L'impressione, in altri termini, è che le due tesi in campo pecchino entrambe per eccesso e per difetto: la tesi rigorista perché, facendo coincidere inadempimento e danno, colloca l'*exordium praescriptionis* in un giorno nel quale, quasi per definizione, l'investitore non ha ancora conoscenza dell'inadempimento e in cui magari neppure si è manifestato un danno; la tesi garantista – sia pur con i recenti *caveat* della Cassazione – perché, individuando nel danno il *dies a quo* del termine prescrizione, consente all'investitore di attendere la perdita definitiva prima di risolversi ad agire, nei dieci anni successivi, in giudizio per il risarcimento³⁴.

Se l'inadempimento dell'intermediario ha prodotto perdite, il *dies a quo* per agire in risarcimento andrà individuato nel giorno in cui, registrata una perdita incompatibile con la normale fluttuazione di valore degli strumenti finanziari, il cliente ordinariamente diligente è in grado di percepire l'inadempimento dell'intermediario (che in senso logico, e di regola anche cronologico, è sempre precedente).

Ma la spia dell'inadempimento può essere data anche da guadagni incoerenti col profilo di rischio – anch'essi oggettivamente percepibili con l'ordinaria diligenza: per esemplificare, il cliente dai profili di rischio prudente, accortosi dall'esame dei rendiconti che i titoli negoziati nel suo interesse dall'intermediario stanno generando rendimenti in doppia cifra, è già in condizione di percepire un campanello d'allarme, poiché titoli con rendimenti così alti (e magari con alta volatilità) non sono certamente investimenti prudenti.

Dal momento in cui si rende conto che i suoi risparmi sono stati investiti in strumenti finanziari incoerenti col suo profilo di rischio, è in condizione di risolvere il contratto per inadempimento. Potendo agire in risoluzione, è anche in condizioni di impedire la futura produzione di danni, con la conseguenza che, in tal caso, troverà spazio l'art. 1227 c.c., il quale limita (1° comma) o esclude (2° comma) il risarcimento per i danni che il cliente avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza.

³⁴ *Contra* D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, cit., p. 412, secondo cui i clienti che, prima di agire in risarcimento, attendono la cristallizzazione definitiva del danno non sono “*inerti, ma accorti, pazienti, razionali*”.

Una tale soluzione, assai più coerente con il sistema della responsabilità contrattuale di quella che fa coincidere inadempimento e danno, consente di superare le ricordate perplessità dell'ACF e di chi, giustamente, condivide il timore che il cliente attenda prima “di vedere come va a finire” per poi, eventualmente, agire in risarcimento a distanza di lunghissimi anni dall'ordine.