

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI  
FEDERICO II**



**DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA**

**Dottorato di ricerca in  
DIRITTO DELLE PERSONE, DELLE IMPRESE  
E DEI MERCATI**

**XXXIV CICLO**

**“LA NULLITÀ CONTRATTUALE NELLA  
PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO”**

**Tutor**

**Ch.mo prof. Giuseppe Guizzi**

**Dottoranda**

**Dott.ssa Benedetta De Paola**

## INDICE

|                   |   |
|-------------------|---|
| Introduzione..... | 1 |
|-------------------|---|

### CAPITOLO I

#### LA NULLITÀ NELLA DISCIPLINA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: IL QUADRO ATTUALE

|                                                                                                                                                |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Caratteri generali e finalità della disciplina .....                                                                                        | 3  |
| 1.1. <i>Le caratteristiche del mercato finanziario e l'asimmetria informativa</i> ....                                                         | 3  |
| 1.2. <i>L'architettura del sistema normativo e il ruolo della nullità</i> .....                                                                | 6  |
| 2. La forma dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento.....                                                           | 9  |
| 2.1. <i>Dal formalismo al neoformalismo: da una prospettiva strutturale all'analisi funzionale</i> .....                                       | 9  |
| 2.2. <i>La "forma informativa" nei contratti di investimento</i> .....                                                                         | 11 |
| 2.3. <i>L'ambito di operatività della prescrizione formale ex art. 23 t.u.f.</i> .....                                                         | 13 |
| 2.4. <i>Nullità di protezione e rilevanza d'ufficio</i> .....                                                                                  |    |
| 3. Le regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento.....                                                                    | 31 |
| 3.1. <i>L'art. 21 t.u.f. e i criteri generali di comportamento in rapporto alle categorie civilistiche e alla normativa di dettaglio</i> ..... | 31 |
| 3.2. <i>Gli obblighi di informazione e la graduazione delle tutele in relazione alla classificazione dei clienti</i> .....                     | 35 |
| 3.3. <i>Tra adeguatezza e appropriatezza</i> .....                                                                                             | 41 |
| 4. Le conseguenze della violazione degli obblighi di comportamento.....                                                                        | 52 |

|      |                                                                                                                     |    |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 4.1. | <i>La dottrina e la giurisprudenza sul “risparmio tradito”: tra nullità virtuale e risarcimento del danno .....</i> | 52 |
| 4.2. | <i>L'intervento delle Sezioni Unite .....</i>                                                                       | 56 |
| 4.3. | <i>Orientamenti critici .....</i>                                                                                   | 59 |

## CAPITOLO II

### PROBLEMI APPLICATIVI DELLA NULLITÀ EX ART. 23 T.U.F.: SCENARI GIURISPRUDENZIALI, SOLUZIONI E CRITICHE

•

|      |                                                                                                            |     |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 1.   | Il problema del contratto sottoscritto dal solo investitore.....                                           | 62  |
| 1.1. | <i>Premesse.....</i>                                                                                       | 62  |
| 1.2. | <i>Le principali teorie.....</i>                                                                           | 64  |
| 1.3. | <i>La prospettiva funzionale e le Sezioni Unite.....</i>                                                   | 72  |
| 1.4. | <i>Formalismo e nullità selettiva: una correlazione da sciogliere.....</i>                                 | 81  |
| 2.   | L'uso distorto del formalismo e l'esercizio selettivo della nullità .....                                  | 84  |
| 2.1. | <i>I termini del contrasto dottrinale e giurisprudenziale.....</i>                                         | 84  |
| 2.2. | <i>La soluzione delle Sezioni Unite: considerazioni critiche.....</i>                                      | 95  |
| 2.3. | <i>La qualificazione del contratto di investimento e delle singole operazioni: lo schema gestorio.....</i> | 99  |
| 2.4. | <i>Una lettura alternativa: le conseguenze dell'attività compiuta per conto altrui.....</i>                | 103 |

## CAPITOLO III

### OBBLIGHI INFORMATIVI, REGOLA DI ADEGUATEZZA E *PRODUCT GOVERNANCE*: QUALE SPAZIO PER ULTERIORI IPOTESI DI NULLITÀ

|                                                                                                              |         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|
| 1. Prospettive di tutela .....                                                                               | 111     |
| 1.1. <i>I limiti della disclosure</i> .....                                                                  | 111     |
| 1.2. <i>La valorizzazione dell'aspetto fiduciario e gli obblighi di informazione post-contrattuali</i> ..... | 116     |
| 2. Soluzioni alternative.....                                                                                | 126     |
| 2.1. <i>Contratto inadeguato</i> .....                                                                       | 126     |
| 2.2. <i>Violazione degli obblighi di informazione e vizi del consenso</i> .....                              | 139     |
| 2.3. <i>La product governance nella Mifid 2</i> .....                                                        | 144     |
| <br>Bibliografia .....                                                                                       | <br>151 |

## INTRODUZIONE

Il tema della nullità, già di per sé suscettibile di essere riguardato sotto numerosi punti di vista, nell'ambito del mercato finanziario e dei rapporti contrattuali tra intermediari e investitori, risente di tutta la complessità del detto contesto, data dalla natura dei prodotti scambiati, dei soggetti che vi operano, della ricerca di un tasso di efficienza e di concorrenzialità che muta tra concezione liberista neoclassica e solidale dello stesso.

La disciplina delle operazioni di investimento risulta particolarmente complessa a causa di una serie di fattori intrinseci al fenomeno regolato, quindi relativi al mercato finanziario e ai prodotti ivi scambiati, nonché di fattori ricollegabili alla tecnica normativa utilizzata, a livello sovrastatale e statale, e alle finalità specificamente perseguite dal legislatore.

La disciplina di diritto comune non è sufficiente, infatti, al raggiungimento dei due principali obiettivi che caratterizzano l'intento del regolatore, ovvero la tutela degli investitori e dell'efficienza e della stabilità del mercato nel suo complesso.

Al di là del profilo di regolamentazione pubblicistica del settore, infatti, lo spazio destinato della tutela degli investitori viene riempito ormai da tempo, oltre che da regole di condotta deputate ad ottenere un grado di correttezza e diligenza specifico da parte degli intermediari, anche dalla prescrizione di forma scritta per i contratti di investimento, quale espressione della ventata di neoformalismo contrattuale che da più di un ventennio soffia anche sul nostro ordinamento interno.

Il presente lavoro, tuttavia, si propone di indagare il fenomeno della nullità nel settore degli investimenti non solo sotto il profilo formale, ma anche sotto un profilo della conseguenza della violazione delle regole di condotta. Se infatti è comunemente affermato che la prescrizione di forma scritta dettata per il contratto di investimento è a sua volta una regola di condotta degli intermediari che va ad aggiungersi a ed a completare le altre norme di comportamento

(consistenti in criteri generali – standards- e in regole specifiche -rules-), si può indagare anche nella direzione inversa, ovvero chiedersi se davvero le regole di condotta, dal contenuto altamente dettagliato e oggi ulteriormente restrittive rispetto a determinati prodotti e operazione a seguito del recepimento di Mifid 2, non possano portare a conseguenze invalidatorie.

Alla luce delle critiche mosse al paradigma della

La presente indagine quindi, partendo da e mirando all'analisi della fattispecie di nullità nel settore in questione, non potrà non considerare anche in via sostanziale le regole che sono dettate per la prestazione dei servizi di investimento, evidenziandone *ratio* e interessi protetti, nonché ricercandone l'effettiva natura al fine di proporre, riprendendo un filone interpretativo, parzialmente abbandonato dopo le pronunce della Cassazione a Sezioni Unite del 2007, che vede nella nullità la possibile e forse più equa conseguenza della violazione di quelle regole.

## CAPITOLO I

### LA NULLITÀ NELLA DISCIPLINA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: IL QUADRO ATTUALE

SOMMARIO: 1. Caratteri generali e finalità della disciplina - 1.1. Le caratteristiche del mercato finanziario e l'asimmetria informativa - 1.2. L'architettura del sistema normativo –

3. La forma dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento - 3.1. Dal formalismo al *neoformalismo*: da una prospettiva strutturale all'analisi funzionale - 3.2. La “forma informativa” nei contratti di investimento - 3.3. L'ambito di operatività della prescrizione formale ex art. 23 t.u.f.

2. L'azione di nullità per difetto di forma - 2.1. Le nullità di protezione: inquadramento e regime - 2.2. La rilevabilità d'ufficio delle nullità di protezione

#### 1. Caratteri generali e finalità della disciplina

##### 1.1. *Le caratteristiche del mercato finanziario e l'asimmetria informativa*

Il mercato finanziario si caratterizza per una intrinseca situazione di asimmetria informativa<sup>1</sup>, per cui una delle parti ovvero l'investitore non possiede o difficilmente riesce ad entrare in possesso delle informazioni rilevanti per le decisioni

---

<sup>1</sup> Per il problema dell'asimmetria informativa nella nostra letteratura v. tra gli altri A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina Mifid*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e*

in materia di investimento, condizione di debolezza che viene acuita dall'elevato tecnicismo della materia. Come premessa per l'applicazione di un complesso di norme speciali al mercato finanziario vengono, dunque, in immediata evidenza le peculiarità dei prodotti in esso scambiati<sup>2</sup> e delle attività che li riguardano. Essi consistono infatti generalmente in un contratto, valore già di per sé meno conoscibile di qualsiasi altra *res*, e il loro valore dipende essenzialmente da fattori esogeni che esulano dal controllo dell'investitore, quali l'attività del soggetto emittente nonché l'andamento generale dei mercati.

In conseguenza di siffatti connotati si determina per l'investitore un'inevitabile condizione di debolezza, nel quale egli è relegato dall'opacità dei prodotti finanziari<sup>3</sup>, e quindi dalla difficoltà di disporre delle necessarie informazioni sulle differenti opzioni di investimento che gli si prospettano e sui prodotti che di esse costituiscono l'oggetto, nonché dall'elevato grado di tecnicismo di tali informazioni. Questa condizione di debolezza giustifica una disciplina di *disclosure*, tradizionale risposta del sistema a una tale situazione di asimmetria informativa e ai conseguenti *market failures*.

---

*regole di comportamento degli intermediari* a cura di A. Perrone, Milano, 2008, 1; CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario* a cura di E. Gabrielli-R. Lener, 2010, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno - E. Gabrielli, 2011, Torino, 214; D. MAFFEIS, *La natura e la struttura del contratto di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 17, precisa come l'asimmetria informativa intercorre non tra investitore e intermediario, ma tra investitore e mercato. È naturale, continua l'A., traslare tale asimmetria nel rapporto tra investitore e intermediario, essendo quest'ultimo il soggetto che può porvi rimedio; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, 281 ss., in *I contratti del mercato finanziario*, cit., sottolinea come "l'impossibilità per l'investitore non professionale di acquisire le informazioni necessarie e la sua incapacità, anche ove ciò accadesse, di decifrare e di comprenderle, lo pongono in una condizione di subordinazione rispetto all'intermediario".

<sup>2</sup> Per la non nettissima differenza tra prodotti e strumenti finanziari si veda R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016, per il quale gli strumenti finanziari, oggetto dei servizi di investimento e delimitanti i confini di detta categoria di attività, costituiscono una *species* del più ampio *genus* dei prodotti finanziari. Un approccio differente, che tiene conto di un diverso angolo di visuale, è quello seguito da G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, voce dell'*Enc. dir.*, Aggiornamento, V, Milano, 2001, per il quale l'inquadramento delle due nozioni di strumento e prodotto finanziario va effettuato anche in una prospettiva *normativa*, tenendo cioè conto della fattispecie che le relative discipline sono destinate a regolare, in questo senso allora rappresentando il prodotto finanziario il referente della disciplina dell'appello al pubblico risparmio e dell'offerta pubblica di acquisto, lo strumento finanziario quello della disciplina della prestazione dei servizi di investimento.

<sup>3</sup> Emblematica ai fini dell'illustrazione della condizione di asimmetria informativa che caratterizza lo status dell'investitore è l'opera di G. AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, LXXXIV, 488.



La disciplina di diritto comune non è, infatti, idonea, da sola, a disciplinare le transazioni che hanno luogo nel mercato finanziario, imponendosi una regolamentazione più pervasiva, nonché finalisticamente orientata, del fenomeno. In particolare, si ritrova, nel complessivo impianto normativo che ci si accinge a considerare, una costante convivenza tra i due obiettivi, tra loro intrecciati, della tutela dell'investitore e della salvaguarda dell'efficienza e della stabilità del mercato finanziario<sup>4</sup>. La disciplina dell'informazione nel mercato finanziario gioca quindi un ruolo decisivo in entrambe le direzioni, per la correzione delle inefficienze che conseguirebbero all'asimmetria informativa. Essa è stata da sempre il perno principale attorno al quale ruota il sistema di tutela, al fine di rendere l'individuo in grado di formulare scelte consapevoli in relazione alle singole operazioni di investimento.

L'opacità del mercato finanziario non si riflette tuttavia solo nella situazione di asimmetria informativa e quindi nella difficoltà dell'investitore di entrare in possesso dei dati rilevanti per le proprie scelte di investimento, ma anche nel rischio che i soggetti professionalmente operanti nel settore pongano in essere comportamenti opportunistici, che ben lungi dal realizzare l'interesse degli investitori, vadano piuttosto a loro mero vantaggio. Di qui la previsione, accanto a penetranti obblighi informativi a carico degli intermediari e dei soggetti emittenti, di altrettanto precisi obblighi di condotta, volti ad assicurare che sia realizzato al meglio l'interesse dei clienti.

---

<sup>4</sup> Tale duplice finalità è chiaramente sancita dall'art. 21, comma 1, lett. a) t.u.f. laddove prevede che gli intermediari devono "comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e l'integrità dei mercati". Una tale endiadi non era prevista nell'originaria disciplina dell'intermediazione finanziaria introdotta con la legge n. 1 del 2 gennaio 1991, mentre era stata già introdotta, in attuazione della direttiva di armonizzazione dei mercati finanziari cd. ISD (dir. 93/22/CE) dal decreto Eurosim, decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415.

Si tratta di finalità tra loro correlate, in quanto da un lato la tutela dei singoli investitori o comunque di singole categorie di investitori, mediante la previsione di regole di comportamento a carico degli intermediari, è funzionale alla salvaguardia dell'efficienza del mercato, dall'altro lato la stessa stabilità del mercato finanziario è condizione imprescindibile per l'effettività della tutela delle aspettative dei singoli individui che in esso operano, apportando ricchezza in surplus. Per queste considerazioni v. ad esempio P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario* cit., 255; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 153.

## 1.2. *L'architettura del sistema normativo e il ruolo della nullità*

L'impianto sistematico della disciplina della prestazione dei servizi di investimento risulta improntato a una notevole delegificazione, a livello europeo e nazionale, necessaria a permettere un agevole adeguamento della regolamentazione alla rapida evoluzione dei mercati. Ormai da oltre un decennio è in vigore la normativa dettata dalle direttive Mifid, di primo e secondo livello<sup>5</sup>, che hanno sancito un'armonizzazione massima della disciplina dei mercati finanziari nazionali, nell'intento di realizzare un mercato finanziario unico e integrato<sup>6</sup>. Il quadro normativo nazionale è però mutato nuovamente a seguito dell'attuazione della direttiva Mifid 2 e del regolamento Mifir<sup>7</sup>. La disciplina, in particolare, dell'informazione nella prestazione dei servizi di investimento, e più in generale delle regole di condotta che gli intermediari devono osservare nell'esercizio di tale attività, è racchiusa in un doppio livello di disposizioni. A un primo livello si collocano le disposizioni che dettano criteri generali cui deve essere informata l'attività, nonché relativi a singoli servizi; tali criteri sono quindi ulteriormente specificati a livello regolamentare, nel Regolamento Intermediari<sup>8</sup>. Il coordinamento tra i due piani normativi in realtà non sempre è agevole, non potendosi escludere alcune incongruenze e ambiguità ed essendo in gioco il più generale tema del rapporto tra *standards* e *rules*.

---

<sup>5</sup> Sono la direttiva Mifid (*Markets in Financial Instruments Directive*) di primo livello, 2004/39/CE, e quella di secondo livello, 2006/73/CE.

<sup>6</sup> Un mercato integrato è condizione necessaria per assicurare “il buon funzionamento dell'economia europea nel suo insieme” nonché, in particolare, “il passaggio ad un'economia fondata sulla conoscenza”. Così si legge nella comunicazione della Commissione, “Applicazione delle norme di comportamento di cui all'art. 11 della direttiva relativa ai servizi di investimento (93/22/CE)”, COM (2000) 722 del 14 novembre 2000.

<sup>7</sup> Trattasi della direttiva 2014/65/UE, modificata dalla direttiva 2016/1034, e del regolamento n. 600/2014, modificato dal regolamento 2016/1033.

<sup>8</sup> Fino a poco fa, il Regolamento Consob adottato con delibera del 29 ottobre 2007, n. 16190, sostituito dal Regolamento Intermediari adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018, in attuazione delle modifiche introdotte con la Direttiva Mifid 2 e con il Regolamento Ue Mifir.

La tutela dell'investitore passa non solo attraverso la previsione di una serie di norme comportamentali, dal contenuto più generale o dettagliato, gravanti sugli intermediari, e per la prescrizione di forma scritta dettata per il contratto di investimento, ma si attua in concreto e in relazione allo specifico caso mediante la predisposizione di rimedi da parte dell'ordinamento per il caso di violazione di tali obblighi. L'analisi di tali rimedi, quindi, risulta essenziale per completare il quadro della disciplina posta a tutela dell'investitore, spostando l'attenzione dal piano sostanziale a quello processuale-rimediare<sup>9</sup>.

L'attività interpretativa e applicativa della giurisprudenza assume allora un ruolo centrale nel funzionamento e nell'orientamento del sistema, dovendo in ultima analisi essere demandato ai giudici il compito di concretizzare le previsioni del legislatore e delle autorità regolamentari, sussistendo sempre, nonostante la dettagliata specificazione dei canoni generali, un margine di discrezionalità per l'autorità giudiziaria nell'opera di attuazione di tali canoni, anche al di là degli obblighi specifici di comportamento. Ovvero, se anche si ammette che la specificazione dei doveri gravanti sugli intermediari risponde tra l'altro alla finalità di limitare l'attività interpretativa del giudice, la discrezionalità di quest'ultimo non può comunque mai risultare del tutto compressa, dovendo sussistere un margine di operatività *ex post* per l'autorità giudiziaria, al fine di rendere la tutela che il legislatore ha inteso realizzare effettiva.

Relativamente alla forma scritta prevista per il contratto di investimento è il legislatore a indicarci il rimedio che assiste la mancata osservanza da parte dell'intermediario di una tale prescrizione, ovvero una nullità relativa, la quale può essere fatta valere dal solo soggetto nell'interesse del quale l'onere formale è posto. Nonostante l'univocità del dato normativo, sono ugualmente sorte importanti questioni di natura interpretativa, relative in primo luogo al caso del cd. contratto monofirma, ovvero recante la sottoscrizione di una sola delle parti e, segnatamente, quella del cliente, nonché alla questione dell'uso selettivo della

---

<sup>9</sup> Cfr. F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 11.

nullità, consistente nell'impugnazione, da parte dell'investitore, dei soli ordini rivelatisi infruttuosi, mirando per converso a lasciare in piedi, pur nell'ambito di una declaratoria di nullità dell'intero contratto-quadro, le altre operazioni andate a buon fine. Come si vedrà, nel tentativo di fornire una risposta a tali problematiche, assume un ruolo centrale la prospettiva teleologica, ovvero la considerazione delle finalità che il legislatore ha avuto di mira nel dettare le prescrizioni che hanno dato vita ai sopra illustrati dubbi. Così è in particolare per la questione della validità del contratto sottoscritto dal solo investitore, ma anche delle conseguenze dell'invalidità del contratto-quadro sui singoli ordini e del problema della nullità selettiva; così come una prospettiva finalistica, e la considerazione dell'interesse sotteso alla previsione normativa, era la base su cui era stata data una nuova risposta alla più generale questione del possibile rilievo officioso delle nullità di protezione.

Lo sforzo compiuto dal legislatore al fine di stabilire le possibili conseguenze delle violazioni della disciplina sostanziale compiute dagli intermediari si è tuttavia esaurito qui, essendo la nullità di protezione prevista per il caso di mancata conclusione in forma scritta del contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento l'unico rimedio da questi espressamente sancito.

Il panorama cambia infatti per il caso in cui a essere violate siano le regole di condotta in senso stretto<sup>10</sup>, non dettando in relazione a tale evenienza il legislatore alcuno specifico rimedio. D'altro canto, la disciplina in questione è ormai interamente di derivazione europea, a seguito dell'armonizzazione massima realizzata con la Mifid o ora con la Mifid 2, e nel diritto europeo vi è notoriamente la tendenza a, per il caso di violazione delle regole da esso dettate, lasciare una maggiore libertà agli Stati membri nella previsione dei rimedi<sup>11</sup>. Il nostro legislatore non ha però approfittato di una tale libertà, lasciando pertanto

---

<sup>10</sup> Quindi non attinenti alla validità del regolamento negoziale, ma al comportamento degli intermediari.

<sup>11</sup> Cfr. R. ALESSI, "Nullità di protezione" e poteri del giudice tra corte di giustizia e Sezioni Unite della Corte di Cassazione, in *Eur. e dir. priv.*, 2014, 1141.

aperte le porte all'opera dell'interprete, chiamato in causa per ricollegare alle suddette violazioni precise conseguenze.

## *2. La forma dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento*

### *2.1. Dal formalismo al neoformalismo: da una prospettiva strutturale all'analisi funzionale*

Accanto alle previsioni di cui all'art. 21 t.u.f., specificate ampiamente come si vedrà in sede regolamentare, si colloca l'art. 23 t.u.f., il quale prevede che i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori, siano redatti per iscritto, che un esemplare sia consegnato ai clienti, nonché che in caso di mancata osservanza di tale requisito, il contratto sia da considerarsi nullo, con previsioni dunque, che si inquadrano nell'ambito del fenomeno del neoformalismo contrattuale. La prescrizione di forma in questione, infatti, si inserisce in un filone che ha caratterizzato la legislazione soprattutto di settore e in particolare degli ultimi decenni, consistente nella proliferazione di oneri formali<sup>12</sup>.

Per “forma” tradizionalmente si intendono due aspetti. In prima analisi, si pone il significato di esternalizzazione della volontà negoziale, di sua manifestazione, non qualificando il contratto qualsiasi modalità espressiva ma solo quella manifestazione che abbia “attitudine semantica e normativa”<sup>13</sup>. In tal senso intesa la forma è condizione necessaria ma anche sufficiente di rilevanza

---

<sup>12</sup> Oltre alle disposizioni che qui interessano, relative al contratto di intermediazione finanziaria, ne sono esempi le previsioni di vincoli formali relative ai contratti bancari e di credito al consumo, di cui agli artt. 117 e 125-bis d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385; i contratti di locazione di immobili urbani adibiti ad uso abitativo, di cui all'art. 1 l. 9 dicembre 1998, n. 431; i contratti di multiproprietà, di cui all'art. 72 d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206; i contratti di vendita di pacchetti turistici, di cui all'art. 35 dell'allegato I d.lgs. 23 maggio 2011, n. 79.

<sup>13</sup> Ossia che sia “veicolo di significati riconoscibili da una collettività organizzata” e che possieda rilevanza giuridica in ragione di fattori eteronomi, cioè riconosciuta e controllata da fonti esterne. Così U. BRECCIA, *La forma*, in Trattato Roppo, I, *Formazione*, a cura di Granelli, Milano, 2006, 466.

dell'accordo, e deve essere puntualmente distinta da una configurazione vincolata delle modalità di conclusione dello stesso<sup>14</sup>. La funzione tradizionale di forma quale *vestmentum* è storicamente quella di permettere una maggiore ponderazione dell'atto da parte dei contraenti, generalmente posti su un piano di parità, oltre a quella di conferire certezza al regolamento di interessi posto in essere, anche a vantaggio di soggetti terzi, laddove la previsione di forma scritta si accompagna a disposizioni relative a forme di pubblicità dell'atto.

Dal requisito di forma vincolata così inteso si distaccano però le prescrizioni di forma di più recente previsione legislativa, e caratterizzanti le discipline di settore, in quanto caratterizzate da una eterogeneità delle funzioni, nonché da una forte discontinuità con il formalismo tradizionale, portando a parlare di un fenomeno di “neoformalismo”<sup>15</sup>. È sul piano funzionale che vanno indagate le peculiarità delle nuove previsioni di forma, in questo senso distaccandosi dal formalismo tradizionale. Alla base di tale soluzione di continuità vi è una diversa configurazione dei rapporti iniziali tra le parti del contratto: se nelle intenzioni del legislatore del codice civile esse erano poste su un piano di parità, dotate cioè della stessa forza di contrattazione e in possesso del medesimo livello di informazioni circa le caratteristiche della controparte, l'oggetto del contratto e le effettive modalità di svolgimento del rapporto<sup>16</sup>, alla base invece delle previsioni di forma scritta volute dalle più recenti legislazioni di settore vi è una fondamentale condizione di disparità tra i contraenti, a livello di informazioni poste nella loro disponibilità e quindi di potere contrattuale, assolvendo essenzialmente allora le prescrizioni formali e la costante previsione di nullità relativa che le accompagna per il caso di loro violazione, una funzione di “protezione” del cd. contraente debole<sup>17</sup>. Il legislatore che ha imposto tali nuovi oneri formali,

---

<sup>14</sup> *Ibidem*, 474, nonché 480, ove l'A. sottolinea come seppur non possa parlarsi di “un'assoluta eterogeneità di paradigmi”, non può non ravvisarsi una “discontinuità qualitativa” tra la “forma-manifestazione” e le “singolari formalità vincolate”.

<sup>15</sup> Cfr. *ex multis* S. PAGLIANTINI, *Neoformalismo contrattuale*, in *Enc. dir.*, Ann. IV, Milano, 2011, 772.

<sup>16</sup> O comunque poste in grado di ottenere tali informazioni mediante un normale sforzo, alla luce dell'ordinaria diligenza richiesta dall'impianto codicistico.

<sup>17</sup> Per il rilievo di tale finalità protettiva v. S. PAGLIANTINI, *L'incerto incedere del formalismo di protezione tra usi e abusi*, in *Contr. e impr.*, 2013, 299; U. BRECCIA, *op. cit.*, 477, per cui il “nuovo settore

cioè, non ha come intento principale quello di promuovere una maggiore riflessione e ponderazione dell'atto da parte del singolo contraente, ma quello di fare del contratto uno strumento per riavvicinare le parti e rimediare allo squilibrio fra esse esistente.

Si rinviene quindi, nelle disposizioni settoriali che hanno comportato un ritorno a quel formalismo negoziale dal quale gli ordinamenti moderni sembravano essersi ormai allontanati, una finalità protettiva di classi di operatori giuridici ritenuti in condizioni di debolezza<sup>18</sup> rispetto all'altra parte assunta come "forte". È stato quindi necessario andare oltre una ricostruzione solo strutturale del requisito di forma, piuttosto rivelandosi imprescindibile il ricorso ad argomenti di natura funzionale<sup>19</sup>. Sono in particolare tali argomenti che, come si vedrà anche in seguito, assumono un ruolo essenziale a fini ermeneutici, per tentare di fornire una risposta ai principali interrogativi che le nuove prescrizioni di forma, e segnatamente quella di cui si tratta, pongono.

## 2.2. *La forma "informativa" nei contratti di investimento*

Nell'introdurre la disciplina dell'attività di prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari finanziari e quindi le regole di condotta che sugli stessi gravano, si è ampiamente fatto riferimento al problema principale, che una tale forma di regolamentazione mira a risolvere, ovvero quello dell'asimmetria informativa. La condizione in cui si trova cioè l'investitore, in

---

del formalismo" suole essere qualificato, nella scia della letteratura giuridica di lingua francese, in ragione delle specifiche finalità informative e protettive"; L. MODICA, *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al nuovo formalismo*, Milano, 2008.

<sup>18</sup> Cfr. R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente «Non qualificato» nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 7. L'A. in particolare evidenzia come, se in passato era dal diritto commerciale che era partito l'intento di abbandonare il formalismo tradizionale a favore di un principio di libertà delle forme, considerato essenziale per i traffici giuridici, è dallo stesso diritto commerciale che hanno preso le mosse le nuove prescrizioni di forma, poste a protezione di intere categorie di soggetti considerati "deboli", e come strumento idoneo a tutelare, mediante i valori dell'incontestabilità e univocità dei rapporti, quella rapidità dei traffici per la quale erano in precedenza state considerate invece un ostacolo.

<sup>19</sup> U. BRECCIA, *op. cit.*, 504, parla di un "radicale primato delle ricostruzioni funzionali sulle analisi strutturali".

primis ovviamente quello *retail*, giustifica una disciplina speciale volta a riequilibrare una tale situazione di squilibrio. Tale obiettivo, caratterizzante tutto lo statuto normativo speciale del mercato finanziario, non può non costituire il parametro di riferimento anche della disciplina del contratto di investimento. Alla tradizionale esigenza, di stampo generale, di rafforzamento della volontà e presa d'atto della gravità dell'impegno assunto, si sostituisce, come esigenza di stampo specifico e settoriale, quella di compensare lo squilibrio cognitivo tra investitori e intermediari. Si parla al proposito allora di "forma informativa", divenendo il contratto un vero e proprio "*veicolo di informazioni*", che per tale mezzo sono trasmesse e rese conoscibili dal soggetto professionalmente operante nel settore al contraente meno informato<sup>20</sup>.

Alla base della previsione di forma di cui all'art. 23 t.u.f. vi è cioè la stessa situazione di debolezza dell'investitore, e il conseguente rischio di comportamenti opportunistici dell'intermediario, che è alla base delle *conduct of business rules*. Al centro di tutto vi è ancora una volta l'informazione, valore essenziale per permettere all'investitore di assumere una decisione consapevole e, possibilmente, efficiente. La forma scritta imposta dall'art. 23 per il contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento obbedisce insomma a una finalità non diversa da quella cui rispondono gli obblighi informativi posti a carico degli intermediari, obblighi informativi che il legislatore sembra *sublimare nella forma*<sup>21</sup>, rientrando quindi essi, ~~potremmo dire per vie traverse,~~

---

<sup>20</sup> V. A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa*, 1993, I, 296, per cui la forma scritta costituisce "il miglior veicolo di informazione del contraente più debole"; I. DELLA VEDOVA, *La forma degli ordini di borsa*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 2, 20161, che pone in evidenza, da una prospettiva teleologica, come sia tale finalità informativa, in un "contesto di marcata asimmetria informativa tra le parti del rapporto e di determinazione legislativa a colmare questo *gap* cognitivo", ciò che effettivamente caratterizza i vincoli di forma predisposti dalle normative di protezione rispetto a quelli di imputazione tradizionale e codicistica. V. inoltre G. BERTI DE MARINIS, *Nullità relativa, protezione del cliente e interessi meritevoli di tutela*, in *Banca borsa*, III, 2016, 283, per cui il fenomeno del neoformalismo "si pone nel solco di una più ampia evoluzione del vincolo formale che (...) da strumento neutro ed equidistante fra i contraenti diventa mezzo sostanziale di tutela della parte debole del negozio".

<sup>21</sup> Cfr. R. LENER, *op. cit.*, p. 15.



nell'ambito di quelle regole di condotta<sup>22</sup> che costituiscono il momento essenziale della regolamentazione dei rapporti intercorrenti tra i soggetti che agiscono nel mercato mobiliare.

### 2.3. *L'ambito di operatività della prescrizione formale ex art. 23 t.u.f.*

La previsione di cui si discute si applica al contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento<sup>23</sup>, il quale deve essere redatto in forma scritta, e una copia del quale deve essere consegnata al cliente. Il vincolo di forma è assistito dalla sanzione di nullità per l'eventualità di una sua violazione, ma tale nullità, in coerenza con la finalità protettiva della norma, ha carattere relativo, potendo essere fatta valere dal solo soggetto nel cui interesse è prevista, e cioè dall'investitore. La previsione di un vincolo formale per i contratti conclusi tra intermediario e investitore deve essere considerata alla luce dell'effettiva natura del rapporto tra tali due soggetti, che realizza nella maggioranza dei casi una sequenza negoziale complessa. Le contrattazioni in materia di investimenti avvengono infatti generalmente su un doppio livello, per cui viene a monte stipulato un contratto disciplinante le effettive modalità di svolgimento del rapporto<sup>24</sup>, cui fanno poi seguito le singole operazioni di investimento poste in essere dall'intermediario sulla base di un ordine del cliente<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> Sostiene la ricomprensione della prescrizione di cui all'art. 23. t.u.f. tra le regole di condotta A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario* cit.

<sup>23</sup> Era in precedenza escluso da tale obbligo di forma scritta il servizio di consulenza in materia di investimenti, ma alla luce delle innovazioni apportate in attuazione della Mifid II, è stata prescritta anche per tale tipologia di servizio la forma scritta, dal nuovo art. 23 t.u.f., così come modificato dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129. In particolare, la forma scritta per il contratto di consulenza è prescritta per il caso in cui sia prevista una valutazione periodica dell'adeguatezza.

<sup>24</sup> Il cd. contratto-quadro o *master agreement*.

<sup>25</sup> V. tra gli altri V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2006, 896 ss.; I. DELLA VEDOVA, *Sulla forma degli ordini di borsa*, cit., che sottolinea come quelli tra intermediario e cliente siano generalmente rapporti di durata, nel corso dei quali, sulla base di un contratto "con il quale il cliente conferisce all'intermediario un incarico gestorio generale", può essere impartita dal cliente una pluralità di diversi ordini, i quali troveranno nel primo contratto fondamento causale; G. BERTI DE MARINIS, *La contrattazione bifasica nei contratti di investimento: fra vincoli imposti a tutela del cliente e rimedi invalidanti*, in *Resp. civ. e prev.*, 2013, 1344.

Anche se al proposito la disposizione di legge non è del tutto chiara, è fuori discussione che un contratto-quadro debba sussistere, al fine di operare la trasmissione delle informazioni necessarie perché il cliente eserciti una scelta di investimento consapevole. Dunque, nel momento in cui un investitore desideri porre in essere un investimento o disinvestimento, e scelga di avvalersi dell'assistenza di un soggetto abilitato, dovrà necessariamente e previamente concludere con lo stesso un contratto a monte che regoli le modalità di svolgimento del rapporto. A livello regolamentare sono infatti specificate analiticamente le informazioni che devono essere contenute dal contratto-quadro<sup>26</sup>, funzionali a rendere il cliente edotto delle principali caratteristiche non solo dell'operazione e degli strumenti interessati, ma anche delle caratteristiche del servizio fornito e di tutte le regole che disciplinano la relazione con l'intermediario. Al di là della contrattazione su due livelli, possono in realtà porsi alcuni casi in cui il binomio contratto quadro-ordini non sussista, non sia cioè stipulato un contratto-quadro e sia concluso direttamente un unico contratto relativo alla prestazione occasionale di un determinato servizio. Qualora un tale ordine, anche se non preceduto da un contratto che disciplini adeguatamente le modalità del rapporto, contenga però le indicazioni di cui all'art. 37 reg. intermediari, si

---

Esula da tale schema la gestione individuale di portafogli di investimento, nella quale, pur potendo eventualmente il cliente impartire istruzioni vincolanti, non può venire meno la discrezionalità dell'intermediario nella conduzione della strategia di investimento. Sull'intrinseca diversità di tale servizio rispetto agli altri elencati dal t.u.f. v. P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, I, 1992, 43; I. DELLA VEDOVA, *Sulla forma degli ordini di borsa*, cit.

<sup>26</sup> L'art. 37 reg. intermediari infatti prevede che il contratto: a) specifichi i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate; b) stabilisca il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le sue modificazioni; c) indichi le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni; d) preveda la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione di rendicontazione dell'attività svolta; e) indichi e disciplini, nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli, la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente; f) indichi le remunerazioni spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione; g) indichi se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti; h) indichi le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio; i) indichi le eventuali procedure di conciliazione e arbitrato per la risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'articolo 32-ter del t.u.f.

pongono le basi per una sua validità, non essendovi però sul punto alcuna uniformità di opinioni<sup>27</sup>.

La qualificazione dello schema contrattuale intercorrente tra cliente e intermediario, e della natura tanto del contratto a monte quanto dei singoli ordini impartiti dal primo ed eseguiti dal secondo, risulta legata intrinsecamente alla definizione dell'ambito di applicazione della prescrizione formale in questione, e segnatamente se essa riguardi il solo contratto-quadro, o se debba invece riguardare anche i successivi e singoli ordini di borsa<sup>28</sup>.

Riguardo la prima delle questioni prospettate, e quindi la natura del contratto-quadro concluso tra intermediario e investitore, due tradizionalmente sono le opinioni che si sono contrapposte. Da un lato il contratto-quadro è configurato alla stregua di un contratto di mandato, così da rinvenire nelle singole operazioni di investimento poste in essere dall'intermediario a valle dello stesso altrettanti atti di esecuzione dell'incarico gestorio, in corrispondenza delle istruzioni (appunto, gli ordini) impartiti dal cliente-mandante<sup>29</sup>. Alla luce di tale interpretazione allora le singole operazioni di investimento poste in essere a valle del

---

<sup>27</sup> Per T. Monza 4 giugno 2008 l'ordine è valido, mentre per T. Novara 18 gennaio 2007, e T. Forlì 12 settembre 2008, pur recando il contratto scritto relativo al singolo ordine le indicazioni relative all'operazione, esso non può considerarsi valido, mancando le informazioni relative al servizio di investimento, nonché tutte le altre informazioni previste dal regolamento intermediari, decisione confermata da T. Forlì 7 aprile 2009. Per A. TUCCI, *Il problema della forma dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. trim. d. econom.*, 2009, in realtà la nullità di un contratto che riporta tutti gli elementi essenziali, non potrebbe con certezza desumersi da una disposizione di rango regolamentare che prescrive contenuti ulteriori. Positiva circa la validità di un tale contratto strumentale all'effettuazione di singole operazioni è anche l'opinione di F. SARTORI, *op. cit.*, 218.

<sup>28</sup> In dottrina, dunque, si assiste a un ampio dibattito che verte principalmente su tre diversi livelli, collegati tra loro. In prima analisi, si discute della natura del contratto-quadro, se esso debba in particolare essere qualificato come mandato o come contratto normativo; in seconda analisi vi è la, fondamentale, questione della natura degli ordini di borsa posti a valle del contratto-quadro, cioè se essi debbano essere considerati quali atti aventi una mera natura attuativa del rapporto di investimento, o se al contrario abbiano una natura contrattuale; ultimo tassello delle ricostruzioni in esame è quindi la risposta al quesito se tali ordini debbano o meno sottostare alla prescrizione formale di cui all'art. 23 t.u.f. In realtà, come si vedrà, i tre piani non sono necessariamente dipendenti l'uno dall'altro, rilevandosi anzi una sostanziale irrilevanza pratica della questione circa la qualificazione del contratto-quadro quale mandato o contratto normativo, e assumendo una maggiore rilevanza, quella della natura degli ordini, anche alla luce, in chiave rimediale, delle conseguenze caducatorie dell'eventuale dichiarazione di nullità o della risoluzione del contratto-quadro.

<sup>29</sup> A favore di una qualificazione del contratto-quadro in termini di mandato si colloca soprattutto F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite*, in *Contr. e impr.*, 2008, I; ma v. anche D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in cui l'A.

contratto-quadro non avrebbero una natura contrattuale, essendosi l'intermediario già impegnato ad eseguire gli ordini del cliente, e configurando essi piuttosto un'attività meramente esecutiva del mandato<sup>30</sup>. Il che, approdando al terzo livello dell'argomentazione, porta a escludere che sussista un precetto di forma per i singoli ordini di borsa, i quali al contrario potranno essere liberamente impartiti dall'investitore.

A tale prospettazione si può tuttavia contrapporre la considerazione che non sempre negli effettivi rapporti tra cliente e intermediario si configura uno schema di mandato, anzi è alquanto improbabile che l'intermediario si impegni incondizionatamente ad eseguire gli ordini trasmessi dal cliente<sup>31</sup>.

Dall'altro lato quindi, e in misura minoritaria, il contratto-quadro viene qualificato come un contratto normativo, recante la disciplina delle modalità che dovranno assumere i futuri ed eventuali rapporti tra le parti<sup>32</sup>, rappresentando poi i singoli ordini altrettante proposte contrattuali, suscettibili di accettazione da parte dell'intermediario mediante inizio di esecuzione, secondo lo schema dell'art. 1327 c.c.

---

afferma che “siamo in presenza della causa gestoria e quindi del dovere sostanziale di cura dell'interesse”; R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contrattuale "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano 1996, 175. In giurisprudenza, seppur nell'ambito della celebre decisione riguardante la questione delle conseguenze discendenti dalla violazione delle regole di condotta gravanti sugli intermediari, v. Cass. civ., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Giust. Civ.* 2008, 12, 2775, con nota di Febbrajo, *Danno e resp.*, 2008, 525 ss., con note di Roppo e di Bonaccorsi, in *Società*, 2008, 449 ss., con nota di Scognamiglio, in *Contratti*, 2008, 221 ss., con nota di Sangiovanni; i giudici di legittimità affermano a proposito del contratto-quadro che esso “per taluni aspetti, può essere accostato alla figura del mandato”.

<sup>30</sup> In questo senso sempre F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle sezioni unite*, cit.

<sup>31</sup> Cfr. I. DELLA VEDOVA, *La forma degli ordini di borsa*, cit., che sottolinea come nella maggioranza dei casi il contratto-quadro non “contiene l'accettazione incondizionata dell'incarico gestorio ricevuto”, ma anzi è solo con il successivo ordine che il cliente rende “attuale e concreto l'impegno generico assunto” con l'accordo iniziale. Gli ordini configurano allora proposte contrattuali, suscettibili di accettazione o meno da parte dell'intermediario, e idonei a dare a vita ad altrettante autonome fattispecie negoziali.

<sup>32</sup> Qualificano il contratto-quadro in tal senso D. PACE, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca borsa*, 2010, II, 118, per cui esso ha la “funzione di disciplinare, conformemente alle norme di legge e regolamentari, i futuri rapporti contrattuali tra intermediario e cliente che si svilupperanno in occasione della prestazione, da parte del primo, dei servizi di investimento richiesti”; G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e “forma informativa” nei contratti del mercato finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 6, 2017.

È evidente come da tale alternativa qualificazione della vicenda contrattuale discenda anche un diverso inquadramento della natura delle singole operazioni di investimento: laddove esse siano considerate atti posti in essere a valle di un contratto normativo, non può negarsene la natura a loro volta contrattuale. Dubbio però è, ancora una volta, se ai fini di una loro validità essi debbano o meno osservare il requisito di forma prescritto dall'art. 23 t.u.f.

In realtà, al di là della considerazione che entrambe le tesi, che vorrebbero il contratto-quadro come alternativamente inquadrato nella fattispecie del mandato e del contratto normativo, prestano il fianco a varie critiche<sup>33</sup>, si è più a monte sottolineato come risolvere tale punto controverso in una direzione piuttosto che nell'altra non risulti decisivo ai fini di trovare una risposta convincente alla questione che qui interessa, dagli immediati risvolti pratici, ovvero quale sia la forma che debba essere rivestita dalle singole operazioni di investimento.

In realtà la qualificazione alternativamente quale mandato o contratto normativa del master agreement non sembra dirimenti ai fini della determinazione del perimetro applicativo della prescrizione di forma dell'art. 23 t.u.f. Infatti, anche propendendo per la teoria per la quale si tratta di un mandato, non ne deriva automaticamente l'esclusione della natura contrattuale/negoziale delle operazioni di investimento poste a valle dello stesso (mmm però in realtà il contratto a valle del mandato, cioè l'attività giuridica posta in essere dal mandatario, è conclusa tra l'intermediario e il terzo che gli vende i titoli, e non per forza tra mandante e mandatario, quindi in effetti non vi sarebbe spazio per l'art. 23 tuf).

---

<sup>33</sup> Delle obiezioni a una sistematica qualificazione quale contratto di mandato si è già detto. Relativamente alla qualificazione quale contratto normativo, al di là dell'argomentazione, che sembra superata, per cui esso non avrebbe natura di vero e proprio contratto ai sensi dell'art. 1321 c.c., mancando di contenuto patrimoniale e per questo non potendo allo stesso riferirsi l'art. 23 di cui si discute, al di là di tale obiezione si diceva, è stato pure rilevato, segnatamente da M. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli 1999, 106, come, mentre il contratto normativo sarebbe volto a disciplinare contratti sì futuri ed eventuali, ma della medesima tipologia, il contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento è destinato a regolare la conclusione di futuri ed eventuali contratti eterogenei quanto al loro contenuto. In realtà, ancora una volta tali discussioni non sembrano decisive in vista di una soluzione sulla forma degli ordini di borsa. Cfr. I. DELLA VEDOVA, *Sulla forma degli ordini di borsa*, cit., nt. 3.

A favore di un principio di libertà di forma degli atti negoziali aventi a oggetto i singoli ordini del cliente sembrano porsi per la verità la maggioranza della dottrina<sup>34</sup> e della giurisprudenza di merito<sup>35</sup>. Alla base di una tale presa di posizione si rinvencono varie argomentazioni. Un aggancio testuale, a livello però di normativa secondaria viene rintracciato nell'art. 37 del reg. intermediari<sup>36</sup>, laddove esso, nel disciplinare analiticamente il contenuto minimo del contratto di cui all'art. 23 t.u.f., prevede tra l'altro che quest'ultimo debba recare l'indicazione delle "modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni". Da tale dato letterale deriverebbe proprio la tendenziale libertà di forme per tali "ordini e istruzioni", potendo allora un vincolo formale essere semmai previsto in sede convenzionale. Anche l'art. 39 della direttiva n. 2006/73/CE viene invocata sul punto, laddove essa prevede che la prestazione dei servizi di investimento debba essere subordinata alla conclusione di un "accordo di base scritto su carta o altro supporto durevole" dal quale risultino i diritti e gli obblighi essenziali dei contraenti", rintracciando chiaramente un tale *accordo di base* nel contratto-quadro<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> V. *ex multis* R. LENER, *op.cit.*, 175; F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle sezioni unite*, cit.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, *Contr. impr.*, 2006, 896, per il quale gli ordini costituiscono però, "laddove accettati ed eseguiti dalla banca, autonomi contratti di compravendita di strumenti finanziari"; U. BRECCIA, *op. cit.*, 545, nt.13; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 217; per l'A. "l'imposizione della forma scritta per le singole operazioni creerebbe una paralisi degli scambi, cozzando contro le esigenze di celerità che contraddistinguono il mercato finanziario".

<sup>35</sup> In giurisprudenza, per la libertà di forma degli ordini di borsa v. Cass. civ., sez. I, 26 agosto 2021, n. 23483; Cass. civ., 9 agosto 2017, n. 19759; Cass. civ., 2 agosto 2016, n. 16053; Cass. civ., 29 febbraio 2016, n. 3950, su *dejure online*; Cass. civ. 13 gennaio 2012, n. 384, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2012; Cass. civ. 22 dicembre 2011 n. 28432 (prima sentenza di legittimità che si è effettivamente occupata della questione dell'onere di forma degli ordini di borsa), su *dejure online*; nella giurisprudenza di merito C. A. Torino, sez. I, 16 febbraio 2021, n. 194; T. Bologna, sez. IV, 20 gennaio 2021, n. 168; T. Milano 19 aprile 2011, in *Banca borsa*, II, 2011; T. Torino 21 gennaio 2011; A. Bari 23 novembre 2009; T. Gorizia 30 gennaio 2009 e T. Milano 26 aprile 2007, tutte su *www.ilcaso.it.*; Cass. 25 giugno 2008 n. 17341. Contra A. Venezia 19 novembre 2011, T. Lodi 20 ottobre 2008, T. Ravenna 12 ottobre 2008, tutte su *www.ilcaso.it.*; T. Milano 7 marzo 2008, su *dejure online*; T. Milano 31 gennaio 2007, in *Contratti*, 2007, 778.

<sup>36</sup> E art. 30 del vecchio regolamento.

<sup>37</sup> Per queste argomentazioni si veda Cass. 13 gennaio 2012, n. 384, cit. In essa (3.1) i giudici di legittimità sottolineano come il fatto che il legislatore, nell'adeguarsi a tale nuova previsione della direttiva in questione, non abbia sostanzialmente modificato la disciplina, lasciando inalterato l'art. 23 t.u.f., a conferma della circostanza che già precedentemente all'entrata in vigore di una tale nuova disciplina comunitaria il requisito della forma scritta era da intendersi riferito unicamente al contratto-quadro. Nello stesso senso Cass. civ. 22 dicembre 2011, n. 28432, cit.

Prendendo atto del fatto che il tenore letterale della disposizione de quo è tendenzialmente vago e non adatto a fondare una soluzione piuttosto che un'altra, in mancanza di un appiglio letterale nella norma direttamente interessata, allora, sia dottrina che giurisprudenza sono andate alla ricerca di altre argomentazioni che fossero idonee a fornire una risposta all'annosa questione. In una prospettiva di politica economica più che prettamente giuridica, varie voci sono andate alla ricerca di una via per affermare la libertà di forma delle singole operazioni di investimento, alla luce della considerazione del principale obiettivo macroeconomico cui la regolamentazione del settore tende, ovvero l'integrità del mercato finanziario. Valori essenziali in tal senso sono quelli della rapidità e snellezza delle transazioni in esso eseguite, così che pretendere la forma scritta per i singoli ordini impartiti dal cliente, o meglio per i singoli contratti conclusi in loro attuazione, significherebbe appesantire eccessivamente le procedure di esecuzione dei servizi da parte dagli intermediari, con perdite in termini di efficienza nonché costi più elevati che, come si sottolinea spesso, non ricadrebbero su altri se non sugli utenti finali del servizio stesso, e quindi sugli investitori.

Ma al di là di tale argomentazione, ciò su cui dovrebbe farsi leva è la funzione nello specifico assunta dalla previsione di forma solenne di cui si discute. Come ampiamente illustrato, essa rientra nel filone nelle "forme protettive" previste a tutela del contraente debole per riequilibrare una situazione di iniziale asimmetria informativa e di squilibrio di potere contrattuale tra le parti.

Vi è allora chi pone l'accento sul fatto che in realtà con il contratto-quadro non si opera effettivamente alcuna modificazione del patrimonio del cliente, essendo solo con il compimento delle successive operazioni che si verificano "rilevanti ripercussioni patrimoniali sugli investitori"<sup>38</sup>, e fornendo allora una

---

<sup>38</sup> V. P. FIORIO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari al vaglio della giurisprudenza di merito*, in *Giur. it.*, 2005, I, 765; ma anche G. LA ROCCA, *La forma degli "ordini di borsa" (a proposito di App. Venezia, 19 novembre 2007)*, in *www.ilcaso.it.*; per le medesime argomentazioni in giurisprudenza v. A. Milano 27 giugno 2007.

maggior garanzia la conclusione di queste ultime nella medesima forma solenne prescritta per il contratto quadro. Tuttavia, se il contratto-quadro deve sicuramente rivestire la forma scritta dovendo esso contenere tutte le informazioni essenziali all'investitore per adottare una decisione consapevole, una medesima esigenza non sembra rinvenirsi nelle successive operazioni di investimento, rispetto alle quali eventuali ulteriori squilibri saranno colmati, ma solo successivamente all'ordine stesso, in sede di test di adeguatezza e appropriatezza<sup>39</sup>. Imporre di concludere in forma scritta anche tutte le successive operazioni di investimento effettivamente nulla aggiungerebbe in termini di tutela dell'investitore, laddove pure si voglia porre tale *standard* a base di un'interpretazione estensiva della norma in discussione. Questo perlomeno nel momento in cui si intenda la tutela dell'investitore sempre in direzione di trasparenza informativa. Che la previsione di cui all'art. 23 abbia una funzione protettiva non vi è dubbio. Che si tratti di una cd. "forma informativa" neanche. Il punto da considerare è se una tale finalità protettiva caratterizzante le nuove imposizioni settoriali di vincoli formali sia *esclusiva*, ovvero l'unica ragione per la quale quel determinato vincolo di forma è stato imposto, o semplicemente *aggiuntiva*, se cioè non si conservi anche quella tradizionale funzione di favorire una maggiore ponderazione dell'atto da parte del soggetto contraente. Perché in tale secondo caso allora, la considerazione dell'effettiva incidenza delle singole operazioni di investimento sul patrimonio dell'investitore, rispetto al contratto-quadro che non realizza invece significative ripercussioni patrimoniali, può tornare in gioco, e fondare una valutazione della necessità della forma scritta, in chiave di serietà dell'impegno e di sua ponderazione, anche per tali singole operazioni.

---

<sup>39</sup> Cfr. I. DELLA VEDOVA, *Sulla forma degli ordini di borsa*, cit., ove si legge che, una volta concluso il contratto-quadro, nella successiva fase di sua esecuzione "non si pone un problema di (...) rimuovere un'asimmetria informativa", bensì di prevenire un ordine che potrebbe risultare dannoso per il cliente dell'intermediario. E funzionali a tal scopo risultano appunto la valutazione di inadeguatezza e il conseguente obbligo di astensione gravante sull'intermediario, o la comunicazione di inappropriatazza relativamente ai servizi non discrezionali. In ogni caso, si tratta di due esigenze di protezione differenti.



### 1.1. Nullità di protezione e rilevabilità d'ufficio

2.4.1. Prima di considerare quel che in tale sede maggiormente ci interessa, ovvero la *ratio* del potere del giudice di rilevare d'ufficio le nullità di protezione e le condizioni alle quali tale *rilievo* può tradursi in una *dichiarazione* della nullità, si possono previamente indagare i confini generali del potere di rilevabilità d'ufficio della nullità di cui all'art. 1421 c.c., in relazione al tipo di domanda proposta, e in particolare al piano processuale. È questa, infatti, una questione che si pone al confine tra diritto sostanziale e processuale<sup>40</sup> e che in particolare chiama in causa la distinzione, sotto il profilo degli elementi costitutivi, tra domande di annullamento, risoluzione e rescissione, in rapporto a quella di adempimento o comunque ad una domanda volta a dare esecuzione al contratto.

Il potere del giudice di rilevare d'ufficio la nullità è stato infatti tradizionalmente riconosciuto per il caso in cui siano fatti valere diritti presupponenti la validità del contratto, *in primis* quando sia domandato l'adempimento delle obbligazioni nascenti dallo stesso, ovvero nel caso in cui uno dei contraenti agisca in giudizio al fine di darvi esecuzione. In tal caso è pacifico che la sussistenza e la validità del contratto del cui adempimento trattasi rappresentano elementi costitutivi del diritto azionato, come tali costituendo fatti valutabili dal giudice ai fini dell'esame del merito della questione e dell'accoglimento o rigetto della pretesa attorea<sup>41</sup>. In casi differenti, quando cioè la domanda fosse diretta a ottenere l'annullamento del contratto, o la sua risoluzione o rescissione, il rilievo d'ufficio sarebbe stato precluso, o il giudice sarebbe incorso nel difetto di ultrapetizione. Alla base di tale tesi vi era quindi la considerazione di un necessario coordinamento tra la previsione di cui all'art. 1421 c.c. e quella, posta sul piano strettamente processuale, di cui agli artt. 99 e 112 c.p.c., ovvero del principio della domanda e della corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato, per cui quando il

---

<sup>40</sup> Così è definito lo stesso art. 1421 da Cass. civ. sez. un. 4 novembre 2012, n. 14828, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2013, 15, con nota di Scognamiglio.

<sup>41</sup> V. *ex multis* Cass. 30 gennaio 2012, n. 1284; Cass. 27 aprile 2011, n. 9395; Cass. 14 ottobre 2005, n. 19903; 9 gennaio 1999, n. 117, tutte reperibili su *dejure online*.

giudice deve decidere circa la sussistenza del diritto invocato dall'attore e nascente dal contratto, il rilievo della nullità si giustificerebbe in quanto essa “contraddice la domanda impedendone l'accoglimento”, mentre laddove la domanda attore tenda comunque a *porre nel nulla* il contratto (chiedendone l'annullamento, la rescissione o la risoluzione), la declaratoria di nullità da parte del giudice andrebbe a *favore* delle pretese attoree (sia pure in termini diversi da quanto da lui prospettato nell'atto introduttivo), iscrivendosi allora non nell'ambito delle eccezioni ma delle difese dell'attore. Si è cioè nell'area dei rimedi che l'attore avrebbe potuto azionare, ma non ha azionato<sup>42</sup>.

In realtà, in dottrina<sup>43</sup> è sempre stata convinzione diffusa che il potere-dovere del giudice di rilevare d'ufficio la nullità del contratto sussista non solo quando sia azionata una pretesa che postuli l'esecuzione o attuazione dello stesso, ma anche quando la domanda sia volta a ottenerne l'annullamento, la risoluzione o la rescissione, convinzione accolta anche da una parte, seppur in passato minoritaria, della giurisprudenza di legittimità<sup>44</sup>, che ha messo in luce come non solo la domanda di adempimento ma anche quella di risoluzione presupponga la validità del contratto. L'accertamento da parte del giudice di tale validità, e specularmente, il potere di rilevare la nullità anche d'ufficio, costituisce presupposto logico della decisione finale sulla domanda.

---

<sup>42</sup> Cfr. ad es. Cass. civ., 14 ottobre 2005, n. 19903, cit.

<sup>43</sup> V., tra gli altri, C. SCOGNAMIGLIO, *Il giudice e le nullità: punti fermi e problemi aperti nella giurisprudenza della Corte di Cassazione*, nota a Cass. sez. un. 4 settembre 2012, n. 14828 e Cass. 27 novembre 2012, ord. n. 21083, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2013, 28, per il quale “anche la domanda di risoluzione postula l'esistenza di un atto valido perché mira a eliminarne gli effetti. In altre parole, poiché il diritto potestativo ad intermediazione giudiziale nel quale si risolve l'azione di risoluzione del contratto origina pur sempre dal contratto, se, sulla base delle allegazioni delle parti e di quanto emerge dalle acquisizioni di causa, risulta che il contratto è nullo e, dunque, inidoneo ad essere presupposto di quel diritto, il giudice dovrà rilevare la questione anche d'ufficio: diversamente, egli verrebbe a riconoscere effetto, sia pure ai limitati fini di configurarlo quale presupposto di quel diritto potestativo, ad un contratto che invece è, ontologicamente, improduttivo di effetti”.

<sup>44</sup> Nel senso di un'estensione del potere di rilievo d'ufficio della nullità, v. ad es. Cass. sez. un. 4 settembre 2012, n. 14828, cit.; Cass. 7 febbraio 2011, n. 2956, in *Contratti*, 7, 2011, 677, per la quale anche le azioni di risoluzione, di annullamento o di rescissione “presuppongono la validità del contratto, perché anche queste ultime implicano e fanno valere un diritto potestativo di impugnativa nascente dal contratto in discussione, non meno del diritto all'adempimento”; Cass. 22 marzo 2005, n. 6170, in cui i giudici di legittimità affermano come “entrambe le tipologie di pretese vengono invero avanzate con la premessa implicita ma immancabile, della insussistenza di ragioni di nullità del contratto, la cui validità è in definitiva pregiudiziale sia all'attuazione che alla caducazione del vincolo”; Cass. 2 aprile 1997, n. 2858, tutte reperibili su *dejure online*.

Viene in particolare sciolto il nodo processuale relativo al rischio per il giudice di incorrere nella violazione dell'art. 112 c.p.c., in quanto si precisa come esso riguardi il caso di “omesso esame di una domanda o, al contrario, di pronuncia su domanda non proposta, mentre esula dall'area normativa della norma richiamata ogni altra distorsione verificatasi per effetto dell'interpretazione data dal giudice di merito alla domanda stessa”<sup>45</sup>.

In realtà, la “sostanziale identità di presupposti con la domanda di adempimento”<sup>46</sup> (e quindi la sussistenza del potere/dovere di rilievo officioso) è sostenuta relativamente alla domanda di risoluzione per inadempimento del contratto<sup>47</sup>, mentre con riguardo alla domanda di annullamento un ulteriore profilo meritava di essere considerato, alla luce del fatto che essa non postula a rigor di logica la validità del contratto, e dovendosi rilevare come nella precedente giurisprudenza i casi di domanda di annullamento, rescissione e risoluzione fossero stati indebitamente accomunati<sup>48</sup>.

---

<sup>45</sup> Così Cass. 24 luglio 2008, n. 20373, reperibile su *dejure online*, richiamata a sostegno da Cass. 7 febbraio 2011 n. 2956 cit., la quale precisa come non si incorra in ultra o extra-petizione laddove la pronuncia corrisponda ai limiti della richiesta nel suo risultato finale, “sebbene risulti fondata su argomentazioni giuridiche diverse da quelle prospettate dalle parti”. Ovvero, “la tutela accordata è invero sempre la stessa, anche se le patologie genetiche e funzionali che hanno vulnerato il sinallagma, rendendo necessaria l'attivazione, possono essere diverse”. Cass. sez. un. 4 settembre 2012, n. 14828 pone l'accento sul fatto che il rilievo d'ufficio della nullità, in caso di proposizione di domanda di risoluzione, “non conduce ad una sostituzione dell'azione proposta con un'altra”, ma fa emergere un'eccezione rilevabile d'ufficio, come tale che deve essere tenuta in considerazione dal giudice ai fini del rigetto della domanda attore di risoluzione, salvi gli effetti (restitutori) derivanti dal fatto che, comunque, è venuta meno la *causa acquirendi*, per cui la richiesta di restituzione che era stata effettuata in riferimento alla domanda di risoluzione “sarà accolta sulla base di questo presupposto, senza bisogno di espressa dichiarazione della nullità”. Anche con riferimento alla disposizione delle necessarie restituzioni quindi il principio di cui all'art. 112 c.p.c. non risulta violato. Oltre al *petitum*, infatti, in tal caso non risulta, a parere della Corte, mutata neanche la *causa petendi*, in quanto il titolo per ottenere la restituzione è costituito, in ogni caso in cui venga meno la *causa acquirendi*, che si tratti cioè di nullità, di annullamento, di risoluzione o di rescissione, dalla sussistenza di un indebito oggettivo.

<sup>46</sup> Così Cass. sez. un. 4 settembre 2012, n. 14828 cit.

<sup>47</sup> Essendo la nullità del contratto “un evento impeditivo che si pone prioritariamente rispetto alla vicenda estintiva della risoluzione” (Cass. sez. un. 4 settembre 2012, n. 14828 cit.), la quale infatti presuppone comunque un contratto valido ed efficace.

<sup>48</sup> Cfr. Cass. civ. 27 novembre 2012, ord. n. 21083, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2013, 15, che ha rimesso alle Sezioni Unite la questione “se la nullità del contratto possa essere rilevata d'ufficio non solo allorché sia stata proposta domanda di adempimento o di risoluzione del contratto, ma anche nel caso in cui sia domandato l'annullamento del contratto stesso”.

Alla luce del fatto che la tematica in esame comporta una considerazione congiunta di tematiche di diritto sostanziale<sup>49</sup> nonché di diritto processuale, e risulta di particolare rilevanza sotto molteplici punti di vista, le sezioni unite<sup>50</sup> sono intervenute, in occasione della risoluzione di due questioni di diritto tra loro legate alla tematica in esame e oggetto di due ordinanze di remissione<sup>51</sup>, ritenendo di dover trattare in un'unica sede il rapporto tra rilievo d'ufficio della nullità e *tutte* le azioni di impugnativa negoziale.

L'argomentazione di partenza e su cui si basa un'importante parte delle soluzioni apportate dalle sezioni unite in tale sede è la conferma di ciò che da vario tempo è affermato in dottrina, ovvero che “la *ratio* del rilievo officioso, in capo al giudice, della più grave tra le patologie dell'atto negoziale consiste (anche) nella tutela di interessi generali sovra-individuali”<sup>52</sup>. In tal senso, la corte ritiene di configurare come unitaria la categoria della nullità, consistendo essa nella sanzione prevista dall'ordinamento a tutela di interessi super-individuali, e dovendo tali interessi essere rinvenuti non solo nel caso di nullità derivanti da contrarietà a norme imperative, o all'ordine pubblico e al buon costume, ma anche per il caso di nullità strutturali, essendo in tale caso l'interesse generale coinvolto quello “proprio dell'ordinamento giuridico a che l'esercizio dell'autonomia privata sia corretto, ordinato e ragionevole”.

Ciò che inoltre permette di ammettere anche in relazione alla domanda di annullamento il rilievo officioso della nullità, è che tutte le predette ipotesi sono accomunate se non dal fatto di presupporre un contratto *valido*, da quello di

---

<sup>49</sup> La patologia negoziale, le diverse forme di sanatoria del negozio invalido, la risoluzione del rapporto contrattuale, la conversione del negozio nullo. Così Cass. sez. un. 12 dicembre 2014, n. 26242, in *Foro it.* 2015, 862.

<sup>50</sup> Cass. sez. un. 12 dicembre 2014, n. 26242 cit. e n. 26243.

<sup>51</sup> Cass. 3 luglio 2013, ord. n. 16630, e Cass. 27 novembre 2012, ord. n. 21083 cit.

<sup>52</sup> Cass. 12 dicembre 2014 n. 26242 cit., per cui il rilievo d'ufficio della nullità costituisce “irrinunciabile garanzia della tutela dell'effettività dei valori fondamentali dell'organizzazione sociale”. In questa prospettiva, va riaffermata la tesi secondo cui la nullità è volta alla tutela d'interessi prettamente generali dell'ordinamento, afferenti a valori ritenuti fondamentali per l'organizzazione sociale.

presupporre la sua *non nullità*<sup>53</sup>, cioè l'*insussistenza di ragioni di nullità*, in relazione a un negozio che nel frattempo produce però i suoi effetti. La giurisprudenza della Cassazione, sulla scorta dell'entusiasmo conseguente alla lettura estensiva operata dalle Sezioni Unite con le pronunce del 2014, ha ritenuto di andare oltre, sancendo che il rilievo d'ufficio della nullità potrà essere posto in essere dal giudice non solo in caso di impugnative negoziali, ma anche nel caso in cui oggetto del giudizio sia la pretesa risarcitoria di una delle parti per inadempimento (inesatto adempimento nel caso di specie)<sup>54</sup>, proposta separatamente e a prescindere da un'eventuale domanda di risoluzione.

2.4.2. La corte va tuttavia oltre, sancendo una decisa rottura con i precedenti orientamenti, in materia di rapporto tra nullità di protezione e rilevanza d'ufficio della nullità, e accomunando anche quest'ultima alla nullità assoluta sotto il profilo dell'interesse generale che è alla base della sua comminatoria. Ovvero, nel prevedere una nullità di protezione il legislatore ha di mira la tutela non solo dell'interesse *particolare* del singolo ma anche quello, che l'interesse del singolo trascende, *generale*, all'equilibrio contrattuale, a livello microeconomico, nonché al corretto funzionamento del mercato, a livello macroeconomico<sup>55</sup>. La "natura ancipite" delle nullità di protezione fa sì che esse siano funzionali alla tutela di un interesse generale e nel contempo di un interesse particolare.

---

<sup>53</sup> Cfr. Cass. 27 novembre 2012, ord. n. 21083 cit.; Cass. 12 dicembre 2014 n. 26242; Cass. 23 giugno 2012 n. 12996, reperibile su *dejure online*, che precisa come "in altri termini, la questione di nullità (o meglio, la preliminare verifica della 'non nullità' del contratto) rispetto a tutte le azioni di impugnativa negoziale si viene a collocare nell'area della pregiudiziale logico-giuridica".

<sup>54</sup> Trovando anche in tale caso la pretesa azionata in giudizio nel contratto il proprio indefettibile presupposto. La pronuncia in esame è la n. 12996 del 23 giugno 2016, avente a oggetto la richiesta risarcitoria attorea per inesatto adempimento della prestazione dedotta in contratto, e dunque non consistendo essa in alcun modo nell'impugnazione dello stesso, eppure ugualmente postulando, a dire della Corte, la sua validità ed efficacia. In tal senso la Corte ha provveduto al rilievo officioso della nullità del suddetto contratto d'opera (per non essere il professionista controparte dell'attore, iscritto all'albo professionale di riferimento).

<sup>55</sup> Anche le nullità di protezione, come statuito da Cass. 12 dicembre 2014 n. 26242 cit., sono "volte a tutelare interessi generali, quali il complessivo equilibrio contrattuale (in un'ottica di microanalisi economica), ovvero le stesse regole di mercato ritenute corrette (in ottica di macroanalisi)", non comportando la legittimazione ristretta "alcuna riqualificazione in termini soltanto privatistici e personalistici dell'interesse (pubblicistico) tutelato dalla norma attraverso la previsione della invalidità".

Viene insomma configurato un dovere generalizzato del giudice di intervenire nel corso del giudizio<sup>56</sup>, in riferimento, sotto il profilo processuale, a tutti i tipi di impugnative negoziali che siano state in specie proposte, e, sotto il profilo sostanziale, a tutti i tipi di nullità che vengano in gioco a minare la validità del contratto. In relazione alle nullità di protezione si sottolinea come la tutela del contraente debole ne esca anzi rafforzata: egli infatti, in ragione proprio della sua presunta condizione di inferiorità, potrebbe non avvedersi della sussistenza di un motivo di nullità del contratto oggetto di un'altra azione di impugnazione da lui proposta, risultando allora l'*indicazione* del fattore invalidante da parte del giudice funzionale ad assicurare che la previsione sostanziale di nullità raggiunga effettivamente il suo scopo protettivo.

Tale potere-dovere di rilievo officioso deve però pur sempre essere coordinato con la legittimazione relativa generalmente prevista per le nullità di cui si discute. A questo proposito viene ad assumere ruolo centrale la distinzione, e scissione tendenzialmente anche temporale, tra il *rilievo* della nullità, ovvero la sua indicazione alle parti, e la sua *dichiarazione*<sup>57</sup>, potendo tale secondo passaggio ad opera del giudice avere luogo solo quando non risulti una volontà in senso contrario del soggetto a tutela del quale la sanzione è prescritta, o altrimenti risulterebbe frustrata la ratio protettiva della norma, potendo la controparte dedurre in giudizio fatti dai quali la nullità risulti, al fine di sollecitare una pronuncia del giudice, quando questa andrebbe a suo vantaggio.

Il ragionamento della Corte, tuttavia, presta il fianco ad alcune critiche. La prima crepa che viene in evidenza è infatti una contraddizione insita nell'argomentazione che ha portato la Corte ad affermare la rilevabilità d'ufficio della nullità anche nel caso in cui sia proposta azione di annullamento o rescissione del contratto da un lato, e nel caso delle nullità di protezione (fermo restando il

---

<sup>56</sup> Così F. DI CIOMMO, *La rilevabilità d'ufficio ex art. 1421 c.c. secondo le sezioni unite: la nullità presa (quasi) sul serio* (Nota a Cass. 12 dicembre 2014, n. 26242), in *Foro it.*, 2015, I, 922.

<sup>57</sup> Cfr. Cass. 12 dicembre 2012, n. 26242 cit., 3.13.

diritto del soggetto protetto di *bloccare* la declaratoria relativa da parte del giudice) dall'altro<sup>58</sup>. Come detto, alla base dell'estensione del potere/dovere di rilievo officioso all'eventualità di tutte le impugnative negoziali vi è il riconoscimento del ruolo affidato alla nullità nell'impianto codicistico, ovvero quello di sanzionare "l'irrimediabile disvalore dell'invalido assetto negoziale", per garantire la tutela di interessi super-individuali. E tale ruolo la nullità assume quando anche essa sia di protezione, come detto realizzando da un lato la tutela del contraente debole, dall'altro quella del più generale interesse all'equilibrio della contrattazione e alla stabilità e integrità dei mercati. È cioè l'aspetto pubblicistico della nullità di protezione a fondare la possibilità di un suo rilievo d'ufficio, così come la compatibilità di una tale rilevabilità con il restringimento della cerchia dei soggetti legittimati a farla valere. Allo stesso tempo però, al fine di non porre nel nulla quest'ultima previsione e la *ratio* protettiva del contraente debole, sono previste specifiche modalità di operatività della nuova regola enunciata, dovendo il giudice assicurarsi che la declaratoria di nullità non vada a svantaggio del soggetto protetto, non potendo in tale eventualità darvi seguito.

Vi è un altro caso, teorizzato dalla sentenza in commento, nel quale il giudice, pur rimanendo fermo il dovere di rilevare d'ufficio la nullità quando essa emerga dagli atti, possa non dare corso a una tale declaratoria, cioè quello nel quale sussista una ragione più liquida, che gli permetta di risolvere la controversia con un minore dispendio di energie processuali (ad es. nel caso di prescrizione del diritto fatto valere). Entrambe le ipotesi in realtà hanno dato luogo

---

<sup>58</sup> Che la Cassazione abbia in occasione della sentenza *de quo* affrontato le due questioni, insieme a quella delle condizioni ed estensione della formazione del giudicato, nella medesima sede, nel tentativo di elaborare un vero e proprio impianto sistematico del rilievo officioso della nullità, che coniugasse il piano sostanziale e quello processuale, non è in realtà necessariamente visto positivamente da parte della dottrina. V. in particolare F. DI CIOMMO, *La rilevabilità d'ufficio ex art. 1421 c.c. secondo le sezioni unite*, cit., il quale sostiene che la scelta delle Sezioni Unite, operata con sent. 14828/2012 cit., di non pronunciarsi sulla quesizione della compatibilità del rilievo d'ufficio anche con le altre impugnative negoziali interessate, oltre a quella di risoluzione, demandando il tutto a un successivo intervento nomofilattico, "ha prodotto affermazioni - tra l'altro, in materia di giudicato o di rilevabilità d'ufficio delle nullità c.d. di protezione - su cui oggi le stesse sezioni unite sono state costrette a correggere il tiro".

a critiche, in quanto in contraddizione con le affermazioni iniziali circa l'essenzialità della tutela dell'interesse generale e la necessità di non fondare alcuna pronuncia su un atto assunto quale nullo. Riguardo il secondo schema enunciato, che il giudice, pur emergendo in atti una nullità, non la pronunci sussistendo altro motivo più immediato di risoluzione della controversia, è assunto non del tutto condivisibile, tanto più che, dovendo la nullità essere rilevata d'ufficio solo quando risultante dagli atti<sup>59</sup>, nella pratica sembra difficile che una tale declaratoria, non comportando supplemento di attività istruttoria, possa più di tanto ostare alle finalità di economia processuale cui il principio in discussione risponde<sup>60</sup>.

Ma non va esente da critiche neanche e soprattutto la ricostruzione del *modus operandi* del rilievo d'ufficio prospettato relativamente alle nullità di protezione. Subordinando la declaratoria di nullità alla volontà del soggetto protetto, infatti, si lascia in ultima analisi nella di questi disponibilità il dispiegarsi di una sanzione che dovrebbe, come deriva dagli stessi presupposti argomentativi della Cassazione, tutelare interessi generali<sup>61</sup>.

È difficile cioè condividere le argomentazioni della Corte laddove essa da un lato sancisce la superiorità e centralità di un sottostante interesse generale, protetto dalla nullità, anche in riferimento a quelle di protezione, e al fine di giustificare la loro rilevanza officiosa, ma dall'altro lato permette che sia poi l'interesse particolare del soggetto protetto a prevalere<sup>62</sup>. Per quanto in effetti la tutela

---

<sup>59</sup> Cass. 28 gennaio 2004, n. 1552; Cass. 23 ottobre 1998, n. 10530, reperibile su *dejure online*.

<sup>60</sup> Per tali considerazioni v. F. DI CIOMMO, *La rilevanza d'ufficio ex art. 1421 c.c. secondo le sezioni unite*, cit., 104.

<sup>61</sup> Per queste obiezioni v. R. ALESSI, *"Nullità di protezione" e poteri del giudice tra Corte di giustizia e Sezioni unite della Corte di cassazione*, in *Eur. dir. priv.*, 4, 2014, 1141, la quale parla di una "ricostruzione che abbandona per strada il presupposto di partenza - l'essenzialità del potere del giudice di rilevare la nullità a presidio di interessi in ipotesi anche coincidenti con valori costituzionalmente rilevanti", trattandosi di una conclusione che "spezza, diremmo irrimediabilmente, la proclamata unitarietà del rimedio con cui la pronuncia si apre, e proprio dal profilo di analisi opportunamente privilegiato dalla Corte, cioè quello della rilevanza officiosa e delle sue implicazioni, conferisce alla nullità di protezione una tale 'eversività' da rompere (...) il possibile legame da *species* a *genus* che dovrebbe avvincre nullità speciali e nullità generale". In pratica la compatibilità tra legittimazione relativa e rilevanza d'ufficio, così come recuperata dalla Cassazione, "abbandona subito, nell'iter argomentativo della Corte, il piano sostanziale per essere enunciata solo in termini processuali".

<sup>62</sup> Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *Nullità di protezione e nullità virtuali*, in *Banca borsa*, I, 2017, 31, per il quale "non si può dire, in altri termini, da un lato che vi sia un inappellabile giudizio negativo



della parte debole, con le modalità così configurate, dovrebbe risulterne accresciuta, sembra che il giudice sia trasformato in una sorta di “consulente”<sup>63</sup>, dovendo segnalare la nullità del contratto laddove la parte e il suo difensore non se ne fossero avveduti<sup>64</sup>, ma risultando poi soggetto ad un possibile veto posto alla successiva declaratoria da parte del soggetto protetto<sup>65</sup>. Perché chiaramente, nei casi in cui la nullità fosse evidente agli occhi del contraente debole e del suo difensore già prima del processo, e non fosse stata fatta valere, anche quando il giudice poi la rilevi in giudizio, presumibilmente la parte opererà per la prosecuzione del rapporto.

2.4.3. In sintesi quindi, alla luce dei recenti sviluppi di cui si è dato conto, a oggi è possibile per il giudice, qualora dagli atti di causa emerga la nullità del contratto dedotto in giudizio, rilevare tale nullità non solo nel caso in cui fosse stato chiesto *l'esecuzione* del contratto, ma anche nel caso in cui l'attore miri alla *caducazione* del regolamento contrattuale, ovvero sia per il caso in cui sia proposta domanda di risoluzione o rescissione sia per quello in cui sia proposta quella di annullamento. E tutto ciò anche quando si tratti di nullità di protezione,

---

dell'ordinamento su un determinato assetto negoziale e dall'altro che la permanenza o meno di quest'ultimo nella realtà giuridica e la sua efficacia o inefficacia non dipendono da entrambe le parti e neppure dal giudice, ma dalla scelta di una sola delle parti e da come questa giudichi, nel suo esclusivo e se si vuole legittimamente egoistico interesse, la regola negoziale da quel contratto posta in essere”. Ovvero alla prova dei fatti l'interesse generale rimane “troppo lontano e nascosto”, configurandosi un “rilievo d'ufficio, per così dire, loquace ma ammanettato, perché incapace di sfociare *sua sponte* nella sanzione che potrebbe dar soddisfazione a quell'interesse *in thesi* predicato come generale, ma poi nei fatti postposto ad un altro particolare”; critico anche F. DI CIOMMO, *La rilevabilità d'ufficio ex art. 1421 c.c. secondo le sezioni unite*, cit., che sottolinea come “se la nullità opera nel diritto dei contratti come massimo lite all'esercizio dell'autonomia privata posto in funzione degli interessi generali della comunità, come è possibile ritenere che l'atteggiamento processuale delle parti possa impedire al giudice di rilevarla?”.

<sup>63</sup> Così R. ALESSI, “Nullità di protezione” e poteri del giudice tra corte di giustizia e Sezioni Unite della Corte di Cassazione, cit.

<sup>64</sup> V. per tale considerazioni circa un ruolo di “supplenza” del giudice, così come emerge dalle previsioni in commento, A. PISANI MASSARMORMILE, *Nullità di protezione e nullità virtuali*, cit., che sottolinea come esso “pare anche sottintendere una sorta di latente sfiducia sulle capacità degli avvocati, quasi come se il giudice dovesse tenere conto, anche quando il suo intervento non potrebbe portare ad alcun tangibile risultato, della possibile negligenza o imperizia di chi ha il compito istituzionale di tutelare in giudizio i diritti e gli interessi dei cittadini”.

<sup>65</sup> Cfr. R. ALESSI, “Nullità di protezione” e poteri del giudice tra corte di giustizia e Sezioni Unite della Corte di Cassazione, cit., che identifica la possibilità di un “veto alla declaratoria di nullità proveniente dalla parte protetta”.

che è ciò che qui, dall'angolo di visuale dei rapporti tra intermediari e investitori, interessa.

Di tali approdi della giurisprudenza di legittimità si è ritenuto di dare conto cioè in quanto essi assumono una particolare importanza nel contesto dell'analisi che si conduce e segnatamente dei rimedi che l'investitore ha la possibilità di esperire per il caso in cui gli intermediari non si comportino secondo le prescrizioni di legge. Ben si può infatti ricavare come da tale interpretazione estensiva dell'art. 1421 c.c. e del potere/dovere del giudice di rilievo officioso della nullità discenda un incremento della tutela dell'investitore. La previsione infatti della possibilità per il giudice di rilevare la nullità anche quando l'attore avesse chiesto l'annullamento o la risoluzione del contratto concluso con l'intermediario, unitamente alla ricomprensione, nel regime del rilievo d'ufficio delineato dalla corte, anche delle nullità di protezione, seppur con lo specifico *modus operandi* che si è visto, fanno sì che il cliente dell'intermediario che abbia violato le prescrizioni impostegli possa veder soddisfatte le proprie ragioni anche quando non si fosse avveduto della nullità del contratto di investimento concluso a monte del rapporto. Può quindi verificarsi ad esempio che l'investitore lamenti la lesione degli obblighi di informazione, relativi alla fase di esecuzione del contratto, chiedendo la risoluzione dello stesso. Qualora anche non vi fosse infatti spazio per una pronuncia di tal fatta, perché ad esempio l'intermediario ha nella specie ottemperato alle prescrizioni riguardanti la *disclosure*, il giudice dovrà comunque considerare la validità del contratto dedotto in giudizio, in quanto è da tale validità che trae origine il diritto potestativo a ottenere la risoluzione azionato dall'investitore: dimodoché, se dagli atti emerga che il contratto *de quo* sia nullo, ben potrà il giudice dichiarare tale nullità. Stesso discorso per il caso in cui sia eventualmente chiesto l'annullamento per vizio del consenso, per non avere l'intermediario informato adeguatamente il cliente in fase precontrattuale. D'altro canto, come visto in precedenza, non mutano le conseguenze della diversa pronuncia del giudice: laddove, infatti, fosse stata dall'investitore avanzata domanda volta a ottenere le restituzioni a seguito della risoluzione o

dell'annullamento del contratto, essendo in ogni caso venuta meno la *causa adquirendi* e versandosi in una situazione di indebito oggettivo, il giudice ugualmente pronuncerà le restituzioni dovute. E ancora, accogliendo l'ulteriore estensione effettuata in tema di azione risarcitoria da Cass. 23 giugno 2016 n. 12996, anche nel caso in cui l'investitore abbia chiesto il solo risarcimento del danno, per un qualsiasi comportamento non conforme dell'intermediario, del pari le sue ragioni potranno, ovviamente solo quando egli ritenga che possa convenirgli, trovare accoglimento mediante una pronuncia di nullità del contratto.

## 2. Le regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento

### 2.1. *L'art. 21 t.u.f. e i criteri generali di comportamento in rapporto alle categorie civilistiche e alla normativa di dettaglio*

A livello di normativa primaria, il t.u.f. detta prima di tutto una serie di obblighi applicabili alla generalità dei servizi di investimento, e solo successivamente prescrizioni specifiche in relazione alla particolare tipologia di servizio prestato<sup>66</sup>.

L'art. 21 t.u.f. costituisce la pietra miliare intorno alla quale è costruita e specificata la regolamentazione della condotta degli intermediari nei rapporti con i clienti o potenziali clienti, prevedendo esso in prima battuta, alla lett. *a*), che gli intermediari debbano “comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza”<sup>67</sup>,

---

<sup>66</sup> Tali prescrizioni sono quelle relative alla gestione di portafogli di cui all'art. 24, all'attività di negoziazione in mercati regolamentati di cui all'art. 25, alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, di cui all'art. 77-bis, agli internalizzatori sistematici di cui all'art. 78.

<sup>67</sup> Non è più presente, già a seguito dell'emanazione del decreto Eurosim, d.lgs. n. 415/1996 cit., il riferimento alla “professionalità”, sostituito da quello alla “trasparenza”, canone che assume quindi un'autonomia portata precettiva, più ampia di quella che si sarebbe potuta ricavare dal concetto di “correttezza”. D'altro canto, la considerazione della natura professionale dell'attività dell'intermediario, in sede di valutazione dell'esatto adempimento degli obblighi sullo stesso gravanti, risulta in ogni caso inevitabile conseguenza del riferimento alla “diligenza”, trovando applicazione l'art. 1176 comma 2 c.c. In questo senso M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento* cit.; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza* cit., 286, nt. 16; P. MORANDI, *Prestazione dei*

per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati". L'endiadi tra le due finalità della tutela degli investitori e dell'integrità del mercato finanziario come detto permea l'intera disciplina in esame, essendosi messa in luce la necessità, per assicurare la realizzazione di tali due obiettivi, di predisporre una disciplina di settore che vada oltre la normativa di diritto comune, tenendo conto delle peculiarità del contesto di riferimento.

La disposizione in esame, tuttavia, non fa che riprendere note categorie civilistiche, ponendo sin da subito quindi il problema del rapporto tra le norme di diritto comune e quelle speciali regolanti il comportamento degli intermediari. Il tema dell'effettivo valore delle previsioni di cui all'art. 21 lett. a) ha particolarmente interessato la dottrina, mirante a stabilire se i confini dei richiamati parametri di diligenza, correttezza e trasparenza coincidano con quelli delle corrispondenti nozioni civilistiche o risultino avere un differente ed eventualmente più ampio ambito di applicazione.

Per quanto siano specificati da numerose e dettagliate regole di condotta, i canoni in questione hanno una propria autonoma portata precettiva. E nonostante si tratti di principi che sarebbero comunque stati desumibili dal più generale diritto dei contratti, non sembra però un'inutile ripetizione una loro previsione espressa ad opera della disposizione in esame<sup>68</sup>, in particolare in quanto, in relazione al settore considerato, quello della prestazione dei servizi di investimento, e alla duplice finalità sottesa alla sua regolamentazione, essi sembrano essere destinati a esplicitare la propria forza precettiva entro una sfera più ampia di quella che potrebbe desumersi dall'angolo di visuale civilistico. Essi, infatti,

---

*servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. e Contr.*, 2008, 11, 919.

<sup>68</sup> Per tale superfluità v., in riferimento alla disciplina della legge 2 gennaio 1991, n. 1, M. CERA, *L'attività di intermediazione mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca borsa*, 1994, I, 32. E in effetti era soprattutto in relazione alla normativa previgente che si predicava una superfluità della previsione in materia di intermediazione mobiliare degli obblighi di diligenza, correttezza e professionalità, andando la legge sim a disciplinare in primo luogo il rapporto intercorrente tra il prestatore dei servizi di investimento e i clienti.

estendono il loro ambito di applicazione non solo con riguardo ai rapporti contrattuali intercorrenti con i singoli clienti, ma anche al di fuori di essi<sup>69</sup> e in relazione al mercato in generale<sup>70</sup>, risultando in un certo senso proiettati di una dimensione anche pubblicistica<sup>71</sup>, e non solo posti a protezione della corretta esplicazione dell'autonomia contrattuale dei privati. In quanto dotati di una tale portata precettiva, essi possono costituire parametro di riferimento nella verifica dell'esatto adempimento, ed eventualmente delle conseguenze dell'inadempimento, non solo a livello di eventuale azione proposta dal cliente, ma anche a livello di iniziative dell'autorità regolamentare.

Le generali clausole di correttezza e diligenza sono poi in posizione dialettica con le altre regole di comportamento, le quali costituiscono una loro specifica-

---

<sup>69</sup> In questo senso v. sempre F. SARTORI, *op. cit.*, 152; P. MORANDI, *Prestazione dei servizi di investimento* cit., che precisa come la specificazione delle regole di condotta previste dalla disciplina di diritto comune abbia "l'obiettivo in primo luogo di assicurare agli investitori una tutela più intensa nei rapporti con gli intermediari finanziari, a prescindere dall'avvenuto perfezionamento di un vincolo contrattuale". In giurisprudenza, con riferimento in particolare alla diligenza, si veda T. Firenze 21 marzo 2005, n. 1009, reperibile all'indirizzo <http://www3.adusbef.it/consultazione.asp?Id=3038&C=B>, in cui si legge come "il riferimento alla diligenza (...) non costituisce una mera ripetizione della regola codicistica, ma vuole significare che la posizione dell'intermediario sul mercato determina uno specifico affidamento di chi entra in contatto con lui nelle sue qualità e abilità professionali".

<sup>70</sup> Per questo orientamento v. T. Firenze 21 marzo 2005 n. 1009 cit., in cui si sottolinea efficacemente come "nella vigenza della legge n° 1 del 1991, parte della dottrina aveva attribuito ai canoni di diligenza, di correttezza un carattere ridondante o, addirittura, meramente ripetitivo delle discipline codicistiche. Senonché gli interventi del legislatore successivi al recepimento della direttiva n° 22 del 1993 della Cee concorrono ad attribuire autonoma e specifica rilevanza alla previsione contenuta nell'art. 21 del decreto legislativo n° 58 del 1998. Infatti se nel contesto della legge precedente gli obblighi di diligenza e correttezza risultavano espressamente finalizzati alla '*cura dell'interesse del cliente*', con l'art. 17 d.lgs. 415/1996 e con l'art. 21 T.U.F. (norme ispirate alla disciplina comunitaria), tali obblighi sono imposti anche e soprattutto '*nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*'. Ne consegue che correttezza e diligenza, di cui alla disciplina dei servizi di investimento, esprimono concetti più ampi di quelli sottesi alle norme codicistiche, 'operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche più in generale (e in via di principio) in relazione allo svolgimento dell'attività economica come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e a garantire l'integrità del mercato'. Pertanto, nel contesto della nuova normativa la diligenza e la correttezza sono canoni di condotta riconducibili alle pratiche del commercio e agli usi imprenditoriali, mentre nel contesto codicistico non possono mai prescindere dall'esistenza di un rapporto giuridicamente rilevante tra due parti definite e precisamente individuate".

<sup>71</sup> Da qui una loro rilevanza sul piano anche disciplinare, per cui v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, 430, per il quale la tendenza a riprendere, nell'ambito della disciplina di diritto speciale, principi e regole di diritto comune risponde alla finalità "di attribuire rilevanza, anche sul piano amministrativo o disciplinare, alla violazione delle clausole generali, altrimenti tutelabili soltanto con l'intervento dell'autorità giudiziaria"; F. SARTORI, *op. cit.*, 140, che sottolinea come, a norma dell'art. 190 t.u.f., la Consob possa comminare sanzioni pecuniarie agli intermediari anche in caso di violazione dei canoni generali di cui all'art. 21 t.u.f.

zione, e talvolta integrazione. Nell'ambito della questione del rapporto tra *standards* e *rules* quindi si pone la questione se possano, da tali canoni generali, discendere obblighi ulteriori rispetto a quelli dettagliatamente previsti dalla normativa regolamentare. Tanto a livello di normativa europea quanto a livello di regolamentazione entro i confini nazionali, sembrerebbe infatti che ben poco spazio residui per la previsione di ulteriori vincoli a carico degli intermediari, in aggiunta a quelli specificamente previsti dalla normativa di dettaglio. Considerando la già notevole precisione degli obblighi di condotta, far discendere dalle clausole generali di correttezza e diligenza ulteriori oneri per gli intermediari osterebbe in maniera eccessiva all'efficacia e rapidità dei traffici, rendendo tra l'altro incerti i costi di adeguamento alla disciplina per tali operatori professionali, i quali d'altro canto possono rispondere all'incertezza dei costi marginali solo in un modo, ovvero innalzando i corrispettivi dei servizi prestati, con evidente detrimento per i soggetti che dovrebbero risultare protetti<sup>72</sup>.

Gli *standards* in tale caso semmai, se non come fonte di obblighi ulteriori rispetto a quelli previsti dalla normativa di dettaglio, potranno però fungere quale parametro di riferimento per verificare che gli obblighi specifici di condotta siano stati "correttamente" e "diligentemente" adempiuti, e non in maniera meramente formalistica, ma in modo tale da realizzare appieno la funzione informativa e protettiva del cliente, secondo una lettura sostanzialistica<sup>73</sup>.

---

<sup>72</sup> D'altro canto, far discendere dai criteri generali qui in discussione ulteriori e indefiniti obblighi a carico degli intermediari andrebbe in contrasto con quella che è evidentemente una delle principali finalità della precisione con cui gli obblighi di condotta sono stati delineati a livello di normativa secondaria, ovvero quella di sottrarre l'applicazione delle regole di correttezza e diligenza all'autorità giudiziaria, prevedendo dei confini relativamente ben definiti entro i quali essa debba muoversi, ed evitando così un'eccessiva imprevedibilità ed incertezza delle decisioni giudiziarie, con i relativi costi che esse comporterebbero. In questo senso v. A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa*, 1993, I, 292.

Di diverso avviso altra dottrina. Per P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari* cit., 255, i canoni di diligenza e correttezza trovano la loro specificazione nelle numerose regole di condotta, ma non si esauriscono in esse; sostiene inoltre una portata "*self-executing*" dell'art. 21 lett. a) F. SARTORI, *op. cit.*, 139, sostenendo che la specificazione da parte della Consob di tali doveri generali fornisce un utile parametro di valutazione all'autorità giudiziaria in sede rimediale, ma non esclude che quest'ultima possa in ogni caso sanzionare la loro violazione a prescindere e al di fuori dei confini di una tale specificazione.

<sup>73</sup> Ovvero, per dirla con M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., 218, per scongiurare il rischio che l'intermediario "allineando il proprio operato a parametri predeterminati

Il tema introduce e si lega ad un'altra importante considerazione relativa alla disciplina della condotta degli intermediari. Nonostante essa sia dettata a tutela dell'investitore, infatti, non si deve dimenticare l'altra finalità cui risponde e segnatamente la tutela dell'integrità del mercato finanziario. Alla luce di tale disposizione nella pratica gli intermediari potranno operare un contemperamento tra la tutela del cliente e la rispondenza agli interessi del mercato, risultando allora il singolo investitore protetto non in quanto tale e individualmente, ma in quanto appartenente a una predeterminata categoria di soggetti con le medesime caratteristiche. Allora, in relazione a una tale impostazione, il riferimento alle clausole generali di diligenza e correttezza, può costituire la via per recuperare una dimensione maggiormente individualistica, dovendo l'intermediario nella prestazione del servizio avere particolare riguardo per la posizione del cliente, valutando attentamente la natura delle informazioni necessarie per permettergli di esercitare una decisione consapevole, e non limitarsi ad osservare pedissequamente le prescrizioni che gli sono imposte.

I canoni generali qui in discussione ovvero dovrebbero avere un ruolo in sede rimediale<sup>74</sup>, permettendo una valutazione *ex post* e caso per caso dell'effettività della tutela, nel momento in cui si possa ragionevolmente ritenere che l'incertezza del momento applicativo sia adeguatamente compensata dal raggiungimento di un più elevato grado di protezione dell'investitore.

## 2.2. *Gli obblighi di informazione e la graduazione delle tutele in relazione alla classificazione dei clienti*

L'art. 21 lett. b) prevede in via generale gli obblighi informativi che gravano sugli intermediari, obblighi tradizionalmente distinti in attivi e passivi. Il

---

e soprattutto standardizzati" si garantisca "l'esenzione da qualsiasi censura successiva con la semplice adesione a moduli comportamentali astratti, non tagliati sul singolo cliente".

<sup>74</sup> Cfr. F. SARTORI, *op. cit.*, 135

flusso informativo infatti non è unilaterale, ma riguarda entrambe le parti del rapporto. Se da un lato l'intermediario è tenuto a operare in modo che i clienti "siano sempre adeguatamente informati", dall'altro esso deve acquisire dagli stessi "le informazioni necessarie" a fornire il servizio in modo da rispettare gli ulteriori obblighi previsti a suo carico, così come specificati dalla normativa di dettaglio. Al fine di contemperare l'esigenza di tutela degli investitori con quella di efficienza del mercato finanziario, la quale implica un contenimento dei costi a carico dei soggetti abilitati e la garanzia della rapidità delle transazioni, il sistema degli obblighi informativi e di condotta è modellato sulla base di una classificazione degli investitori, attualmente in tre categorie<sup>75</sup>. Tale distinzione dei clienti è basata su un complesso intreccio di norme, di livello primario e secondario, e tuttavia presenta oggi un maggiore livello di garanzia rispetto al passato<sup>76</sup>.

Se nel vigore della versione originaria del t.u.f. infatti la qualificazione alla stregua di cd. "operatore qualificato"<sup>77</sup>, e la conseguente diminuzione del

---

<sup>75</sup> Per il tema della distinzione dei clienti degli intermediari in categorie e della gradazione delle tutele v. *ex multis* R. LENER, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario* cit., 320; A. TUCCI, "Servizio" e "contratto" nel rapporto tra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario* cit., 181; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari* cit., 243; M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento* cit., 223.

<sup>76</sup> Valutava, ad esempio, positivamente la nuova disciplina della classificazione dei clienti R. LENER, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, cit., 323.

<sup>77</sup> Erano "operatori qualificati", a norma del comma 2 dell'art. 31 del vecchio reg. intermediari, "intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante".



grado di tutele accordate dall'ordinamento<sup>78</sup>, era basato su un sistema di dichiarazioni "a incastro" e autoreferenziali<sup>79</sup>, a seguito del recepimento delle previsioni della dir. 2004/39/CE sono state introdotte, al fine dell'inquadramento dei clienti all'interno di una piuttosto che di un'altra classe, procedure più rigorose e basate su parametri fissati dal legislatore, comunitario e quindi nazionale, il tutto nell'obiettivo di scongiurare ingiustificate compressioni di tutela. In piena corrispondenza con le prescrizioni della direttiva Mifid<sup>80</sup> quindi il nostro legislatore ha predisposto una tripartizione dei clienti degli intermediari, a seconda del grado di conoscenza ed esperienza nel settore dei mercati finanziari, nelle categorie delle "controparti qualificate", dei "clienti professionali" e dei "clienti

---

<sup>78</sup> Sempre l'art. 31 del vecchio reg. intermediari prevedeva al comma 1 che la gran parte delle disposizioni che stabilivano obblighi di condotta, compresa la disciplina del conflitto di interessi, non si applicasse a tali soggetti, "a eccezione di quanto previsto da specifiche disposizioni di legge e salvo diverso accordo tra le parti". Si poneva quindi il problema della falsità delle dichiarazioni eventualmente rese spontaneamente dal cliente società o persona giuridica, e attestanti la sua appartenenza alla categoria degli operatori qualificati.

Inizialmente maggioritaria risultava la giurisprudenza operante una lettura formale del dato normativo, avallando così comportamenti opportunistici da parte degli intermediari che si basassero su tali dichiarazioni "autoreferenziali", senza verificare, pur quando fosse nelle loro possibilità, l'effettiva rispondenza del contenuto di tali dichiarazioni alla situazione di fatto. In tal senso ad es. T. Verona, 28 febbraio 2007, T. Venezia 8 novembre 2007, T. Milano 12 ottobre 2007. In senso contrario successivamente A. Milano 13 novembre 2008, in *Giur. it.*, 2009, 1690 ss., in cui, nel rigettare l'opposizione di una banca avverso un provvedimento sanzionatorio della Consob, i giudici rilevano tra l'altro che essa non aveva approntato "accorgimenti procedurali per verificare l'effettivo possesso in capo alla clientela dei requisiti di operatore qualificato richiesti dall'art. 31 Reg. Consob n. 11522/98"; T. Milano 15 ottobre 2008 e Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, reperibili su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). Sulla questione era quindi intervenuta nuovamente la Cassazione, con sent. del 26 maggio 2009, n. 12138, statuendo che la dichiarazione espressa per iscritto da parte dell'investitore di disporre della necessaria esperienza e competenza nel settore interessato "esonera l'intermediario da ulteriori verifiche, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso". In dottrina vedi tra gli altri F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit. 168; A. TUCCI, "Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente cit., 183; R. LENER, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente* cit., 322; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza* cit., 291.

<sup>79</sup> Così P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 246.

<sup>80</sup> Il considerando n. 31 della direttiva 2004/39/CE prevede infatti che "le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori clienti al dettaglio, professionali e controparti" e il considerando n. 41 che "si può rinunciare all'applicazione delle norme di comportamento in caso di operazioni concluse o concordate tra controparti qualificate". Ancora, il considerando n. 44 della direttiva di secondo livello 2006/73/CE stabilisce che, nell'obiettivo "assicurare un giusto equilibrio tra la tutela degli investitori e gli obblighi di comunicazione che si applicano alle imprese di investimento", è opportuno che "gli obblighi specifici di informazione per i clienti professionali" siano "meno rigorosi di quelli che si applicano ai clienti al dettaglio. I clienti professionali, salvo poche eccezioni, dovrebbero poter individuare autonomamente le informazioni di cui necessitano per prendere una decisione informata e chiedere all'impresa di investimento di fornirglielie. Qualora tali richieste di informazione siano ragionevoli e proporzionate, le imprese di investimento devono fornire le informazioni aggiuntive".

al dettaglio”. In applicazione della *know your customer rule* l’intermediario è tenuto ad assumere una pluralità di informazioni sui propri clienti, e operarne preliminarmente la qualificazione nell’ambito della categoria corrispondente alle sue caratteristiche.

Il cliente professionale è definito dall’all. 3 del Regolamento Intermediari come colui che “possiede l’esperienza, le conoscenze e la competenza per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume”. Essendo cioè la finalità degli obblighi informativi e di condotta quella di colmare il *gap* informativo tra clienti e intermediari, è chiaro che risulterebbe antieconomico e contrario alla logica dell’efficienza imporre agli intermediari di ottemperare a tali obblighi anche quando la consapevolezza nelle proprie decisioni possa essere autonomamente raggiunta dall’investitore. Il problema è semmai, come vedremo, quello di considerare se le modalità di classificazione di un cliente come “professionale” siano adeguate a valutare effettivamente la sua conoscenza ed esperienza. In proposito, infatti, i clienti professionali si distinguono in “clienti professionali di diritto”<sup>81</sup> e “clienti professionali su richiesta”, essendo in relazione ai primi soggetti, in quanto esercenti particolari attività nel settore o dotati di specifici requisiti, presunte la conoscenza ed esperienza necessarie ad operare scelte informate, e dovendo invece in relazione ai secondi tali prerogative essere oggetto di un’indagine in concreto da parte dell’intermediario. La direttiva Mifid 2 ha comunque irrigidita la disciplina informativa da seguire anche nei confronti di

---

<sup>81</sup> Sono clienti professionali “di diritto”, a norma della parte I, All. 3 del Reg. Intermediari 2018: *i*) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, quali: banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, OICR, SGR, fondi pensione e altri; *ii*) le imprese di grandi dimensioni che presentano almeno due di seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio di 20 000 000 euro, fatturato netto di 40 000 000 euro, fondi propri per un valore di 2 000 000 euro; *iii*) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari.

tale tipologia di clienti<sup>82</sup>. Con riferimento alla categoria delle controparti qualificate<sup>83</sup> la tutela minima riguarda i soli servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto del cliente e ricezione e trasmissione di ordini. Sono infine definiti in via residuale rispetto alle due predette categorie i clienti al dettaglio<sup>84</sup>, bisognosi del più elevato livello di tutela, e nei confronti dei quali si applicano tutte le disposizioni concernenti gli obblighi informativi e di condotta gravanti sugli intermediari.

La tripartizione appena illustrata tuttavia, e la conseguente graduazione delle tutele, non costituiscono un sistema rigido, essendo piuttosto predisposto un sistema c.d. “di ascensori”<sup>85</sup>, nel senso sia di permettere a un cliente al dettaglio di essere qualificato, in relazione a determinati strumenti e/o servizi, quale professionale, sia di concedere un maggior grado di tutela ad un cliente professionale che ritenga opportuno essere considerato quale cliente *retail*. Tuttavia, come anticipato, tale qualificazione è assistita da maggiori garanzie, non essendo più sufficiente la mera dichiarazione scritta da parte del cliente, ma essendo previsto piuttosto un sistema di dichiarazioni reciproche<sup>86</sup> e la valutazione *sostanziale* da parte dell’intermediario della corrispondenza tra le statuizioni dell’investitore in merito alla propria competenza, conoscenza ed esperienza in materia finanziaria, e la realtà di fatto<sup>87</sup>. In tale valutazione l’intermediario dovrà utilizzare ogni informazione in suo possesso, ma criteri specifici sono dettati

---

<sup>82</sup> Si applicano gli artt. 44, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51 e 52 del Regolamento Delegato, richiamati dall’art. 36, comma 3, del Regolamento Intermediari 2018.

<sup>83</sup> L’identificazione delle controparti qualificate si ricava dal combinato disposto di cui agli artt. 30 MiFID 2, art. 6, comma 2-quater, lett. d), n. 1, 2, 3 del TUF e 61 del RI, attraverso il quale la Consob, esercitando la facoltà attribuitale ai sensi dell’art. 6, comma 2-quater, lettera d) n. 2 del TUF, ha esteso lo status di controparte qualificata a pressoché tutti i clienti professionali privati di diritto.

<sup>84</sup> A norma dell’art. 35 comma 1, lett. e) del Reg. Intermediari 2018 sono clienti al dettaglio coloro che non sono clienti professionali né controparti qualificate.

<sup>85</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 150, nt. 43.

<sup>86</sup> È infatti dettagliatamente disciplinata la procedura nella parte II dell’all. 3 cit., per cui: i) i clienti devono comunicare per iscritto all’intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento o tipo di operazione o di prodotto; ii) l’intermediario deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere; iii) i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni.

<sup>87</sup> A norma della parte II dell’all. 3 del reg. intermediari quindi “la disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando,

dall'all. 3 cit., essendo allora l'esito della valutazione condizionato alla sussistenza di alcuni requisiti oggettivi, legati alla frequenza e all'entità delle operazioni finanziari effettuate<sup>88</sup>. Qualche dubbio è sorto in dottrina circa la sufficienza di tali requisiti, se cioè in presenza degli stessi la qualità di cliente professionale su richiesta potesse essere automaticamente riconosciuta<sup>89</sup> o se piuttosto essi costituissero solo un criterio-guida nella valutazione che l'intermediario deve comunque compiere discrezionalmente in base alla conoscenza, esperienza e competenza che effettivamente riscontri nell'investitore<sup>90</sup>. In questo secondo senso sembra deporre la lettera dell'all. 3 cit. laddove, come visto, statuisce che "nel corso della predetta valutazione devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti", evocando una tale dizione evidentemente un'operazione di indagine dal respiro più ampio rispetto a quella che involvesse tali soli criteri oggettivi espressamente previsti. Molto più semplice è ovviamente la procedura per la classificazione di quel cliente che rientrerebbe tra quelli professionali o tra le controparti qualificate come cliente *retail*, in quanto essa comporta un'implementazione delle tutele e non una loro diminuzione<sup>91</sup>.

---

dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume". Il parametro per valutare tali competenze e conoscenze può essere costituito dal "possesso dei requisiti di professionalità previsti per dirigenti e amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive comunitarie nel settore finanziario".

<sup>88</sup> L'all. 3 parte II del reg. intermediari statuisce che "Nel corso della predetta valutazione, devono essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti: i) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; ii) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR; iii) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

<sup>89</sup> In tal senso sembra propendere M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., 223, il quale nota come "la chiosa dell'allegato sembrerebbe concentrare la propria attenzione (e dunque quella dell'intermediario) esclusivamente sui dati oggettivi prima elencati, se l'espressione 'requisiti' corrisponde a quella usata poco prima nello stesso corpo normativo".

<sup>90</sup> Per la non sufficienza della sussistenza dei requisiti oggettivi elencati nell'all. 3 propende A. PERONE, *La classificazione della clientela*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di D'Apice, Bologna, 2010, 510 ss., per il quale essi vanno considerati alla stregua di presunzioni semplici.

<sup>91</sup> È in tal caso previsto all'All. 3, parte I, ultimo paragrafo, un semplice accordo scritto con l'intermediario, che indichi i servizi, le operazioni e i prodotti in relazione ai quali il cliente viene considerato come al dettaglio.

## 2.3. Tra adeguatezza e appropriatezza

3.3.1. Come detto, la distinzione dei clienti nelle tre categorie previste dalla Mifid e dal legislatore interno è funzionale a una graduazione delle tutele, nell'esigenza di contemperare la finalità microeconomica di tutela dell'investitore con quella, posta a livello macroeconomico, di salvaguarda dell'efficienza del mercato finanziario.

Tale duplice tendenza del sistema è immediatamente evidente nelle regole di adeguatezza e appropriatezza, la profondità delle valutazioni che gli intermediari devono obbligatoriamente effettuare prima di realizzare o raccomandare una determinata operazione di investimento variando a seconda dell'appartenenza del cliente alla classe dei clienti *retail* o a quella dei clienti professionali e delle controparti qualificate.

La disciplina della *conduct of business* nel sistema post-Mifid si presenta dunque più articolata rispetto al passato, risultando differenziata però non solo in relazione alle tipologie di clienti coinvolti, ma anche alla tipologia di servizi di volta in volta prestati, con regole confermate anche dalla Mifid 2.

La regola di adeguatezza<sup>92</sup> infatti risulta una garanzia che assiste l'investitore nell'ambito della prestazione di soli due tra i servizi di investimento, ovvero la consulenza in materia di investimenti e la gestione individuale di portafogli, per la maggiore discrezionalità caratterizzante l'attività dell'intermediario in tali ambiti, e conseguentemente per il maggiore affidamento riposto dal cliente nelle

---

<sup>92</sup> Sulla regola di adeguatezza, così come formulata a seguito del recepimento della direttiva Mifid 1, si veda A. ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2010, p. 728; L. PURPURA, *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2010, p. 609; L. PICARDI, *Obblighi di informazione, responsabilità dell'intermediario e danno risarcibile nella gestione di portafogli*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2012, p. 637; P. SERRAO D'AQUINO, *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario*, in *Giur. mer.*, 7-8, 2012, p. 1745B; D. IMBRUGLIA, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Eur. dir. priv.*, 2, 2016, p. 335.

capacità del primo di gestire il proprio patrimonio mobiliare e realizzare al meglio il proprio interesse. Si tratta cioè di attività che risultano necessariamente personalizzate<sup>93</sup>.

Fondamentale ai fini della valutazione di adeguatezza risulta il flusso informativo passivo, ovvero consistente nella trasmissione di informazioni dal cliente all'intermediario. Infatti, solo se è in possesso di tutte le informazioni riguardanti il proprio cliente (la sua conoscenza ed esperienza, i suoi obiettivi di investimento, la propensione al rischio, la situazione finanziaria) l'intermediario potrà considerare se "la specifica operazione consigliata o realizzata" sia ad egli adeguata. Assume dunque ruolo centrale, come già nella disciplina previgente, la *know your customer rule*<sup>94</sup>.

Al fine di valutare l'adeguatezza, così come anche l'appropriatezza, dell'operazione di investimento, chiaramente l'intermediario, stante la sua natura di soggetto professionalmente operante nel settore, deve conoscere la natura e le caratteristiche principali degli strumenti finanziari trattati. È questo l'oggetto della *know your product rule*, espressamente prevista dalla normativa previgente al

---

<sup>93</sup> La consulenza, infatti, comporta l'indirizzo al cliente di "raccomandazioni personalizzate", la gestione di portafoglio del pari avviene "su base individualizzata". Cfr. A. TUCCI, "Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente, cit., 187, ove l'A. sottolinea come, a rigore, l'elemento della discrezionalità caratterizza solo la gestione di portafogli, risultando però in ogni caso sicuramente "evidente l'affidamento del cliente all'organizzazione dell'intermediario; il che giustifica la comunanza di disciplina".

<sup>94</sup> Affermata a livello di normativa primaria alla lett. 21 lett. b) del t.u.f., essa è specificata a livello regolamentare. L'art. 39 del vecchio reg. intermediari del 2007 prevedeva dettagliatamente le informazioni che l'intermediario doveva ottenere dal cliente o potenziale cliente, "al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari" a lui adatti. Tali informazioni sono quelle riguardanti: i) la conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; ii) la situazione finanziaria; iii) gli obiettivi di investimento (comma 1). Entrando nel dettaglio si prevede quindi che le informazioni relative alla conoscenza ed esperienza devono includere: a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; c) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente (comma 2). Le informazioni relative alla situazione finanziaria devono includere dati sulla fonte e sulla consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari (comma 3), mentre quelle relative agli obiettivi di investimento dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove pertinenti (comma 4).

A seguito dell'attuazione della direttiva Mifid 2, risultano ulteriormente specificati i parametri generali da osservare nella valutazione di adeguatezza, e quindi anche le informazioni che devono essere assunte dal cliente, essendo posto l'accento, nell'ambito della considerazione della sua situazione finanziaria e dei suoi obiettivi di investimento, sulla "capacità di sostenere perdite" e sul "grado di tolleranza al rischio" (art. 25 par. 2 dir. 2014/65/UE e art. 40 Regolamento Intermediari 2018).

recepimento della direttiva Mifid<sup>95</sup>, quindi considerata implicita nella necessità per l'intermediario di valutare la rispondenza dell'investimento al profilo dello specifico cliente, e reintrodotta in sede di recepimento della Mifid 2<sup>96</sup>.

Alla luce dell'art. 40 del nuovo Regolamento del 2018 l'intermediario raccomanda i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente, in particolare in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite<sup>97</sup>, nonché, alla luce dell'art. 41, nell'ambito del servizio di gestione di portafogli, fornisce una dichiarazione di adeguatezza che specifichi la consulenza prestata e indichi perché corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente.

Conseguentemente alla raccolta delle informazioni, l'intermediario è posto in condizione di effettuare la valutazione dell'adeguatezza dell'operazione rispetto allo specifico cliente. In seguito al recepimento della Mifid 2, il nuovo regolamento Consob, rispetto alla sua precedente versione, che all'art. 40 prevedeva espressamente che qualora l'intermediario non fosse stato in grado di effettuare la prescritta valutazione perché non avesse ottenuto le informazioni necessarie, si sarebbe dovuto astenere dal compiere l'operazione, risultando poi pacificamente tale dovere di astensione applicabile anche al caso in cui la valutazione

---

<sup>95</sup> Il riferimento è all'art. 26 comma 1 lett. e) del vecchio reg. intermediari, il quale disponeva che “gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del patrimonio mobiliare acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire”.

<sup>96</sup> La *know your product rule* torna a essere prevista espressamente a seguito dell'attuazione della direttiva Mifid 2, laddove con il d.lgs. 129 del 3 agosto 2017 si è introdotto all'art. 21 del t.u.f. il comma 2-ter, che, in correlazione alla nuova disciplina della *product governance*, sancisce che l'intermediario debba “conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui al comma 2-bis e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente”.

<sup>97</sup> L'art. 40 del Regolamento Intermediari del 2007 prevedeva che “sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito gli intermediari valutano che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli soddisfi i seguenti criteri: a) corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio”.

di adeguatezza avesse dato esito negativo<sup>98</sup>, non contiene tali previsioni, che però risultano espressamente dall'art. 58 del Regolamento UE/565/2017, Qualora quindi, a seguito delle numerose e dettagliate informazioni raccolte, l'intermediario non possa valutare l'operazione come adeguata, ne deriva un obbligo di astensione dal suo compimento, non essendo in dubbio che il predetto dovere di astensione permanga in vigore, ed emergendo comunque dal tenore dell'attuale art. 40 del Regolamento Intermediari, laddove esso, al pari della normativa previgente, continua a non prevedere quel meccanismo di *to disclose or abstain* e di *permissive consent* che erano presenti nella disciplina pre Mifid 1. La disciplina della prestazione dei servizi di consulenza e gestione di portafogli risulta quindi, già a partire dal recepimento della prima direttiva Mifid, caratterizzata in un senso latamente paternalistico<sup>99</sup>, non potendo più configurarsi quel meccanismo di dichiarazioni intrecciate per cui l'intermediario, una volta ottenuto un consenso informato dell'investitore, poteva ugualmente dar corso all'operazione<sup>100</sup>. Secondo la disciplina attuale può, al contrario, nella pratica verificarsi che determinate operazioni di investimento o determinati strumenti finanziari risultino, a seguito di una valutazione compiuta dall'intermediario al momento della prestazione del servizio, del tutto preclusi<sup>101</sup> a categorie di investitori che necessitino di una maggiore protezione, secondo una linea di tendenza che risulta ancora più evidente nella nuova disciplina della *product governance* di cui alla Mifid 2.

---

<sup>98</sup> Tale obbligo era espressamente previsto, dall'art. 39 comma 6 reg. intermediari del 2007, come detto in relazione al caso in cui l'intermediario non ottenesse le informazioni previste, ma era ritenuto sufficiente anche nel caso in cui, proprio alla luce delle informazioni raccolte, l'operazione fosse stata giudicata inadeguata.

<sup>99</sup> Riguardo a tale cambio di passo del legislatore si è parlato di un passaggio da “regola informativa” a “regola di solidarietà”, per cui v. F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25.

<sup>100</sup> L'art. 29 comma 3 del regolamento intermediari del 1998 prevedeva infatti che “gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”.

<sup>101</sup> Per F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 2014, Torino, p. 134, la valutazione di inadeguatezza ha valore “bloccante”.



3.3.2. Per i servizi di investimento diversi da quello di consulenza e di gestione individuale di portafogli la dettagliata valutazione di adeguatezza lascia il posto a una regola di condotta di minore incisività, ovvero la regola di appropriatezza. La valutazione de qua si caratterizza per il fare perno non su elementi oggettivi, quali i valori patrimoniali e finanziari richiesti dal Regolamento Intermediari relativamente all'adeguatezza, ma su un elemento soggettivo, ovvero la *conoscenza ed esperienza* dell'investitore riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio proposto o chiesto<sup>102</sup>, tale da rendere possibile la comprensione dei rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta. È sulla base di questo solo parametro, e non anche della considerazione di obiettivi di investimento e capacità finanziaria, che l'intermediario valuterà l'appropriatezza dell'operazione nel caso di specie.

Il minor livello di tutela fornito da una tale disciplina è tra l'altro enfatizzato dalla circostanza che, in caso di impossibilità di effettuare il test di appropriatezza o di esito negativo dello stesso, l'intermediario non sarà assoggettato ad un dovere di astensione, ma, ai sensi dell'art. 56 del Regolamento Delegato UE/565/2017, richiamato dall'art. 42 del Reg. Intermediari 2018, potrà indirizzare un avviso al cliente di tali circostanze, al fine di ottenere il consenso a procedere ugualmente ad effettuare l'investimento<sup>103</sup>.

All'opposto, infine, rispetto alla tutela approntata per i servizi di consulenza e gestione di portafogli dalla regola di adeguatezza si colloca la previsione delle modalità previste per i servizi cd. di *execution only*, ovvero che si caratterizzano, o dovrebbero caratterizzarsi, per il loro carattere meramente esecutivo,

---

<sup>102</sup> L'art. 42 Reg. Intermediari 2018, relativamente al flusso informativo passivo, fa riferimento allo strumento specifico e non più, come invece l'art. 41 del Regolamento Intermediari del 2007, al "settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto". Resta fermo che poi la valutazione di appropriatezza, anche nella previgente disciplina regolamentare, andava riferita al livello di conoscenza ed esperienza necessari a comprendere i rischi del singolo strumento.

<sup>103</sup> In questo senso si è affermato che tale mera segnalazione dell'inappropriatezza dell'investimento "costituisce una forma 'rafforzata' di informazione, lasciata dal legislatore nella libera disponibilità dell'investitore". V. A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa*, 2015, I, 31.

dovendo l'intermediario semplicemente porre in essere un'attività volta al perfezionamento dell'operazione di investimento, eseguendo o ricevendo e trasmettendo un ordine spontaneamente impartito dal cliente. In tali casi, a norma dell'art. 43 Reg. intermediari 2018, esso non sarà tenuto ad acquisire alcuna informazione dal cliente e non dovrà compiere alcuna particolare valutazione, neanche in merito alla sua conoscenza ed esperienza in materia di investimenti, dovendo limitarsi all'esecuzione dell'attività che gli sia stata richiesta. Tuttavia, tale modalità esecutiva potrà applicarsi a condizione che il cliente sia preventivamente informato per iscritto della minore protezione che nel caso concreto gli sarà fornita, che non si tratti di operazioni su strumenti complessi<sup>104</sup>, e che il servizio sia prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente.

3.3.3. In realtà la differenziazione delle tutele in ragione della tipologia dei servizi prestati si presta ad un'attenuazione, nel senso di una svalutazione della distinzione tra adeguatezza e appropriatezza, laddove si prospetti un'estensione del servizio di consulenza in materia di investimenti e delle maggiori garanzie da cui esso è assistito. Tale interpretazione è stata resa possibile da una modificazione della nozione stessa di consulenza, così come operata dall'autorità di vigilanza<sup>105</sup>. In particolare, in precedenza si distingueva tra la consulenza a carattere generale, che aveva a oggetto una strategia di investimento complessiva o comunque che era relativa a un'intera categoria di strumenti finanziari, da

---

<sup>104</sup> Più nello specifico, deve trattarsi di strumenti rientranti nelle previsioni di cui all'art. 43 del regolamento Intermediari 2018 e dell'art. 57 del Regolamento Delegato UE/565/2017.

<sup>105</sup> Il riferimento è alla comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104 ("Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi"), che sottolinea l'ampiezza della nozione di consulenza contenuta nella dir. Mifid (art. 52), per cui per aversi consulenza è sufficiente una "raccomandazione", che sia "presentata come adatta" al cliente, e che abbia ad oggetto un determinato strumento finanziario. Il rischio che anche per i servizi di collocamento nonché di ricezione e trasmissione ordini si sfoci nella consulenza è quindi elevato, tanto che, nell'Esito sulle consultazioni relative alle "Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti" del 30 ottobre 2007 la stessa Consob aveva posto in luce l'opportunità che l'intermediario approntasse "meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti a contatto con la clientela a predefiniti modelli relazionali", per evitare l'elevato rischio che, stante "l'ampia nozione di consulenza resa dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie", nel presentare "un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente" l'attività in concreto svolta sfoci nella consulenza.

quella a carattere particolare, o consulenza incidentale, non rientrante nell'ambito della consulenza in senso proprio, in quanto costituiva sì una raccomandazione, ma che si accompagnava alla prestazione di altro servizio di investimento<sup>106</sup>. Si è però, a seguito della ricezione della Mifid, affermata l'opposta concezione di consulenza. Essa viene espressamente definita come riguardante "uno specifico strumento finanziario" e non un'intera categoria. Questo restringimento del campo, da categorie di strumenti finanziari a singoli strumenti ben determinati, ha spostato il baricentro del problema, causando in pratica una sovrapposizione tra la nozione di consulenza in senso stretto (quale servizio di investimento autonomo) e quella di cd. consulenza incidentale o strumentale.

I sostenitori di una lettura maggiormente garantista hanno quindi ritenuto di poter ravvisare gli estremi del servizio di consulenza in ogni caso di "consiglio *spot* sul singolo strumento finanziario fornito dall'intermediario in occasione della prestazione di un qualsiasi servizio di investimento"<sup>107</sup>, determinando una tale riqualificazione della fattispecie l'applicazione alla stessa dell'intero sistema di maggiori garanzie connesse alla consulenza, e cioè quelle insite nella valutazione di adeguatezza: quindi il riferimento anche agli obiettivi di investimento e alla capacità finanziaria, ma soprattutto l'obbligo di astensione in caso di inadeguatezza dell'operazione o strumento al profilo dell'investitore.

Il problema dell'esatta definizione dei limiti della consulenza quindi si pone in relazione ad altri servizi, in primis la negoziazione per conto proprio, nella quale, anche se l'iniziativa dovrebbe essere del cliente, non può non ravvisarsi

---

<sup>106</sup> Essa consiste in quell'attività di "presentazione delle opportunità di investimento e di assistenza del cliente nella scelta degli investimenti medesimi", che è unanimemente considerata "momento inscindibile di ogni servizio di investimento". Così G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del "servizio di consulenza in materia di investimenti"* (art. 1, comma 5, lett. f, d.lgs. n. 58 del 1998), in *Contr.e impr.*, 2009, 330, il quale è in realtà critico su tale assimilazione della "consulenza in materia di investimenti" alla "consulenza generica". La consulenza incidentale veniva quindi assorbita nella disciplina approntata per il servizio di investimento effettivamente prestato, al quale essa di volta in volta accedesse.

<sup>107</sup> Così, seppur su una posizione critica, A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa*, I, 2015, 31.

un interesse particolare dell'intermediario<sup>108</sup>, che potrebbe facilmente influenzare la decisione dell'investitore, facendole perdere il carattere dell'autonomia. Nulla sembra ostare dunque in tali casi ad una riqualificazione del servizio che sia in concreto prestato<sup>109</sup>, ai fini dell'applicazione di una disciplina maggiormente garantista<sup>110</sup>, dovendo però l'argomento sul quale fare leva essere non la nozione di consulenza<sup>111</sup>, quanto in generale la sussistenza o meno di un contesto di affidamento del cliente sul ruolo guida dell'intermediario, ai fini della scelta dell'investimento da effettuare.

D'altro canto, alla stessa conclusione sembra doversi giungere con riguardo ad un altro specifico caso in cui emerge la necessità di un innalzamento del grado

---

<sup>108</sup> V. A. TUCCI, *"Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente*, cit., 191, laddove l'A. sottolinea una "possibile 'interferenza interessata' dell'intermediario nella decisione di investimento". Emerge allora di conseguenza la possibile "interferenza" anche della disciplina applicabile al servizio di consulenza. A favore di una tale interpretazione anche D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, cit., 24, per il quale "in tutti i casi in cui di fatto la consulenza è prestata (...) noi non siamo in presenza di una semplice esecuzione di ordini che come tale non è soggetta al precetto di adeguatezza, ma (...) in presenza di una consulenza dell'intermediario".

<sup>109</sup> M. DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti*, cit., in un eccesso di scrupolo sottolinea comunque l'assenza di previsioni di una forma solenne per la prestazione del servizio di consulenza come condizione importante al fine del "sistematico superamento del regime dell'appropriatezza a favore di quello dell'adeguatezza, sottolineando comunque A. TUCCI, *"Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente*, cit., come anche in assenza di questa precisazione sulla forma, "l'accertamento che, in concreto, l'intermediario ha prestato attività di consulenza -così indirizzando le decisioni di investimento del cliente" senza dubbio giustifica l'applicazione della regola di adeguatezza. Argomentazione, questa dell'irrelevanza del requisito di forma, che potrebbe assurgere a ben maggiore rilievo, nel momento in cui, con l'attuazione della Mifid 2, anche il contratto di consulenza dovrà rivestire forma scritta laddove sia prevista una valutazione periodica dell'adeguatezza.

<sup>110</sup> In realtà una tale approccio, dal carattere ancora una volta paternalistico, non sembra ad altri condivisibile, stando al dato normativo, il quale chiaramente distingue tra i diversi tipi di servizi di investimento ai fini di una corretta individuazione dell'ambito di applicazione delle due differenti regole di condotta. Critico in particolare A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento* cit., per il quale un tale "intervento definitorio relativo alla consulenza si risolve in un'*interpretatio abrogans* dell'originario sistema tripartito contenuto nell'art. 19 Mifid". Sembra cioè, per tale opinione, quello in discussione essere uno dei casi in cui non si può andare oltre i confini ben definiti delle *rules*, invocando un principio generale come quello della tutela effettiva dell'investitore.

<sup>111</sup> In particolare, non il frequentemente richiamato considerando n. 81 della dir. 2006/73, secondo il quale "la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari", in quanto la locuzione si dovrebbe riferire all'*output* della consulenza, ovvero ai *determinati* strumenti che risultino proposti al cliente, non a quelli analizzati e presi inizialmente in considerazione dal consulente, i quali devono al contrario consistere in "un numero di prodotti sufficientemente ampio", seppur non in "*tutti* in assoluto i prodotti esistenti sul mercato". Per tali considerazioni v. G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di «consulenza in materia di investimenti»* (art. 1, comma 5°, lett. f, d. lgs. n. 58 del 1998), in *Contr. e impr.*, 2009.

di tutela degli investitori, ovvero quello in cui sia stipulato tra cliente e intermediario un contratto derivato OTC<sup>112</sup>.

In relazione a tali strumenti infatti deve rilevarsi come, anche quando teoricamente si esuli dalle fattispecie dei servizi di consulenza o di gestione di portafogli, quando cioè un derivato sia oggetto di un servizio di negoziazione, è allora la natura stessa del derivato a far tornare in gioco la disciplina dell'adeguatezza. In relazione a tali strumenti, infatti, essendo essi essenzialmente forniti "su misura" all'investitore, si profila in ogni caso la fattispecie della consulenza, con l'applicazione conseguente della regola di adeguatezza.

La questione va probabilmente considerata anche da un punto di vista di stretta attualità, tenendo conto cioè delle novità introdotte con la dir. Mifid 2 e che entreranno in vigore nel nostro ordinamento a partire dal gennaio 2018<sup>113</sup>.

In materia di consulenza, infatti è stato normativizzato il concetto di consulenza indipendente, nell'ambito di un più generale progetto di rivisitazione della nozione di tale servizio, e nell'ottica di una sua frammentazione in vista di un accrescimento del grado delle tutele assicurate agli investitori<sup>114</sup>.

Gli intermediari non saranno tenuti a fornire necessariamente un servizio di consulenza indipendente, ma potranno scegliere con quali modalità agire. La nozione di servizio di consulenza rimane la medesima<sup>115</sup>, sono appunto le modalità di prestazione del servizio a poter essere differenziate, in considerazione della clientela, dei prodotti interessati, delle forme di remunerazione.

Le condizioni perché la consulenza possa definirsi indipendente sono quindi definite mediante le prescrizioni cui l'impresa di investimento deve attenersi,

---

<sup>112</sup> Anche in questo caso può farsi riferimento alla Comunicazione Consob 2 marzo 2009 cit., in cui si specifica come, seppur in una logica di standardizzazione, tali prodotti finanziari, essendo l'operazione creata "su misura" per l'investitore, siano presentati come "adatti" alla clientela, rendendo "imprescindibile" l'applicazione della regola di adeguatezza.

<sup>113</sup> Saranno infatti operative da gennaio le modifiche apportate al t.u.f. con il decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129, attuativo della dir. 2014/65/UE del Parlamento europeo (Mifid 2), così come modificata dalla dir. 2016/1034/UE.

<sup>114</sup> Nel considerando n. 70 della Direttiva 2014/65/UE si legge come "a motivo dell'importanza sempre considerevole delle raccomandazioni personalizzate per i clienti e della crescente complessità di servizi e strumenti è necessario rafforzare le norme di comportamento da rispettare al fine di accrescere la tutela degli investitori".

<sup>115</sup> Art. 4 n. 4 dir. 2014/65/UE

riguardanti la gamma degli strumenti finanziari che devono essere valutati, i quali non possono essere limitati a quelli emessi o forniti dall'impresa stessa o da altra ad essa in qualche modo collegata, e gli onorari, commissioni o altri benefici che devono essere esclusi<sup>116</sup>. L'impresa dovrà quindi, quando presta il servizio in questione<sup>117</sup>, informare il cliente in tempo utile circa le modalità dello stesso<sup>118</sup>.

Ricollegandoci alla questione dei confini del servizio di consulenza in materia di investimenti e ai suoi rapporti con la consulenza strumentale, sembra quindi che possa affermarsi come, perlomeno nel caso in cui l'impresa presti un servizio di consulenza su base indipendente, detti confini saranno ben più netti rispetto al passato. Se infatti nella prestazione di un qualsiasi servizio di investimento può ravvisarsi una presentazione dello strumento come "adatto" al cliente, sì da far sorgere dubbi che si tratti piuttosto di un servizio di consulenza, laddove risulti un'interferenza dell'intermediario nella decisione del cliente, nel caso della consulenza su base indipendente tale interferenza non potrà sempre

---

<sup>116</sup> Più nello specifico, l'art. 24, paragrafo 7, lett. *a* e *b* prevede che: "Quando l'impresa di investimento informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita su base indipendente, essa: *a*) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti: *i*) dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o *ii*) da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; *b*) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti; tali benefici sono esclusi dalla presente disposizione. Tali previsioni sono state attuate nel nostro ordinamento, mediante l'inserimento ad opera del d.lgs. 3 agosto 2017, n. 279, dell'art. 24-*bis* nel t.u.f. ("*Consulenza in materia di investimenti*")

<sup>117</sup> In sede quindi di informativa precontrattuale.

<sup>118</sup> Ovvero, a norma dell'art. 24 par. 4 lett. *a*) della dir. 2014/65/UE, dovrà essere indicato al cliente: *i*) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno; *ii*) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; *iii*) se l'impresa di investimento fornirà ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari ad essi raccomandati.

Tale disciplina è stata puntualmente recepita dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, che inserisce nel t.u.f. l'art. 24-*bis*.

verificarsi, dovendo il soggetto abilitato fare riferimento a una più ampia gamma di prodotti e non limitarsi solo a quelli da esso o da impresa collegata emessi o forniti. Il che fa venir meno quello che era il principale motivo per cui si paventava un'estensione della disciplina dell'adeguatezza, e cioè della consulenza, anche in caso di consigli su singole operazioni o strumenti forniti nell'ambito della prestazione di altra tipologia di servizio, ovvero il rischio di un'indebita interferenza dell'intermediario che andasse a svantaggio dell'interesse del cliente.

La distinzione tra consulenza vera e propria e consulenza incidentale sembra infatti doversi rinvenire, come già era stato in precedenza proposto<sup>119</sup>, non nella presenza o meno di una raccomandazione personalizzata<sup>120</sup>, ma nella neutralità o meno del soggetto che presta la consulenza. Quando questa neutralità manchi, quando cioè siano al cliente effettuate raccomandazioni in relazione agli strumenti trattati ma senza tenere conto di un ampio *range* diversificato di possibilità esistenti sul mercato, potrà applicarsi la disciplina della consulenza solo se espressamente si sia in presenza di un tale servizio, dovendo altrimenti rinvenirsi una mera consulenza generica, come tale assorbita nella regolamentazione del servizio cui accede<sup>121</sup>.

---

<sup>119</sup> Cfr. G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di «consulenza in materia di investimenti*, cit.

<sup>120</sup> Sussistendo una tale raccomandazione o comunque la presentazione di uno strumento od operazione come adatti al cliente in casi ben più numerosi di quelli nei quali si configuri un effettivo servizio di consulenza.

<sup>121</sup> E potendosi comunque, nel caso in cui l'intermediario ponga in essere interferenze opportunistiche nella scelta operata dal cliente, invocare la generale prescrizione di operare con "diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati", e potendo dunque in tal caso invocare uno *standard* generale per supplire a possibili lacune o abusi nascosti tra le pieghe delle *rules*.

### 3. Le conseguenze della violazione degli obblighi di comportamento

#### 3.1. *La dottrina e la giurisprudenza sul “risparmio tradito”: tra nullità virtuale e risarcimento del danno*

Le conseguenze della violazione delle regole di condotta, in assenza di valide indicazioni da parte del legislatore, sono state al centro di un intenso dibattito, andato avanti (e non ancora del tutto sopito) in dottrina<sup>122</sup> e alimentato dai numerosi contrasti verificatisi nella giurisprudenza di merito.

Come anticipato, il legislatore ha previsto per il solo caso di violazione della prescrizione di forma di cui all'art. 23 t.u.f. un preciso rimedio, e segnatamente quello a carattere reale della nullità, mentre in relazione alle altre regole che disciplinano l'attività degli intermediari non ha ritenuto di dettare alcuno specifico criterio volto a individuare le conseguenze della loro violazione. Di conseguenza, ampia è stata l'opera di ricostruzione dell'interprete, caratterizzata da una grande diversità di apporti e orientata alla ricerca di una soluzione all'interrogativo circa quale fosse il rimedio più adatto.

Tra i rimedi contrattuali posti nella disponibilità dell'investitore era in passato accolta dalla giurisprudenza, soprattutto nella stagione del c.d. risparmio tradito, e quindi in un certo senso sulla scorta emozionale conseguente alle irregolarità riscontrate nella gestione dell'attività da parte degli intermediari e che sono costate a molti risparmiatori la perdita della totalità delle somme da essi investite,

---

<sup>122</sup> V. ex multis V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. impr.*, 3, 2005, 896; A. TUCCI, *La violazione delle regole di condotta degli intermediari, fra “nullità virtuale”, culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa*, 5, 2007, 621; F. LUKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, in *Banca borsa*, 4, 2006, 498; A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 5, 2005, 1012; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, nota a Cass. civ. sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725; P. MORANDI, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. e Contr.*, 2009, 1, 47; M. MAGGIOLO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 3, 2010, 496; E. RIGHINI, *Recenti sviluppi della giurisprudenza di merito sulla tutela dell'investitore*, in *Giur. comm.*, 1, 2009, 150.



l'opzione per il rimedio della nullità virtuale di cui all'art. 1418, comma 1 c.c.<sup>123</sup>, cioè per contrarietà a norme imperative, configurandosi così quella che è stata definita come una vera e propria “fuga dai rimedi risarcitori”<sup>124</sup>.

Alla base di una tale ricostruzione vi era la constatazione della finalità non solo individualistica ma anche pubblicistica delle regole di condotta dettate a disciplinare l'attività degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento. Dell'endiadi tra tutela dell'investitore e tutela del mercato finanziario si è detto nel corso della trattazione. Qui si deve quindi, nell'ambito di un discorso circa i rimedi azionabili in caso di lesione degli interessi dei clienti degli intermediari, dare conto di quelle interpretazioni che hanno voluto cogliere proprio in una tale duplice valenza degli obblighi *de quo*, e segnatamente nel loro essere rivolti anche a finalità di interesse generale, un appiglio per farne discendere la nullità dei contratti stipulati dagli investitori con gli intermediari che tali obblighi abbiano violato.

Se infatti tali prescrizioni sono poste a tutela di valori generali dell'ordinamento, e non sono solo relative alla protezione di singoli individui o categorie di individui, la loro violazione, configurando violazione di norme imperative, dovrebbe comportare la nullità del relativo contratto.

D'altro canto, l'opzione per la nullità virtuale risultava conseguenza anche di valutazioni pratiche, non potendo non rilevarsi, nella ricerca di un rimedio effettivo che garantisse all'investitore il recupero del capitale investito e andato tendenzialmente perduto in operazioni rivelatesi del tutto infruttuose, come in particolare nel caso delle obbligazioni Cirio e Parmalat e dei bond argentini si era verificato, che il rimedio della nullità, in quanto comportante una condanna dell'intermediario alla restituzione delle somme somministrate dal cliente per

---

<sup>123</sup> V. T. Mantova 18 marzo 2004, reperibile su *ilcaso.it*; T. Firenze 24 marzo 2005, T. Palermo 17 gennaio 2005, reperibili su *dejure online*; T. Torino 7 novembre 2005, in *Giur. it.*, 3, 2006, 521, con nota di Cottino; T. Firenze 19 aprile 2005, reperibile su *ilcaso.it*.

<sup>124</sup> Così A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 5, 2005, 1012.

l'acquisto degli strumenti finanziari, presentava indubbi vantaggi, rispetto semmai a un rimedio alternativo come quello risarcitorio, che avrebbe comportato valutazioni non sempre semplici in merito alla quantificazione del danno<sup>125</sup>. L'investitore risultando infatti esonerato dal dover provare il danno subito e il nesso causale tra le violazioni poste in essere dall'intermediario e tale danno, e il giudice dal dover operare una quantificazione del danno non semplice, in un contesto tecnico e sofisticato come quello dei mercati finanziari.

In realtà però un tale atteggiamento della giurisprudenza già in passato aveva prestato il fianco a critiche, d'altro canto discostandosi da una tale soluzione numerose e successive pronunce di merito<sup>126</sup>.

La nullità era insomma la “via più breve”<sup>127</sup> e sicura per tutelare l'investitore, ma allo stesso tempo presentava non pochi lati d'ombra.

Riguardo l'ultimo punto cui si è fatto riferimento, ovvero quello del danno subito dall'investitore, non vi è dubbio che una pronuncia di nullità, comportando come detto il venire meno della necessità di ogni valutazione circa l'effettiva sussistenza di un danno in capo al soggetto agente, così come circa la sussistenza di un nesso causale tra tale eventuale danno e il comportamento scorretto dell'intermediario, azzerasse quella componente di rischio insita necessariamente in ogni operazione di investimento e derivante dall'andamento del mercato, addossando in ogni caso all'intermediario le conseguenze economiche di un investimento che poteva essersi rivelato negativo sì in conseguenza di una

---

<sup>125</sup> Sui risvolti pratici della “via breve” costituita dalla declaratoria di nullità del contratto v. ad es., seppur critico, V. ROPPO, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 1, 2006, 25, per cui “la strada da seguire non è quella più corta e più facile; bensì quella tecnicamente più corretta. La pronuncia di nullità è via corta e facile, soprattutto grazie all'automatismo del meccanismo restitutorio: per il giudice è più comodo disporre che il risparmiatore recuperi esattamente la somma investita presso l'intermediario (oltre interessi), piuttosto che onerarsi di difficili calcoli sul *quantum* di danni e relativi risarcimenti”.

<sup>126</sup> In giurisprudenza, per il rimedio risarcitorio v. ad es. T. Novara 10 gennaio 2006; A. Milano 13 ottobre 2004, T. Tivoli, 27 ottobre 2006, reperibili su *dejure online*; T. Monza 12 dicembre 2006, in *Contratti*, 3, 2006, con nota di Sangiovanni; T. Rimini 11 maggio 2005, T. Milano 24 novembre 2005, T. Catania 22 novembre 2005 e T. Torino 14 dicembre 2005, in *Giur. it.*, 3, 2006, 521, con nota di Cottino.

<sup>127</sup> Così A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di condotta*, cit., che afferma come “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”.

violazione delle norme di condotta sullo stesso gravanti, ma anche semplicemente a causa di fattori esterni al rapporto cliente-intermediario e ascrivibili più in generale al funzionamento dei mercati finanziari<sup>128</sup>.

Inoltre, il giudice non avrebbe potuto in alcun caso valutare la condotta del cliente, pur sempre parte del rapporto, con la conseguenza che un suo eventuale concorso di colpa nella causazione del danno sarebbe rimasto privo di rilevanza, e le conseguenze economiche sopportate dall'intermediario avrebbero potuto anche in un tal caso essere superiori a quelle effettivamente a lui imputabili.

Senza contare inoltre, e da un opposto punto di vista, che il rimedio della nullità potrebbe ritorcersi contro lo stesso investitore, nel momento in cui, venuto meno il contratto-quadro, dovrebbero essere caducate tutte le operazioni successive e da questo dipendenti, anche quelle eventualmente andate a buon fine<sup>129</sup> (tale rilievo prescindendo però dalla prassi dell'uso selettivo della nullità).

Quindi, permettendo di considerare l'entità della violazione dell'intermediario, la sussistenza di un effettivo nesso di causalità tra questa e il danno subito dall'investitore, nonché l'eventuale concorso di colpa di quest'ultimo, quello risarcitorio (e solo eventualmente risolutorio) si presenterebbe, al contrario della "via breve" costituita dalla nullità, come "un'arma intelligente"<sup>130</sup>, consentendo di andare a colpire solo laddove si sia verificata la violazione, e di quantificare il risarcimento del danno proporzionalmente alla gravità della lesione.

---

<sup>128</sup> Per tale prospettiva propria dell'analisi economica del diritto v. ad es. F. LUKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, in *Banca borsa*, IV, 2006, 498; A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di condotta*, cit., il quale rileva che i costi di un tale eccessivo ricorso alla sanzione della nullità e della traslazione del rischio sugli intermediari si traduce in un aumento delle commissioni applicate, a discapito di tutti i clienti, nonché in un eccessivo deterrente che rischia di scoraggiare dall'esercizio dell'attività i soggetti abilitati di più piccole dimensioni, con effetti negativi quindi ulteriori, "sul piano della concorrenza e dell'efficienza allocativa del mercato".

<sup>129</sup> Non nutre invece alcuna preoccupazione sotto tale profilo D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 3, 2009, 68, il quale, configurando una nullità per contrarietà all'ordine pubblico, sottolinea come essa deve operare al di là della logica dei vantaggi e degli svantaggi che ne possono derivare per i contraenti.

<sup>130</sup> Così F. LUKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, cit.

### 3.2. *L'intervento delle Sezioni Unite*

Dopo una serie di oscillazioni giurisprudenziali quindi, tra la nullità virtuale e il riconoscimento del semplice diritto al risarcimento del danno per inadempimento (ed eventualmente, in caso di inadempimento grave, del diritto alla risoluzione del contratto), la giurisprudenza di legittimità è tuttavia intervenuta sul punto, a dettare una serie di principi che facessero chiarezza nell'incerto ed eccessivamente variegato panorama delle pronunce dei giudici di merito.

Già con pronuncia del 2005<sup>131</sup>, quindi con le celebri sentenze gemelle del 2007<sup>132</sup>, la Cassazione è quindi intervenuta, facendo pendere l'ago della bilancia per il rimedio risarcitorio, sulla base di una fondamentale riaffermazione delle generali categorie del diritto, e di una serie di argomentazioni che involgono i più generali principi del diritto dei contratti e delle obbligazioni<sup>133</sup>.

La linea di discriminare tra la possibilità di configurare una nullità virtuale e il prospettarsi di un rimedio risarcitorio è data, per la Cassazione, dalla distinzione tra, nell'ambito delle norme imperative, le regole di comportamento, che attengono cioè alla condotta che le parti devono tenere, in fase di trattative o nel corso dell'esecuzione del contratto, e le regole di validità, che attengono alla fattispecie genetica dello stesso<sup>134</sup>. Ovvero, la violazione di norme imperative

---

<sup>131</sup> Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e resp.*, 1, 2006, 25, con nota di Roppo e Afferni.

<sup>132</sup> Cass. 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Danno e resp.*, 5, 2008, 525, con nota di Roppo; in *Corr. giur.*, 2, 2008, 223; con nota di Mariconda; Cass. 19 dicembre 2007, n. 26725, in *La resp. civ.* 6, 2008, 525, con nota di Toschi Vespasiani; in *Dir. Fall.*, II, 2008, con nota di Sartori.

<sup>133</sup> Per l'importanza dei principi e categorie propri del diritto civile nell'ambito della problematica in commento, vedi V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento* cit.

<sup>134</sup> In realtà, dubbi nutrivano su una tale classificazione delle norme imperative V. ROPPO, *Dai contratti finanziari al contratto in genere* cit. L'A. ritiene infatti che, nel lodevole intento di limitare l'estensione dell'ambito della nullità virtuale da parte dei giudici di merito oltre la violazione di norme incidenti sulla fattispecie negoziale, Cass. 19024/2005 sia arrivata poi a restringere eccessivamente un tale ambito di operatività dell'art. 1418 comma 1, non configurando un *tertium genus* tra le norme relative alla struttura e contenuto del contratto e quelle di comportamento. Nel caso in cui infatti sia violata norma imperativa riguardante la struttura o il contenuto del contratto, sembra configurarsi una nullità per illiceità della causa, o del motivo comune determinante, o dell'oggetto del contratto, rientrando allora tali casi nell'art. 1418 comma 2; mentre con riferimento alla previsione in base alla quale la nullità può discendere anche dalla violazione di norme di comportamento per espressa previsione legislativa, ci si colloca per l'A. nell'ambito di operatività del comma 3, trattandosi ovvero di nullità testuale. Insomma, la Cassazione avrebbe dovuto maggiormente impegnarsi nello sforzo di delineare correttamente i confini della nullità virtuale, sembrando altrimenti che così per la nullità virtuale non residui "alcun margine di autonomia esistenza", con il rischio che l'art. 1418 comma 1 rimanga "lettera morta".

non importa sempre e comunque nullità del regolamento negoziale, ma un effetto invalidante si avrà solo nel caso in cui a essere violate siano le norme del primo tipo. Quando si tratti di meri comportamenti contrari a diritto, il contraente che li ha posti in essere incorrerà in responsabilità, non potendo però la violazione incidere sulla genesi dell'atto negoziale, quanto meno nel senso che non sarà idonea a provocarne la nullità.

Le Sezioni Unite, così come implicitamente l'antecedente sentenza del 2005, vanno in pratica a riprendere una tradizionale impostazione civilistica, ovvero quella della distinzione tra regole di validità e regole di comportamento. Proprio l'annacquamento dei confini tra le due categorie di norme era stata una delle critiche<sup>135</sup> mosse nei confronti dell'orientamento della giurisprudenza di merito favorevole a dichiarare la nullità virtuale del contratto pur in presenza di violazione di regole di condotta.

Nel momento in cui si ammetta che la violazione delle regole di condotta da parte degli intermediari determini la nullità del contratto concluso con il cliente, si sta evidentemente andando oltre una tale distinzione, ponendola di fatto nel nulla. La Cassazione invece ristabilisce i confini tra le due categorie normative, configurando, quale rimedio idoneo ad assistere la violazione delle regole di comportamento, quello risarcitorio, in corrispondenza del sorgere, in capo all'intermediario, di responsabilità precontrattuale o contrattuale.

A ben vedere, le pronunce di merito precedenti a una tale soluzione propugnata dalle Sezioni Unite, quando anche optavano per una soluzione risarcitoria, non

---

Ben accolta è stata allora la "smentita" di una tale delimitazione operata dalle Sezioni Unite, laddove esse hanno precisato come "l'area delle norme inderogabili, la cui violazione può determinare la nullità del contratto in conformità al disposto dell'art. 1418, comma 1 c.c., è in effetti più ampia di quanto parrebbe a prima vista suggerire il riferimento al solo contenuto del contratto medesimo. Vi sono ricomprese sicuramente le norme che, in assoluto, oppure in presenza o in difetto di determinate condizioni oggettive o soggettive, direttamente o indirettamente, vietano la stipulazione stessa del contratto". In questi casi viene infatti in considerazione un contrasto della stessa esistenza del contratto con norme imperative, che è ragione ancora più radicale di quelle dipendenti dalla contrarietà a norma imperativa del contenuto dell'atto.

<sup>135</sup> Per cui v. V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento* cit.

erano concordi nel definire a quale fase attenessero gli obblighi (*in primis* informativi) violati dagli intermediari, con le conseguenti incertezze in punto di risarcimento del danno.

Infatti, stante la natura “bifasica” della contrattazione tra cliente e intermediario, nel collegamento negoziale sussistente cioè tra un contratto-quadro, dettante la disciplina generale del rapporto, e i singoli ordini che concretavano le operazioni, gli obblighi di informazione erano considerati alternativamente come obblighi contrattuali, discendenti dal contratto-quadro, cosicché la loro violazione poteva portare anche alla risoluzione dello stesso con conseguente effetto a cascata sulle operazioni successive, o, in riferimento a tali singole operazioni, come obblighi di informazione precontrattuali, configurando talvolta, anche se secondo un orientamento molto meno diffuso, un vizio della formazione del consenso del cliente, con conseguente diritto all’annullamento dell’operazione<sup>136</sup>.

La Cassazione, invece, tenendo presente la distinzione tra i due livelli del contratto-quadro e dei singoli ordini, sulla natura dei quali pure in realtà non prende posizione netta, detta il fondamentale principio in base al quale, anche in tema di intermediazione finanziaria, la responsabilità precontrattuale sorge non solo in caso di mancata conclusione del contratto o di conclusione di un contratto invalido o comunque inefficace, ma anche nel caso in cui le trattative sfocino nella conclusione di un contratto valido ed efficace, che però si rilevi svantaggioso per l’investitore, in quanto siano stati violati gli obblighi di informazione precontrattuale. Sorgerà quindi responsabilità precontrattuale quando siano violati obblighi di comportamento relativi alla fase delle trattative antecedenti il contratto-quadro o relative alla stipulazione dello stesso; responsabilità contrattuale quando siano violati obblighi che attengano alla fase di esecuzione del rapporto e quindi relativi anche alle singole operazioni, potendo allora anche in

---

<sup>136</sup> T. Pinerolo, 14 ottobre 2005, in *Giur. it.*, 3, 2006, con nota di Cottino; T. Taranto 1 luglio 2008, reperibile su *ilcaso.it*; che pronuncia l’annullamento del contratto in quanto concluso presumibilmente “con modalità che di fatto non hanno consentito (all’attore) di comprendere effettivamente le caratteristiche salienti e quindi di assumersene il rischio”.

tale caso il contratto essere caducato, qualora l'adempimento presenti il requisito di non scarsa importanza, di cui all'art. 1455 c.c., previsto ai fini della risoluzione. Quindi, anche quando si tratti di obblighi informativi relativi alle singole operazioni, volti cioè a porre il cliente in condizione di dare un consenso informato alle stesse, comunque si configurerà responsabilità contrattuale, trattandosi in specie di obblighi che, seppur di fonte legale, rientrano nel contenuto del contratto, se non per espressa previsione delle parti, a norma dell'art. 1374 c.c., trattandosi di norme imperative. La Cassazione, infatti, svaluta l'autonomo rilievo delle singole operazioni, configurando il contratto-quadro tendenzialmente quale mandato e, pur ammettendo che tali operazioni possano avere natura negoziale, le configura pur sempre come il momento attuativo del primo. Sarà, nelle intenzioni dei giudici di legittimità, sempre il contratto-quadro a rimanere inadempito, ed eventualmente sarà il contratto-quadro a risultare oggetto di risoluzione, non i singoli ordini.

Relativamente alla responsabilità precontrattuale, e alla sua estensione al caso di contatto valido ed efficace ma sconveniente, è evidente che il danno non potrà consistere nel risarcimento dell'interesse positivo, come nel caso della responsabilità contrattuale, né in quello dell'interesse negativo, come se il contratto non fosse mai stato concluso, ma dovrà essere risarcito il minor vantaggio o il maggior aggravio derivato per il cliente a causa della violazione da parte dell'intermediario degli obblighi suddetti, per non aver in pratica l'investitore potuto assumere una decisione effettivamente informata e consapevole.

### 3.3. *Orientamenti critici e ulteriori soluzioni*

La soluzione predisposta delle Sezioni Unite ormai quindici anni fa è stata seguita dalla giurisprudenza successiva<sup>137</sup>, la quale ha accolto la distin-

---

<sup>137</sup> Confermano l'orientamento *de quo* più di recente: Cass. 16 maggio 2016, n. 9981; T. Bari 17 febbraio 2016; T. Salerno 20 febbraio 2015; T. Monza 13 gennaio 2015; Cass. 10 aprile 2014, n. 8462; T. Firenze

zione tra regole di validità e regole di comportamento come valido canone decisorio, meritevole di fungere da criterio discrezionale ai fini della determinazione della pronuncia da adottare nel caso di specie. Ma essa non è altrettanto fuori discussione in dottrina, la quale ne ha contestato da un lato la non decisività ai fini della ricerca di una risposta all'interrogativo che la Corte era chiamata a risolvere<sup>138</sup>, dall'altro ne ha sottolineato la non attualità<sup>139</sup>. Inoltre, i lati negativi del rimedio invalidatorio e delle conseguenze restitutorie non sono dato indiscusso in dottrina, come si vedrà in seguito. Non mancano, in via generale, argomenti che possano far rimettere in discussione le conclusioni cui si è giunti ormai una decina di anni fa, e che già allora si basavano su argomentazioni che non erano pacificamente condivise.

Una revisione della materia rimediale potrebbe imporsi anche alla luce dell'entrata in vigore della disciplina dettata dalla Mifid 2, tenendo in debita considerazione le novità in tema di *product governance* e *product intervention*,

---

20 febbraio 2014; T. Bari 20 febbraio 2014; T. Firenze 20 febbraio 2014; T. Monza 7 maggio 2013; A. Bari 23 novembre 2012; T. Bari 4 settembre 2012.

<sup>138</sup> In questo senso V. ROPPO, *Nullità virtuale del contratto (di intermediazione finanziaria)*, in *Danno e resp.*, 5, 2008, 536, che sottolinea come richiamare la distinzione tra regole di validità e regole di comportamento per risolvere il problema delle conseguenze della violazione delle seconde da parte degli intermediari, non è argomento decisivo, essendo per l'A. "chiaro che pretendere di giustificarla con il principio sistematico di non interferenza fra norme di comportamento e norme di validità sarebbe accampare una ben misera giustificazione. Poco più che una tautologia". Ovvero, per l'A. la lesione della distinzione *de quo* che si veniva a configurare nel caso in cui per la violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari fosse predicata la nullità virtuale, costituiva argomento contrario ad una tale soluzione giurisprudenziale, ma non può costituire anche la soluzione al dibattito. Egli prospetta altre possibili ricostruzioni, come considerare che la violazione di norme imperative dia luogo a nullità quando tale violazione sia di evidenza documentale (con ciò quindi conciliandosi con la natura del giudizio di nullità), o considerare, per decidere se nullità virtuale possa o meno configurarsi, se sussista la possibilità di praticare rimedi alternativi, che è quello che le Sezioni unite parzialmente fanno.

<sup>139</sup> Cfr. D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, che sottolinea come venga, a fini decisori di un contrasto attuale, richiamato un principio che risale al 1995, essendo invece da ritenersi attuato il superamento della distinzione tra i due tipi di regole. A monte per l'A. la Cassazione inoltre erra nel ricondurre tutte, indistintamente, le regole relative ai contratti di investimento, a regole di informazione, quando invece sussistono anche importanti obblighi di astensione e forme e contenuti informativi, che "investono direttamente *la fattispecie, non le mere condotte*" (il corsivo è dell'A.), dovendo allora ritenersi, "posto che l'obbligo di astenersi dal compimento di operazioni inadeguate o in conflitto di interessi manifesta la disapprovazione dell'ordinamento", che ne derivi, per le operazioni che siano state nonostante tali obblighi compiute, la "nullità per illiceità in omaggio all'esigenza di ordine pubblico di garantire l'integrità dei mercati contro la diffusione di operazioni pericolose"; nello stesso senso F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007*, n. 26725, in *Dir. fall.*, II, 2008, 1.



le quali, introducendo delle misure a carattere più spiccatamente paternalistico, secondo una tendenza già rilevata in tema di obbligo di astensione per il caso di operazione inadeguate, potrebbero imporre una riconsiderazione dell'ipotesi di nullità per illiceità, in caso di operazioni che siano poste in essere in evidente violazione di un divieto posto dalla legge<sup>140</sup>.

---

<sup>140</sup> In particolare, si configura un'ulteriore ipotesi di violazione consistente nella distribuzione di prodotti al di fuori del mercato di riferimento che era stato individuato in sede di loro strutturazione.

## CAPITOLO II

### PROBLEMI APPLICATIVI DELLA NULLITÀ EX ART. 23 T.U.F.: SCENARI GIURISPRUDENZIALI, SOLUZIONI E CRITICHE

SOMMARIO: 1. Il problema del contratto sottoscritto dal solo investitore – 1.1. Premesse – 1.2. Le principali teorie – 1.3 La prospettiva funzionale e le Sezioni Unite – 1.4. Analisi critica della prospettiva esclusivamente funzionale – 2. L'uso distorto del formalismo e l'esercizio selettivo della nullità – 2.1. I termini del contrasto dottrinale e giurisprudenziale – 1.2. La soluzione delle Sezioni Unite: considerazioni critiche – 1.3. La qualificazione del contratto di investimento e delle singole operazioni: lo schema gestorio – 1.4. Una lettura alternativa: le conseguenze dell'attività compiuta per conto altrui

#### 1. Il problema del contratto sottoscritto dal solo investitore

##### *1.1. Premesse*

La previsione di forma scritta per il contratto di investimento di cui all'art. 23 t.u.f. ha dato origine a una profonda discussione nella dottrina, *tra civilisti e commercialisti*, e a un importante contrasto nella giurisprudenza di merito sulla effettiva necessità, ai fini della valida conclusione del regolamento negoziale, della sottoscrizione di entrambe le parti, essendosi diffuso un orientamento che, sulla scorta di varie argomentazioni, sostiene la superfluità dell'apposizione della sottoscrizione da parte dell'intermediario, o la sua sostituibilità con la pro-

duzione in giudizio di copia del contratto sottoscritta dalla controparte o comportamenti concludenti. Accogliendo una tale impostazione, il contratto risulterebbe perfezionato, e la prescrizione di forma soddisfatta, con l'apposizione della sottoscrizione da parte del solo cliente.

D'altro canto, i problemi applicativi discendono dalla diffusa prassi del sistema bancario e finanziario, relativa alle modalità di conclusione del contratto-quadro, che vede l'intermediario redigere due copie del documento contrattuale, delle quali una, recante la firma del funzionario, è consegnata al cliente, mentre l'altra, debitamente sottoscritta da quest'ultimo, rimane in possesso dell'intermediario.

La questione può in realtà, nel frammentato e variegato panorama di opinioni al riguardo, essere considerata sotto due differenti punti di vista: sotto un profilo funzionale, e sotto un profilo più strettamente strutturale. Dal punto di vista funzionale, infatti, parte della dottrina e la più recente giurisprudenza fanno leva sulla natura protettiva della prescrizione di forma in questione, ritenendo che a un tale fine la sottoscrizione del solo cliente sia sufficiente, non implementando l'apposizione della firma da parte anche dell'intermediario in alcun modo la tutela dell'investitore<sup>1</sup>.

Dal punto di vista strutturale, la questione di fondo risulta essere invece quella dell'esistenza di validi equipollenti della forma scritta *ad substantiam*. La discussione può infine spostarsi anche sul piano processuale, ponendosi, come si vedrà, il problema di stabilire la valenza probatoria della dichiarazione generalmente sottoscritta dal cliente e contenuta nelle condizioni di contratto o in un modulo allo stesso allegato, attestante la consegna all'investitore di copia del contratto debitamente sottoscritta dalla controparte.

Sulla questione, di particolare importanza, si sono pronunciate negli anni recenti le Sezioni Unite della Corte di Cassazione<sup>2</sup>, ma facendo un passo indietro, allo

---

<sup>1</sup> Ammette ad esempio la sufficienza, a fini protettivi, della sottoscrizione del solo cliente, S. PAGLIANTINI, *L'incerto incedere del formalismo di protezione tra usi e abusi*, in *Contr. e impr.*, II, 2013, 299.

<sup>2</sup> A seguito dell'ordinanza di rimessione del 27 aprile 2017, n. 10447, si sono pronunciate le Sezioni Unite, 16 gennaio 2018 sent. n. 898, quindi con le sent. nn.ri 1200 e 1021 del 18 gennaio 2018, n. 1653

scopo di collocare questa posizione della giurisprudenza di legittimità in materia entro un quadro organico e provare a dare un giudizio di tali approdi, si deve dare conto delle diverse posizioni giurisprudenziali e dottrinali che hanno preceduto la pronuncia in esame, in quanto caratterizzate da una notevole diversità di apporti e, come accennato, dall'adozione di una prospettiva alternativamente strutturale o prettamente funzionale.

## 1.2. *I principali orientamenti*

Secondo l'orientamento più rigoroso, in caso di previsione di forma scritta *ad substantiam* per risultare valido il contratto deve recare la sottoscrizione di entrambi i contraenti. La forma prescritta dall'art. 23 t.u.f. è cioè una forma bilaterale *ad substantiam*. Tuttavia rimane fermo il principio, consolidato in giurisprudenza<sup>3</sup> e in dottrina<sup>4</sup>, per cui è ben possibile che la manifestazione di volontà dei due contraenti non risulti da un unico documento ma da due distinti documenti, che siano corrispondenti in quanto a contenuto, con tale principio risultando tra l'altro pienamente coerente la prassi sopraenunciata, adottata dalle banche e altri intermediari, di concludere il contratto, anche se tra presenti, mediante sottoscrizione di due documenti separati.

---

del 23 gennaio 2018, con orientamento poi sempre confermato, come da Cass. civ. Sez. I del 16 luglio 2018, n. 18838, Cass. civ. Sez. VI del 27 gennaio 2019, n. 121750.

<sup>3</sup> Cfr. *ex multis* Cass. 11 maggio 1983 n. 3262, per cui “il requisito della forma scritta *ad substantiam* non richiede necessariamente l'espressione della volontà delle parti con la sottoscrizione di un documento cartolarmente unico (sicché il documento, contenente tutti gli estremi del contratto, sottoscritto da una delle parti, rechi anche la sottoscrizione dell'altra), ma deve ritenersi osservato anche quando tale seconda sottoscrizione sia contenuta in un documento separato, inscindibilmente collegato al primo, sì da evidenziare inequivocabilmente l'incontro dei consensi nella suddetta forma”; Cass. 11 marzo 2000 n. 2826, in *Foro. it.*, 2000; Cass. 13 febbraio 2007 n. 3088, su *dejure online*.

<sup>4</sup> Cfr. per tutti U. BRECCIA, *La forma*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, I. Formazione, a cura di Granelli, Milano, 2006, 683, il quale sostiene che “non è richiesta l'unitarietà del documento che integri gli estremi della forma prescritta dalla legge sotto pena di nullità, purché i documenti separati rivestano ciascuno, in maniera diretta, una delle manifestazioni di volontà che, nell'unione con l'altra (o con le altre) esauriscono nel minimo la forma richiesta”. Più in generale, continua l'A, “si può dire che il requisito legale è pienamente rispettato ogniqualvolta, anche fra contraenti presenti nello stesso luogo, l'accordo risulti da documenti materialmente distinti, purché nel loro insieme siano tali da rivestire, con la forma necessaria di una scrittura privata, le manifestazioni conformi”.

Per tale tesi più rigorosa la sottoscrizione del contratto non ha sostituti. Essa può essere apposta su un documento diverso rispetto a quello sottoscritto dall'altra parte, ma deve comunque trattarsi di un documento espressamente volto a concludere il contratto<sup>5</sup>.

Ma non sempre la mancata osservanza *ab initio* dei requisiti formali è considerata mancanza tanto grave da comportare l'irrecuperabilità dell'atto invalido. Ciò viene in evidenza soprattutto in due casi: quello nel quale si ammette l'equipollenza alla sottoscrizione della produzione in giudizio del contratto da parte del soggetto non sottoscrivente e quello nel quale si riconosce l'idoneità a soddisfare il requisito di forma ad atti successivi ed eventualmente esecutivi, oltre alla prassi di attribuire valenza probatoria della dichiarazione di ricevuta consegna di copia del contratto.

Se riguardo la prima delle due ipotesi dubbi sono nutriti in dottrina, soprattutto in quanto un contratto privo della sottoscrizione di una delle parti si configurerebbe alla stregua di una mera proposta, dovendo comunque allora l'accettazione rivestire forma scritta e non potendo a rigore derivare da un comportamento concludente<sup>6</sup>, non tanti scrupoli si è fatta la giurisprudenza, per la quale è ormai consolidato il principio per cui la produzione in giudizio da parte del soggetto non sottoscrivente vale a concludere il contratto<sup>7</sup>. Il contratto così

---

<sup>5</sup> *Ivi*, 684, ove l'A. afferma che "non sarebbero sufficienti documenti scritti che presuppongano necessariamente e in maniera univoca l'esistenza di un altro documento ove direttamente si trovi espressa la volontà presupposta".

<sup>6</sup> Cfr. F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2013, 931, per il quale il contratto prodotto in giudizio e mancante di una sottoscrizione deve essere considerato alla stregua di una proposta contrattuale non ancora accettata, trattandosi allora di considerare se tale accettazione possa derivare dall'esibizione del documento. L'A. tuttavia sottolinea come l'accettazione, in quanto atto prenegoziale, "non ammette equipollenti in caso di forma scritta *ad substantiam*, cosicché l'esibizione in giudizio collegata a una domanda di esecuzione potrà avere solo valore di confessione con riguardo all'esistenza e al contenuto del contratto, ma non varrà a dar a vita, in favore della parte, a un titolo suscettibile di esecuzione".

In dottrina, sul problema della produzione in giudizio del documento sottoscritto soltanto dal convenuto v. anche U. BRECCIA, *op. cit.*, 687.

<sup>7</sup> V. più di recente Cass. 27 maggio 2003 n. 8423 reperibile su *dejure online*; Cass. 11 marzo 2000, n. 2826, *ivi*, per cui la produzione in giudizio, ad opera della parte che non l'aveva sottoscritta, di una scrittura privata "perfeziona, sul piano sostanziale o su quello probatorio, il contratto in essa contenuto, purché la controparte del giudizio sia la stessa che aveva già sottoscritto il contratto e non abbia revocato, prima della conclusione, il consenso prestato".

concluso produrrà però effetti *ex nunc* e non *medio tempore*<sup>8</sup>. Tuttavia, tale equipollenza può operare solo sussistenti una serie di condizioni: *i*) l'esibizione deve avvenire ad opera della parte che non sottoscritto nei confronti di colei che ha sottoscritto (non dell'erede o di un terzo); *ii*) la produzione non vale come accettazione quando la controparte abbia nel frattempo manifestato in modo non equivoco la volontà di non eseguire il contratto, abbia cioè revocato il proprio consenso (ma non se ne abbia eccepito la nullità); *iii*) per lo stesso motivo sono di ostacolo alla conclusione del contratto mediante esibizione la morte del soggetto sottoscrivente e la sopravvenuta incapacità, operando in tali evenienze la caducazione della proposta ex art. 1330 cc. Quindi, una tale  *fictio*  può operare solo quando entrambe le parti dimostrino di voler mantenere fermo il contratto, o altrimenti questa soluzione contrasterebbe con il principio per cui l'accettazione deve giungere al proponente entro un termine ragionevole (art. 1326 co.2)<sup>9</sup>.

Andando però allora ad applicare questa costruzione giurisprudenziale al caso che qui interessa, quello cioè in cui l'investitore convenga in giudizio l'intermediario per ottenere la declaratoria di nullità del contratto-quadro per difetto di forma scritta, dovuto alla mancata sottoscrizione da parte dell'intermediario del contratto, ci si rende conto che non tutti i tasselli vanno al loro posto. Si

---

<sup>8</sup> Per F. GAZZONI, *op. cit.*, 932, tuttavia, sarebbe preferibile fissare la conclusione del contratto al momento non dell'esibizione, ma della stipulazione, cioè con effetti non già *ex nunc* ma *ex tunc*, anche alla luce della considerazione che chi esibisce il documento, "ben avrebbe potuto sottoscriverlo in ogni momento". In questo senso sembra propendere la recente T. Torino 15 luglio 2017, reperibile su *dirittobancario.it*, che ha sottolineato come che il contratto, di cui è sancita la conclusione mediante produzione in giudizio della scrittura mono-firma, abbia efficacia soltanto *ex nunc*, svuoterebbe di significato la stessa produzione in giudizio, e la dichiarata equiparazione degli effetti, "ogni qual volta sia rilevante il comportamento tenuto dalle parti nel tratto di tempo tra la formazione della scrittura mono-firma" e la sua produzione in giudizio.

<sup>9</sup> Dubbi sulla configurazione del contratto non sottoscritto da una parte alla stregua di una proposta contrattuale, dopo che siano trascorsi anche anni da quando l'altro contraente ha apposto la propria sottoscrizione, nutre U. BRECCIA, *op. cit.*, 688. Critico anche F. GAZZONI, 932, per il quale "questi orientamenti giurisprudenziali non considerano (...) che l'accettazione deve intervenire nel termine previsto dall'art. 1326 c.c., sicché la produzione in giudizio sarebbe comunque tardiva".

In tal senso, T. Torino 15 luglio 2017 cit., che sottolinea come "poiché nessuna proposta può restare indefinitamente pendente per anni, in attesa di essere accettata (*scilicet* tramite produzione in giudizio), coerenza sistematica vorrebbe che la produzione in giudizio non potrebbe mai avere effetto sostitutivo dell'accettazione, salvo il caso improbabile in cui il giudizio venga iniziato nel breve termine ex art. 1326 co. 2 c.c."

versa infatti in una situazione diversa da quella in relazione alla quale la giurisprudenza ha elaborato la teoria dell'equipollenza della produzione in giudizio alla sottoscrizione mancante. Prima di tutto, la domanda non è proposta dalla parte non sottoscrivente nei confronti di quella che ha sottoscritto, al fine di ottenere l'esecuzione del contratto e quindi di avvalersi dello stesso, confermando la propria volontà di concluderlo. Al contrario, la domanda viene proposta dalla parte sottoscrivente, nei confronti di quella non sottoscrivente. La quale mostra sì, mediante la produzione in giudizio del documento in suo possesso, di volersi avvalere del contratto che l'attore assume nullo, ma in un momento in cui si dovrebbe a rigor di logica ormai ritenere che la proposta (cui il contratto, perché non sottoscritto dall'intermediario, era stato nella pratica declassificato) è stata revocata, a seguito della proposizione dell'azione di nullità da parte dell'investitore. Al proposito la giurisprudenza non si è dimostrata sempre coerente. A proposito appunto dell'azione di nullità, essa è stata ritenuta talvolta irrilevante ai fini della caducazione della proposta<sup>10</sup>, ma giurisprudenza più attenta ha invece sottolineato l'effetto caducatorio della proposizione di una tale domanda sulla (presunta) proposta<sup>11</sup>. Tra l'altro, pure a voler ritenere applicabile al caso degli intermediari convenuti dai clienti con domanda di nullità del contratto la costruzione giurisprudenziale in questione, e a voler quindi ritenere concluso il contratto a seguito della produzione in giudizio da parte del soggetto

---

<sup>10</sup> E non ha anzi impedito la sanatoria del contratto, come stabilito dalla (criticabile) Cass. 7 agosto 1992, n. 9374, in cui si afferma che il principio dell'equipollenza in questione non viene ostacolato dal fatto che l'azione di nullità fosse dalla controparte stata proposta prima della produzione in giudizio, in quanto "mediante tale attività processuale si determina l'incontro della volontà dei contraenti nella forma prescritta".

<sup>11</sup> V. A. Bologna 14 maggio 2015, su *dejure online*, che ha giustamente rilevato come, dovendo intendersi la domanda di nullità proposta dal cliente come appunto una revoca della proposta, doveva considerarsi venuta meno la volontà di concludere il contratto di investimento, il quale era dunque insanabilmente invalido. Nel caso di specie quindi, il fatto che l'investitore abbia proposto azione di nullità vale a escludere a priori la formazione del contratto solenne, a nulla valendo la produzione in giudizio dell'atto da parte della banca non sottoscrivente, in quanto quella che era, in mancanza di osservanza della forma necessaria per la sua trasformazione in accordo vincolante, una mera proposta, è stata ormai revocata; T. Messina 19 ottobre 2012, reperibile su *ilcaso.it*, per cui il perfezionamento del contratto per il quale sia prevista la forma scritta *ad substantiam* mediante produzione in giudizio del documento contrattuale da parte del soggetto non sottoscrivente non può prodursi quando "il consenso dell'altra parte debba considerarsi revocato anche implicitamente, come nel caso della notifica della domanda giudiziale di nullità del contratto fondata proprio sul vizio in questione".

abilitato della copia in proprio possesso, non può comunque non tenersi conto del fatto che, avvenendo come detto l'incontro dei consensi luogo solo in sede processuale, gli effetti del regolamento di interessi si producono non *ex tunc* ma *ex nunc*, risultando quindi comunque, in mancanza di una valida cornice costituita dal contatto-quadro, inefficaci gli ordini impartiti dal cliente in attuazione del rapporto<sup>12</sup>.

Come si è detto, una mitigazione del principio formale avviene non solo mediante il riconoscimento di una rilevanza decisiva, ai fini della conclusione del contratto solenne, alla produzione in giudizio del contratto non sottoscritto, ma anche mediante il riconoscimento di una medesima valenza ad una serie di altri comportamenti concludenti, configurandosi così la possibilità di una vera e propria accettazione stragiudiziale. Anche a tal proposito, conviene partire da argomentazioni più generali per poi considerare l'applicazione delle impostazioni illustrate al caso specifico dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e ai rapporti tra intermediari e investitori. In via generale un'accettazione stragiudiziale potrebbe essere operata dalla parte che non ha sottoscritto il contratto, quando essa manifesti implicitamente il suo consenso, e purché tale manifestazione risulti da un atto scritto e indirizzato alla controparte che ha sottoscritto, quale ad esempio una lettera mediante la quale si sollecita l'adempimento<sup>13</sup>. In questi casi allora il requisito della forma scritta sarà ritenuto soddisfatto in presenza di due diversi documenti, che però non saranno dello stesso tenore, non conterranno cioè una medesima volontà negoziale *diretta*, trattandosi piuttosto di atti che presuppongono la volontà di concludere il contratto, o che manifestano la volontà di eseguirlo<sup>14</sup>. In tal modo si giunge ad

---

<sup>12</sup> Cfr. per tutti le recenti Cass. 27 aprile 2016, n. 8395 e Cass. 11 aprile 2016, n. 7068, ove si trova espresso il principio per cui la produzione in giudizio del contratto da parte della banca "non rende validi retroattivamente gli ordini di acquisto e le operazioni di compravendita *de quibus*, con la conseguente necessità di restituzione della somma impiegata dal cliente e dei titoli alla banca", nonché Cass. 24 marzo, n. 5919, tutte in *Corr. giur.*, 8-9, 2016, 1110, con nota di A. Tucci.

<sup>13</sup> Così F. GAZZONI, *op. cit.*, 932.

<sup>14</sup> *Contra* invece F. GAZZONI, *op. cit.*, 927, soprattutto sulla base dell'argomentazione per la quale "la scrittura è forma della dichiarazione espressa, ma non può nel contempo esserlo di quella tacita o indiretta, e del relativo contenuto da essa desumibile, perché, quando la forma è vincolata, tra volontà e scritto deve esservi una rispondenza immediata e diretta, se non altro per esigenze di certezza"; nel



affermare la compatibilità tra la manifestazione diretta di volontà e una manifestazione indiretta, ovvero un comportamento concludente, purché però veicolato materialmente da un documento scritto.

A proposito di comportamenti concludenti, e avendo riguardo al campo dei contratti di investimento (e bancari), si devono considerare in particolare le posizioni della giurisprudenza sul valore della documentazione inviata dalla banca o impresa di investimento all'investitore con funzione di rendicontazione, e da questi non contestata. Si è infatti in alcuni casi imboccata la via di ritenere gli estratti conto idonei a sostituire la mancata sottoscrizione da parte dell'intermediario, in quanto costituirebbero una chiara manifestazione da parte dello stesso della volontà di concludere il contratto. Si dà quindi in tal caso rilevanza a un comportamento concludente, mediato da un atto che comunque materialmente riveste la forma scritta. Questo orientamento mira a escludere che il cliente possa, nel caso in cui non abbia contestato la rendicontazione inviatagli, far poi valere la nullità del contratto concluso con la banca o con l'intermediario per difetto di forma scritta, dovendo ormai il contratto considerarsi validamente concluso<sup>15</sup>. Tale assunto non è però incontestato. Di recente nella giurisprudenza di legittimità si è evidenziato, rispetto alle modalità di conclusione di un

---

medio F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, 274, che esclude sia la *rigidità* del linguaggio a meno che essa non sia espressamente prevista dalla legge, ma anche un'*indiscriminata deroga* al requisito di forma mediante il riconoscimento di indiscriminate equiparazioni alla forma scritta di documentazioni "monche o successive o di comportamenti concludenti"; parla di forme scritte "embrionali e indirette" U. BRECCIA, *op. cit.*, 685.

<sup>15</sup> A favore del valore della rendicontazione inviata dalla banca o dall'intermediario, e non contestata dal cliente, ai fini di integrazione del requisito della forma scritta del contratto (o della clausola di interessi ultralegali, in tema di contratti bancari), v. Cass. 7 settembre 2015, n. 17740, su *dejure online*, per la quale "l'obbligo di forma scritta è altresì rispettato quando, alla sottoscrizione del contratto da parte del solo investitore, abbiano fatto seguito, anche alternativamente, la produzione in giudizio di copia del contratto da parte della banca, oppure la manifestazione di volontà della medesima di avvalersi del contratto stesso, risultante da plurimi atti posti in essere nel corso del rapporto (ad es. comunicazione degli estratti conto)"; così pure Cass. 22 marzo 2012 n. 4564, reperibile su *www.ilcaso.it*; T. Lucca 23 settembre 2008; in riferimento ai contratti bancari, T. Napoli 24 febbraio 2015, T. Reggio Emilia 28 aprile 2015 e T. Piacenza 14 maggio 2013, tutte reperibili su *dejure online*.

*Contra* invece, a negare quindi valore all'invio della rendicontazione e in generale a comportamenti concludenti successivi, Cass. 24 maggio 2016 n. 10711; Cass. 27 aprile 2016, n. 8395 e Cass. 24 marzo 2016, n. 5919 cit.; Cass. 22 Marzo 2013, n. 7283 reperibile su *ilcaso.it*; T. Forlì 14 ottobre 2013, su *ilcaso.it*; T. Busto Arsizio 15 marzo 2013, su *dejure online*, per il quale "non sana la nullità degli ordini di acquisto di titoli per mancanza di forma pattuita *"ad substantiam"* (conferma scritta dell'ordine telefonico entro il giorno successivo) l'esecuzione spontanea del relativo contratto da parte dei contraenti

contratto per il quale sia prevista la forma scritta *ad substantiam*, come quest'ultima sia elemento costitutivo del contratto, dovendo cioè la forma scritta essere integrata in un documento che sia stato creato appositamente al fine di estrinsecare la volontà negoziale<sup>16</sup>. A tale requisito non risponde certamente la documentazione di rendicontazione<sup>17</sup> inviata dall'intermediario al cliente, trattandosi piuttosto di documentazione predisposta e consegnata in esecuzione degli obblighi derivanti dal contratto il cui perfezionamento si intende dimostrare, per cui si deve concludere che essa non sia in grado di supplire al difetto di forma scritta, non ostando allora all'accoglimento della domanda di nullità eventualmente proposta dall'investitore.

Altro elemento su cui ha fatto leva parte della giurisprudenza favorevole alla conservazione del contratto sottoscritto dal solo investitore è il presunto valore probatorio di una dichiarazione sottoscritta dal cliente e recante generalmente la dicitura "prendiamo atto che una copia del presente contratto ci viene rilasciata debitamente sottoscritta da soggetti abilitati a rappresentarvi" o altra analoga. Una tale espressione sposterebbe il problema sul piano probatorio, risultando allora anche in tal caso validamente concluso il contratto<sup>18</sup>, costituendo essa la prova che l'esemplare in possesso del cliente reca la sottoscrizione

---

per cui è irrilevante il fatto che periodicamente l'istituto di credito inviasse al cliente la rendicontazione degli investimenti"; T. Cagliari 18 gennaio 2007, su *ilcaso.it*.

<sup>16</sup> Il riferimento è a Cass. 24 marzo 2016, n. 5919 cit., per la quale cioè "il documento deve essere l'estrinsecazione formale e diretta della volontà delle parti di concludere un determinato contratto avente una data causa, un dato oggetto e determinate pattuizioni, sicché occorre che il documento sia stato creato al fine specifico di manifestare per iscritto la volontà delle parti diretta alla conclusione del contratto".

<sup>17</sup> Cfr. sempre Cass. 24 marzo 2016, n. 5919 cit., per la quale "è di tutta evidenza che l'eventuale documentazione depositata dalla banca (contabili, attestati di seguito, estratti conto) non possiede i caratteri della "estrinsecazione diretta della volontà contrattuale", tale da comportare il perfezionamento del contratto, trattandosi piuttosto di documentazione predisposta e consegnata in esecuzione degli obblighi derivanti dal contratto il cui perfezionamento si intende dimostrare e, cioè, da comportamenti attuativi di esso e, in definitiva, di comportamenti concludenti che, per definizione, non possono validamente dar luogo alla stipulazione di un contratto formale".

<sup>18</sup> Per un tale orientamento v. Cass. 7 settembre 2015, n. 17740, nonché Cass. 22 marzo 2012 n. 4564, cit., che conferma la decisione di secondo grado, avendo nel caso di specie la corte d'appello "ritenuto che il contratto sarebbe stato firmato anche dalla banca perché, essendosi il negozio concluso per corrispondenza, la copia firmata dalla banca non poteva che essere in mani dei ricorrenti. Tale accertamento appare ragionevolmente argomentato ove si tenga conto che nel contratto stesso, per come riportato dai ricorrenti nel ricorso, è dato atto da parte di questi che "un esemplare del presente contratto ci è stato da voi consegnato"; il che rende ragionevole affermare che il detto esemplare fosse quello sottoscritto dalla banca e consegnato ai ricorrenti".

dell'intermediario. Questa costruzione implicherebbe l'equiparazione del caso, che qui interessa, di consegna, da parte di uno dei contraenti, del documento contrattuale da lui sottoscritto alla controparte, al caso in cui il contraente abbia smarrito senza sua colpa il documento che gli forniva la prova. Con la conseguenza che allora l'esistenza del contratto potrà essere provata mediante testimoni, presunzioni o confessione. E tale potrà essere considerata l'autodichiarazione precompilata di cui si discute. A ben vedere infatti la dichiarazione *de quo* non avrebbe la pretesa di sostituire la conclusione del contratto in forma scritta, ma solo di provare che una tale conclusione per iscritto è avvenuta e che la copia in possesso del cliente reca la sottoscrizione dell'intermediario<sup>19</sup>, potendo una tale costruzione risultare applicabile quando il giudice abbia ragionevolmente motivo di ritenere che il contratto sia effettivamente stato concluso per iscritto e che il cliente lungi dal non aver ricevuto un esemplare recante sottoscrizione dell'intermediario, stia piuttosto omettendo di produrre la copia in proprio possesso. In realtà però altra giurisprudenza non ritiene di condividere tali osservazioni, secondo un duplice ordine di argomentazioni: da un lato si condivide l'orientamento che continua ad accostare alla testimonianza la confessione (alla stregua della quale andrebbe qualificata la dichiarazione in esame), facendone derivare l'inidoneità della stessa a fornire la prova del contratto per la cui conclusione sia chiesta la forma scritta *ad substantiam*<sup>20</sup>; dall'altro non si ammette che la consegna di copia del contratto recante la propria sottoscrizione alla controparte sia equiparabile al caso di smarrimento dello stesso, escludendo quindi

---

<sup>19</sup> Vedi per questi ragionamenti ad esempio S. PAGLIANTINI, *L'incerto incedere del formalismo di protezione tra usi ed abusi*, in *Contr. e impr.*, 2013, il quale sottolinea come una cosa è la "dichiarazione confessoria di un contratto da farsi per iscritto e invece concluso oralmente", una cosa la confessione di un fatto storico inerente a una realtà documentale prodottasi regolarmente. Qui la confessione vale infatti solo a far constatare che il documento, esibito in giudizio e sottoscritto dal cliente, trova il suo *pendant* in un complementare scritto trasmesso all'attore, di talchè per il suo tramite si viene a contrastare una nullità che, *melius re perpensa*, non c'è".

<sup>20</sup> In tal senso v. ancora una volta Cass. 27 aprile 2016 n. 8395 cit., che chiarisce come la preclusione della prova per testimoni operi anche per la prova per presunzioni ai sensi dell'art. 2729 c.c. per il giuramento ai sensi dell'art. 2739 c.c., risultando interdetta anche "la confessione, quale, in definitiva, sarebbe la presa d'atto, da parte (del cliente) della consegna dell'omologo documento sottoscritto dalla banca.

che sul punto possa operare l'eccezione al divieto di prova testimoniale di cui al combinato disposto degli artt. 2725 comma 2 e 2724 n. 3 c.c.<sup>21</sup>.

### *1.3. La prospettiva funzionale e le Sezioni Unite*

L'ulteriore orientamento cui si è fatto cenno in precedenza, che si colloca nella direzione della piena validità del contratto sottoscritto dal solo cliente, arriva a tale conclusione mediante un percorso diverso, posto non sul piano strettamente strutturale (dal quale sembra anzi prescindere), ma su quello della funzione assunta dall'onere di forma nel caso di specie.

Viene ovvero assegnato alla funzione informativa, tipica delle prescrizioni di forma relative ai contratti asimmetrici, un ruolo decisivo ai fini della risoluzione della questione riguardante le modalità di conclusione del contratto di investimento, e segnatamente del problema della necessità o meno della firma dell'intermediario. Se infatti il contratto in questi casi costituisce un “veicolo di informazioni” destinate alla parte debole del rapporto, mirante a porre quest'ultima in condizione di prestare un consenso informato e consapevole alla conclusione del contratto-quadro e nell'attuazione delle operazioni di investimento successivamente poste in essere in sua esecuzione, si deve allora ritenere che la sua

---

<sup>21</sup> *Ivi*, si sottolinea che nel caso di specie si ha una volontaria consegna dell'atto alla controparte, non comprendendosi tra l'altro “cosa abbia mai potuto impedire alla banca, che ha predisposto la modulistica impiegata per l'operazione, di redigere il “contratto-quadro” in doppio originale sottoscritto da entrambi i contraenti.

sottoscrizione sia sufficiente a garantire tale scopo informativo<sup>22</sup>, risultando invece quella dell'intermediario *superflua*<sup>23</sup>, nonché di ostacolo all'obiettivo di rapidità e flessibilità dei traffici tipico del mercato finanziario.

La volontà dell'intermediario di vincolarsi, nonché ovviamente l'imputabilità allo stesso della manifestazione di volontà negoziale, risulterebbero intrinsecamente dalla predisposizione unilaterale delle condizioni contrattuali (e dall'aver il funzionario raccolto la manifestazione di volontà del cliente).

Conseguenza di tale impostazione, tra l'altro, è che non sarà necessaria alcuna *fictio* circa la conclusione del contratto, in quanto esso, regolarmente conclusosi, potrà dispiegare validamente i suoi effetti sin dal momento dell'apposizione della sottoscrizione da parte del cliente, senza alcun dubbio allora circa l'efficacia delle operazioni di investimento successivamente poste in essere.

Un tale orientamento non va esente ovviamente da considerazioni critiche. Attribuire un ruolo così pregnante alla finalità informativa delle prescrizioni espressione del neoformalismo significa infatti porre nel nulla le ulteriori funzioni tradizionalmente assolute dall'onere formale, ossia quella di richiamare l'attenzione dell'autore dell'atto sulla sua portata giuridica e sulle conseguenze economiche, nonché di certezza delle contrattazioni<sup>24</sup>, così come quelle specificamente assolute della sottoscrizione, che vale a stabilire a chi imputare il contenuto del documento oltretutto a segnare il momento di assunzione dei vincoli derivanti dal contratto<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> In giurisprudenza, basano sulla funzione informativa della prescrizione di forma di cui all'art. 23 t.u.f. la validità del contratto cd. monofirma, tra le altre: A. Venezia 28 luglio 2015; T. Catania 27 gennaio 2015, in *Banca borsa*, II, 2016; A. Venezia 28 luglio 2015; T. Milano 21 febbraio 2012; T. Milano 16 novembre 2011, per cui "l'apposizione del tratto autografo da parte dell'intermediario costituirebbe un formalismo vacuo e inutile" (tutte reperibili su *ilcaso.it*); relativamente ai contratti bancari, T. Alessandria 27 Febbraio 2017, *ilcaso.it*, e T. Napoli 24 febbraio 2015, in *Banca borsa*, II, 2016.

<sup>23</sup> Si tratterebbe cioè, come enuncia G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e "forma informativa" nei contratti del mercato finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 6, 2017, 15 di una "forma *ad substantiam* non bisognevole della sottoscrizione di una delle parti in virtù della sua componente informativa".

<sup>24</sup> Cfr. F. GAZZONI, *op. cit.*, 923.

<sup>25</sup> *Ivi*, 930, dove l'A. specifica che la sottoscrizione ha nello specifico la duplice funzione di individuare gli autori della scrittura (cioè le parti), e di attestare circa l'assunzione degli impegni risultanti dal testo scritto; v. anche G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e "forma informativa"* cit., per il quale la sottoscrizione "vale certamente quale strumento per stabilire a chi imputare il contenuto del documento" ma anche quale "segnale di vincolatività per il *subscribens*" degli obblighi e dell'assetto di interessi dedotti in contratto. In giurisprudenza, v. la recente pronuncia T. Torino 15 luglio 2017, che sottolinea come la

Allora, intanto una tale impostazione funzionale può essere condivisa, in quanto si possa ritenere che la funzione protettiva (e informativa) della prescrizione di forma de qua abbia assorbito e scavalcato tutte le altre funzioni tradizionalmente assolte dalla forma quale *vestmentum*<sup>26</sup>. Ma in base alle prescrizioni dell'art. 23 t.u.f. non può con certezza ritenersi che per un tale contratto il legislatore abbia voluto affidare alla forma scritta la sola funzione protettiva del contraente debole<sup>27</sup>. Esso, nel prevedere che la nullità possa essere fatta valere dal solo investitore qualifica sicuramente la prescrizione di forma in questione come posta a tutela del suo interesse, ma allo stesso tempo non offre alcuno spunto testuale in base al quale possa ritenersi che l'intermediario sia esonerato dall'apporre la propria sottoscrizione. Anzi con riguardo al particolare tipo di attività esercitata da tali soggetti, viene sottolineato come il momento dell'assunzione effettiva di responsabilità da parte dell'intermediario, rispetto a tutte le prestazioni dedotte in contratto, e a seguito dell'adozione di procedure idonee a classificare il cliente ai fini della futura prestazione dei servizi, risulti di particolare importanza<sup>28</sup>, ponendo anche le prescrizioni di forma relative al contatto concluso col cliente nella scia delle regole di condotta<sup>29</sup>.

Tutte tali considerazioni ovviamente non impediscono che possano essere sollevati dubbi sull'utilità di una tale previsione, ai fini di tutela dell'investitore e più in generale del mercato finanziario. Nella prassi, il funzionario di

---

sottoscrizione "al contempo individua l'autore dell'atto e ne implica la volontà di impegnarsi giuridicamente". Dunque "non soltanto il cliente, ma anche l'intermediario ha l'onere di sottoscrivere affinché il contratto possa ritenersi esistente, secondo le regole di diritto comune".

<sup>26</sup> Cfr. S. PAGLIANTINI, *L'incerto incedere del formalismo di protezione tra usi e abusi* cit., 306, per il quale è questa una lettura che "regge soltanto se si incista il *proprium* della forma protettiva in un tratto informativo assorbente tutto il resto (...), che significa declinare la forma di protezione sempre in termini differenziali rispetto a quella codicistica mutando semplicemente l'angolo di visuale di osservazione del fenomeno".

<sup>27</sup> V. ad es. in senso contrario alle interpretazioni che vogliono la prescrizione di forma in questione come orientata al solo scopo protettivo G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e "forma informativa"* cit., 34, per cui non si può condividere "la posizione di larga parte degli interpreti sul 'neoformalismo', secondo cui sarebbe affievolita (con quel che ne segue per quanto riguarda la sottoscrizione dell'impresa) la funzione della forma quale *vestmentum* del consenso, in forza di una spersonalizzazione determinata dalla funzione di veicolo di informazioni connotato da oggettività".

<sup>28</sup> *Ivi*, 32, ove l'A. pone l'accento sui "lavori preparatori" che l'intermediario svolge prima di concludere un contratto di investimento con il cliente.

<sup>29</sup> Cfr. A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2, 2016, 347; v. anche G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e "forma informativa"* cit., 35, che parla di "requisiti dell'attività".

banca o della società di investimento non necessariamente avrà i requisiti per impegnare contrattualmente l'ente, ma solo per raccogliere la dichiarazione di volontà del cliente. Richiedere la sottoscrizione dell'intermediario sempre e comunque potrebbe allora comportare un eccessivo appesantimento delle procedure e dei costi marginali, il che farebbero allora sorgere nuovamente l'interrogativo circa l'effettiva utilità dell'onere formale, giustificandosi la sua introduzione (in questo caso, il suo pieno adempimento, rispetto a un possibile affievolimento) solo quando i benefici in termini di tutela da esso discendenti si rivelino superiori ai costi<sup>30</sup>. Tutto sta quindi nello stabilire se l'introduzione di un onere formale in relazione a contratti per i quali, stante il settore particolare nel quale essi si collocano, sarebbe preferibile prevedere un principio di libertà di forme a scopo di rapidità e flessibilità, risponda a un mero scopo di tutela e informazione del soggetto debole (alias l'investitore), o se piuttosto debbano riconoscersi come sussistenti anche le finalità tradizionali, della ponderazione dell'atto e della certezza dei rapporti giuridici<sup>31</sup>. Potendo nel primo caso ammettersi allora che un tale onere formale sia rispettato con l'apposizione della sottoscrizione da parte del solo cliente, nulla aggiungendo in termini di tutela la firma dell'intermediario<sup>32</sup>, ma dovendo invece nel secondo caso esigersi anche la sottoscrizione di quest'ultimo al fine di segnare il momento di effettiva assunzione degli obblighi dedotti nel regolamento d'interessi.

---

<sup>30</sup> Così F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 235 ss.

<sup>31</sup> Al riguardo è estremamente calzante l'osservazione, effettuata in relazione alla pronuncia delle Sezioni Unite su cui infra, A. DI MAJO, *Contratto di investimento mobiliare: il "balletto" delle forme*, in *Giur. it.*, 3, 2018, p. 569, il quale, anche se sembra poi ritenere che la prescrizione di forma in questione rappresenti solo un obbligo di comportamento per il prestatore di servizi, afferma che "sorge il dubbio, in altre parole, che la sentenza delle Sezioni unite non costituisca ancora risposta alla possibilità che la c.d. forma, che si definisce 'informativa', si ponga a latere e sia quindi solo un 'valore aggiunto' rispetto alla forma ad substantiam, la quale resta tale, da segnare la formalizzazione dell'incontro delle volontà dei due contraenti. Ovvero, in altre parole, potrebbe sostenersi che la *lex specialis* dell'art. 23 rappresenta, più propriamente, un supplemento di tutela per l'investitore, dando garanzia allo stesso anche in ordine alla certezza della 'regola contrattuale', oltre a quella, già in generale, recata dalla forma ad substantiam e relativa alla imputazione dello scritto ad entrambi i contraenti 'per via della sottoscrizione' di entrambi".

<sup>32</sup> Ovvero, come rileva S. PAGLIANTINI, *L'incerto incedere del formalismo di protezione* cit., "se la ratio della forma protettiva si condensa tutta in una documentazione informativa a protezione del cliente, non c'è motivo di concludere per una nullità del contratto, ove risulti provato che il cliente ha ottenuto un'informazione dettagliata e chiara, senza tradire lo scopo della disposizione".

Nel quadro, dunque, di un tale ampio contenzioso giudiziario, caratterizzato da una notevole disomogeneità delle decisioni dei giudici di merito, si sono pronunciate le Sezioni Unite delle Corti di Cassazione<sup>33</sup>, le quali hanno abbracciato l'argomento funzionale, deve ritenersi che nulla possa aggiungere in tema di tutela dell'investitore la sottoscrizione dell'intermediario, e che quindi la sola firma del contraente tutelato sia sufficiente a perfezionare il contratto nel pieno rispetto del requisito formale<sup>34</sup>.

La Cassazione giustifica la sua interpretazione anche sulla base dell'art. 25 par. della direttiva Mifid 2, il quale prevede "Le imprese di investimento predispongono una registrazione che comprende il documento o i documenti concordati tra l'impresa di investimento ed il cliente in cui sono precisati i diritti e gli obblighi delle parti nonché le altre condizioni alle quali l'impresa di investimento fornirà servizi al cliente. I diritti e gli obblighi delle parti del contratto possono essere integrati mediante un riferimento ad altri documenti o testi giuridici", il che per la Corte evidenzerebbe "la necessità che risulti la verificabilità di quanto concordato", e quindi confermerebbe la funzione documentale della redazione in forma scritta del contratto a fini di tutela dell'investitore.

---

<sup>33</sup> Per alcuni dei commenti all'intervento delle Sezioni Unite, si vedano A. DI MAJO, *Contratto di investimento mobiliare, il "balletto" delle forme*, in *Giur. It.*, 2018, 3, p. 569; S. PAGLIANTINI, *Forma o modalità di un'informazione materializzata? Le SS.UU. ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 T.U.F.*, in *Contratti*, 2018, 2, p. 143; A. DALMARTELLO, *La forma dei contratti di investimento nel canone delle sezioni unite: oltre il contratto «monofirma»*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 5, p. 658; R. NATOLI, *Una decisione non formalistica sulla forma: per le Sezioni Unite il contratto quadro scritto, ma non sottoscritto da entrambe le parti, è valido*, in *Società*, 2018, 4, p. 485; G. LA ROCCA, *«Interessi contrapposti» e «conseguenze opportunistiche» nella sentenza delle Sezioni unite sulla sottoscrizione del contratto*, in *Foro it.*, 2018, 4, *La Tribuna*, pt. I, p. 1289; nonché altri citati *infra*.

<sup>34</sup> La giurisprudenza successiva si è praticamente in maniera totalitaria uniformata a tale orientamento: si vedano C.A. Palermo, sez. III, 19 luglio 2021, sent. n. 1181; Cass. Civ., sez. VI, 1 luglio 2019, n. 17650; C.A. Roma, sez. I, 23 marzo 2021, n. 2133; T. Monza, sez. I, 8 marzo 2021, n. 499; T. Firenze, sez. III, 4 gennaio 2021, n. 9; C.A. Genova, sez. III, 17 dicembre 2020, n. 1207; T. Potenza, 18 novembre 2020, n. 844; C. A. L'Aquila, 2 novembre 2020, n. 1457; T. Cosenza, sez. II, 10 settembre 2020, n. 1504; T. Siena, 28 agosto 2020, n. 578; T. Belluno, 22 luglio 2020, n. 167; T. Firenze, sez. III, 22 luglio 2020, n. 1737, tutte reperibili su *dejureonline*.



Tale indicazione non può però ritenersi dirimente ai fini della questione del contratto monofirma<sup>35</sup>, perché se proprio vuol farsi riferimento alla Mifid 2, nonché alla normativa regolamentare di attuazione nazionale, non si può non tenere in considerazione un elemento specifico: che il requisito della forma scritta previsto per la conclusione del contratto di investimento non riguarda più i soli contratti stipulati con la clientela *retail*, ma dovrà essere osservato anche per quelli stipulati con i clienti professionali. Il nuovo Regolamento Intermediari, infatti, all'art. 37 non fa più riferimento ai soli clienti al dettaglio nel prevedere la forma scritta<sup>36</sup>, ma predica in generale una tale esigenza formale, tornando a interessarsi nello specifico dei clienti *retail* solo al fine di prevedere il contenuto dettagliato del contratto relativo ai servizi di investimento in generale ed alla gestione individuale di portafogli in particolare.

Ciò non può non far riflettere sul fatto che la funzione del vincolo di forma di cui si discute non sia necessariamente solo quella protettiva del cliente, ma anche quella tradizionale di ponderazione e certezza dei traffici. E l'art. 25 della Mifid 2, cui la Cassazione come detto fa riferimento per giustificare la propria lettura funzionale, nel prevedere la registrazione dei documenti concordati, non fa che ribadire una tale esigenza di certezza. La Corte disattende un dato normativo che è, per affermazione della stessa, chiarissimo<sup>37</sup>, enfatizzando la ratio della norma con un processo ermeneutico che apparirebbe giustificato solo ove la disposizione de qua fosse oscura o suscettibile di interpretazioni contrastanti, cosa che non è<sup>38</sup>. *De iure condendo*, una semplificazione del procedimento di conclusione dei contratti in oggetto potrebbe anche essere auspicabile, ma non

---

<sup>35</sup> Al riguardo cfr. anche S. PAGLIANTINI, *Forma o modalità di un'informazione materializzata? Le SS.UU. ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 T.U.F.*, in *Contratti*, 2, 2018, p. 143.

<sup>36</sup> Come invece era previsto all'art. 37 del Regolamento Intermediari del 2007 e all'art. 39 della direttiva Mifid di secondo livello 2006/73/CE.

<sup>37</sup> La pronuncia afferma, relativamente all'art. 23 t.u.f., che in “modo inequivoco si prevede la redazione per iscritto del contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento”.

<sup>38</sup> Per S. PAGLIANTINI, *Forma o modalità di un'informazione materializzata? Le SS.UU. ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 T.U.F.*, in *Contratti*, 2, 2018, p. 143, “ogni interpretazione adeguatrice va sempre condotta non oltre la soglia di una compatibilità con il testo (...) trasformandosi diversamente in un'interpretazione *contra legem*”.

dovrebbe essere quella giurisprudenziale la via per realizzare tale semplificazione.

Un procedimento interpretativo volto all'affievolimento dell'applicazione della disciplina della nullità può concepirsi, e tra l'altro con gli opportuni limiti, come si vedrà, in relazione alla nullità virtuale, ma non in riferimento ad una nullità formale e testuale. Quando sia prevista la forma scritta per la conclusione di un accordo negoziale, la sottoscrizione non può non essere considerata elemento costitutivo della fattispecie, e momento conclusivo del procedimento di redazione del negozio. In assenza di diversa previsione legislativa nulla sembra giustificare una deroga a tale modalità di conclusione del contratto o un suo affievolimento<sup>39</sup>, tantomeno non l'aggancio a una finalità protettiva che non sembra essere decisiva al riguardo: sia perché è dubbio che la stessa previsione dell'onere formale sia a tale fine sufficiente (e allora addirittura affievolirlo andrebbe a svuotare completamente di senso la previsione legislativa), sia in quanto i più recenti orientamenti del legislatore comunitario e nazionale sembrano in realtà andare nella direzione di affermare un tale onere a prescindere dalla classificazione del cliente e dal suo reale bisogno di protezione. Tra l'altro, la dottrina e la giurisprudenza che si sono maggiormente spese per l'affievolimento in tal senso dell'onere formale, ritenendo cioè superflua la firma dell'intermediario, hanno generalmente avuto tra i principali intenti quello, pur ragionevole, di limitare l'uso opportunistico e selettivo dell'azione di nullità da parte dell'investitore<sup>40</sup>.

---

<sup>39</sup> Così anche per G. D'AMICO, *La "forma" del contratto-quadro ex art. 23 T.U.F. non è prescritta ad substantiam actus*, in *Contratti*, 2, 2018, p. 138. Per l'Autore cioè non è possibile che nella legislazione extracodicistica "valga un concetto di 'forma contrattuale' diverso da quello proprio del codice". Il legislatore può mutare la disciplina di un fenomeno giuridico, ma non mutarne l'essenza. Egli ritiene, pertanto, che la sentenza delle Sezioni Unite vada intesa nel senso che la Cassazione ha voluto affermare che la forma richiesta dall'art. 23 t.u.f. non è una forma scritta richiesta *ad substantiam actus*, e solo per tale motivo, allora, è possibile che non sia apposta la sottoscrizione di uno dei contraenti.

<sup>40</sup> Lo afferma chiaramente ad esempio S. PAGLIANTINI, *Forma o modalità di un'informazione materializzata? Le SS.UU. ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 T.U.F.*, in *Contratti*, 2, 2018, p. 143, per il quale "lo spettro da scacciare è quello di un uso selettivo della nullità".

In realtà i due profili della validità o meno del contratto monofirma e dell'uso selettivo della nullità non vanno necessariamente a braccetto e necessitano di due soluzioni indipendenti<sup>41</sup>. Sicuramente in linea pratica l'aver la Cassazione affermato che il contratto sottoscritto dal solo investitore è valido limita i casi in cui quest'ultimo possa far valere la nullità del contratto quadro, anche successivamente alla sua proficua esecuzione, o magari omettendo di produrre in giudizio la copia in proprio possesso e recante la sottoscrizione mancante dell'intermediario (che generalmente firma la copia consegnata a cliente e non la propria). Ma in realtà non si tratta di due questioni necessariamente correlate, potendo l'uso selettivo della nullità verificarsi anche in altri casi in cui la nullità dipenda da cause differenti, come ad esempio, come a seguito della stessa sentenza della Cassazione risulta ormai certo, in caso di mancata consegna della copia al cliente. Proprio tale ultimo profilo merita di essere sottolineato: essendo stato dubbio in passato che la nullità derivasse non solo dalla mancata conclusione per iscritto del contratto quadro ma anche dalla sua mancata consegna al cliente, per la prima volta la Cassazione affronta la questione, affermando che anche nel secondo caso si ha nullità. Potendo allora, però, porsi ugualmente il problema di una condotta opportunistica del cliente, il quale potrebbe essere incentivato a non produrre in giudizio la propria copia effettivamente ricevuta. Ancora una volta allora ci si sposta sul piano probatorio, e la questione va a intrecciarsi a delicate questioni di diritto processuale e riguardanti la possibilità di un ordine di esibizione da parte del giudice, questioni sulle quali non è questa la sede per soffermarsi, se non per sottolineare come comportamenti opportunistici dell'investitore potranno verificarsi anche una volta affermata la non essenzialità della firma dell'intermediario.

Semmai, allora, la soluzione passa attraverso delle risposte efficaci all'uso selettivo della nullità e alla mancata produzione in giudizio del contratto da parte del cliente, nonché, sotto il diverso profilo dell'efficienza e rapidità dei traffici giuridici, per una eventuale previsione legislativa che permetta modalità

---

<sup>41</sup> Cfr. U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive». A proposito dell'ordinanza di rimessione alle sezioni unite n. 12390/2017*, in *Banca borsa tit. di cred.*, 6, p. 828, per il quale si è avuta una “indebita influenza del livello pratico su quello teorico (...), mentre un'indagine sul tema della nullità selettiva degli ordini di investimento che voglia dirsi correttamente impostata deve rifiutare nettamente una simile correlazione”.

semplificate per l'apposizione della sottoscrizione, non sembrando però da condividersi una lettura che in base al solo profilo funzionale deroghi alle modalità generali di conclusione dei contratti in forma scritta<sup>42</sup>.

La teoria della “forma informativa” privilegia una prospettiva teleologica, ma si tratta di un approccio privo di un appiglio testuale, che assegna un ruolo eccessivamente pregnante allo scopo protettivo. Un ruolo che non è neanche del tutto pacifico che il contratto in forma scritta sia in grado di ricoprire/assolvere, tanto più se si tiene conto degli addebiti che al formalismo introdotto a fini protettivi sono mossi, dei dubbi cioè in merito all'effettiva attitudine di un documento contrattuale recante numerose e dettagliate informazioni a colmare il gap esistente tra i contraenti<sup>43</sup>.

Ovvero, dovrebbe sicuramente essere causa di profonde riflessioni, in uno scenario nel quale ancora sussistono dubbi circa l'idoneità di una prescrizione formale ad assicurare una tutela effettiva del contraente debole, il fatto che si vada addirittura a presumere che tale tutela sia stata raggiunta mediante la sola sottoscrizione di quest'ultimo, esonerando dall'analogo adempimento l'intermediario, con il rischio di ridurre la pratica di conclusione dei contratti in questione alla mera consegna al cliente di un documento contenente le informazioni necessarie e le condizioni contrattuali<sup>44</sup>, e da lui sottoscritto.

---

<sup>42</sup> Sostiene l'insufficienza del solo argomento funzionale ai fini dell'affermazione della superfluità della sottoscrizione dell'intermediario per la conclusione del contratto C. COLOMBO, *La forma dei contratti quadro di investimento: il responso delle Sezioni unite*, in *Giur. it.*, 3, 2018, p. 572, il quale però ritrova nella sentenza delle Sezioni Unite un fondamento anche strutturale, perché, continua, se la nullità è relativa e cioè la legittimazione è unilaterale, si può ritenere che sia unilaterale anche la necessità di sottoscrizione.

<sup>43</sup> V. ad es. D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli*, Milano, 2010, 22. L'A. inoltre rileva come, pur potendo criticarsi l'attribuzione di simile ruolo e importanza al documento contrattuale, “ciò costituirebbe la valida ragione per contestare l'opportunità della scelta normativa a monte, ma non per autorizzare l'interprete a contravvenirvi”.

<sup>44</sup> Cfr. A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, in *Corr. Giur.*, 8-9, 2016, 1117, per il quale “si perviene a uno svuotamento della portata percettiva e del contenuto dell'obbligo di conclusione di un contratto quadro, sostanzialmente assimilato a quello della consegna di un documento informativo” (il corsivo è dell'Autore); R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 20, sottolinea come uno degli effetti tipici delle forme informative sia quello, infatti, di dotare i soggetti professionalmente operanti nel settore di “prove documentali che asseverino il rispetto degli obblighi informativi”; G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e “forma informativa”* cit., 5, nota invece “una sorta di degradazione del documento sottoscritto dal risparmiatore, da proposta o accettazione ex art. 1326 c.c. di un contratto formale, ad una sorta di modulo d'ordine rilevante alla stregua dell'art. 1327”.

#### 1.4. *Formalismo e nullità selettiva: una correlazione da sciogliere*

Come detto, una delle principali spinte che animano i ragionamenti di chi si propone di superare la necessità della firma dell'intermediario è quella di impedire un uso distorto del formalismo<sup>45</sup>, che si verificherebbe laddove, come nella pratica avviene, il cliente, pur consapevole della nullità del contratto quadro, ometta di farla valere per tempi anche lunghi, dando nel frattempo corso al rapporto mediante molteplici operazioni di investimento, decidendo poi di proporre l'azione di nullità solo quando essa risulti conveniente, a fronte di investimenti dall'esito sfavorevole. Effetto distorsivo dell'istituto della nullità di protezione che è acuito tanto più se si tiene conto del contiguo problema del cd. uso selettivo della nullità, per cui l'investitore, deducendo in giudizio la nullità del contratto-quadro, impugni poi solo quelle operazioni di investimento che si siano rivelate svantaggiose, mirando a lasciare in piedi gli altri investimenti che abbiano avuto esito positivo<sup>46</sup>.

A fronte del diffondersi di un filone giurisprudenziale<sup>47</sup> favorevole ad avallare un uso selettivo della nullità da parte del cliente, si è, quindi, diffusa una prassi

---

<sup>45</sup> Per S. PAGLIANTINI, *L'incerto incedere del formalismo di protezione* cit., si deve "dubitare della meritevolezza di un interesse speculativo che, col medio di un'azione di nullità, opera il *mascheramento* di un recesso di pentimento *contra legame* (in quanto esercitato al di fuori della modalità temporali previste)".

<sup>46</sup> Sul tema dell'uso selettivo della nullità v. D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010; A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutela degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa*, 5, 2010, 537; A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, in *Corr. giur.*, 8-9, 2016, 1117; G. BERTI DE MARINIS, *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela*, in *Banca borsa*, 3, 2016, 283; *Id.*, *Uso e abuso dell'esercizio selettivo della nullità relativa*, in *Banca borsa*, 5, 2014, 612.

<sup>47</sup> Cass. 27 aprile 2016, n. 8395 cit., ove si afferma che "il requisito della forma scritta *ad substantiam* per il contratto quadro non determina una modificazione della qualificazione giuridica della nullità che consegue all'inosservanza dell'obbligo di forma. Anche tale nullità è rilevabile esclusivamente dall'investitore e configurabile come nullità di protezione", per cui "l'investitore può selezionare il rilievo della nullità e rivolgerlo agli acquisti (o più correttamente i contratti attuativi del contratto quadro) di prodotti finanziari dai quali si è ritenuto illegittimamente pregiudicato, essendo gli altri estranei al giudizio"; T. Milano 29 aprile 2015, in *Banca borsa* II, 2016, con nota di Berti de Marinis, ove si afferma che "spetta alle parti articolare le rispettive domande e, quindi, trarre le conseguenze derivanti dalla invocata declaratoria di nullità" e che quindi la pretesa restitutoria, conseguente alla declaratoria di nullità, avanzata dall'attore in riferimento a un determinato investimento "non può di per sé configurarsi come un esercizio abusivo del diritto, fermo restando che le nullità di protezione, nell'ambito delle quali si inserisce quella configurata dall'art. 23 TUF, per definizione sono suscettibili di essere eccepite dalla sola parte alla tutela del quale sono state prefigurate";

che determina però il passaggio da una (giusta) *ratio* di tutela del contraente debole, a un utilizzo distorsivo degli strumenti di tale tutela. L'onere formale e la conseguente invalidità cioè diviene strumento per il realizzarsi di comportamenti opportunistici non degli intermediari (soggetti rispetto ai quali abitualmente, trattando delle problematiche del mercato finanziario, sorge tale rischio), ma degli investitori, essendo in tal caso massimizzato quell'effetto, conseguenza negativa della nullità, consistente nella traslazione sull'intermediario delle perdite derivanti dall'andamento del mercato, a seguito di una strategia di “*cherry picking*”<sup>48</sup>.

Di fronte a tale tendenza varie sono state le soluzioni prospettate. Come prima risposta, gli intermediari generalmente optano per la proposizione di una domanda riconvenzionale, subordinata all'accoglimento della domanda di nullità dell'investitore, mirante a ottenere l'estensione degli effetti della relativa declaratoria a tutte le operazioni poste in essere in costanza di rapporto, quindi anche a quelle originariamente non impugnate dal cliente in quanto caratterizzate da esito per lui favorevole. Tale via però, non sempre ben vista in dottrina<sup>49</sup>, è generalmente stata ritenuta non praticabile dalla giurisprudenza<sup>50</sup>, sulla base del fatto che legittimato a far valere la nullità è il solo investitore, il quale ben potrà quindi impugnare alcuni ordini e non altri. E sembra che, anche alla luce dei

---

<sup>48</sup> Cfr. A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutela degli investitori*, cit.

<sup>49</sup> D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli* cit., 39, ritiene che, laddove le operazioni andate a buon fine fossero comunque superiori a quelle sfavorevoli espressamente impugnate, l'accoglimento della domanda riconvenzionale potrebbe rivelarsi “rimedio troppo impreciso e una reazione potenzialmente sproporzionata rispetto a ciò che intende correggere”; per G. BERTI DE MARINIS, *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela* cit., la riconvenzionale estenderebbe l'oggetto del giudizio, dovendosi allora riscontrare una carenza di legittimazione in capo all'intermediario.

Favorevoli sembrano invece A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutela degli investitori* cit., per il quale la proposta della riconvenzionale costringerebbe l'investitore a “valutare la convenienza delle sue scelte processuali alla luce del risultato economico complessivo dei servizi di investimento prestati dall'intermediario”; nonché A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, cit., per il quale appare sì “del tutto fisiologico, nella dialettica processuale e in conformità con il principio della domanda, che l'attore agisca per chiedere la ripetizione della prestazione indebitamente eseguita, dalla quale non abbia tratto un'utilità patrimoniale, previa caducazione del titolo contrattuale”, allo stesso tempo ammette che spetterà “al convenuto, in via riconvenzionale, domandare, a sua volta, la restituzione di quanto eseguito, in esecuzione di un contratto nullo”.

<sup>50</sup> Rigettano ad esempio la riconvenzionale dell'intermediario Cass. 27 aprile 2016, n. 8395 cit.; T. Milano 24 aprile 2015 cit.

recenti orientamenti in materia di rilievo d'ufficio della nullità, la situazione rimanga, se si vuole stare a questa motivazione, inalterata, in quanto comunque è in ultima analisi lasciata all'investitore la scelta se avvalersi o meno della nullità<sup>51</sup>.

In realtà, il problema è nella confusione che gli investitori, ma anche i giudici che hanno ritenuto di accogliere tali domande selettive, sembrano fare tra declaratoria di nullità, collocata nella disponibilità del soggetto protetto, e suoi effetti<sup>52</sup>: questi ultimi, verificandosi automaticamente a seguito della declaratoria di nullità del contratto, dovrebbero quindi colpire indistintamente gli atti che in quel contratto trovavano un presupposto fondamentale. E questo anche a prescindere dal fatto che si considerino le singole operazioni come aventi natura contrattuale o meno, in quanto sembra abbastanza incontestata la tesi che vuole comunque che le stesse siano precedute in ogni caso da un valido contratto-quadro. Dal punto di vista meramente logico poi, sembra chiaro che, se, a voler ragionare in una prospettiva funzionale, il contratto quadro ha lo scopo di colmare il deficit cognitivo dell'investitore, sembra a dir poco curioso che la sua invalidità renda l'investitore “non informato” solo in relazione ad alcune operazioni, e segnatamente quelle che si siano rivelate infruttuose, mentre in relazione alle altre egli era, nonostante tale deficit, pienamente in grado di assumere una decisione consapevole<sup>53</sup>. Solo a voler ritenere che siano ammissibili servizi

---

<sup>51</sup> Profilo che sembra colto da Cass. 27 aprile 2016, n. 8395 cit., laddove si afferma che “la rilevanza d'ufficio, peraltro non incondizionata, delle nullità di protezione, affermata di recente dalle S.U. nella sentenza n. 26242 del 2014, si limita a configurare la possibilità di estendere l'accertamento giudiziale anche a cause di nullità protettive non dedotte dalle parti senza tuttavia consentire il rilievo anche ad atti diversi da quelli verso i quali la censura è rivolta”.

<sup>52</sup> Per tale orientamento v. T. Padova 21 gennaio 2013, su *Banca borsa*, 2014, 5, 610, con nota di Berti de Marinis, per cui “gli attori sembrano confondere fra soggetto legittimato a far valere la nullità, ex art. 23 t.u.f., ed effetti conseguenti automaticamente da tali dichiarazioni che sono quelli previsti dalla legge ed i medesimi derivanti da nullità assoluta”. Dunque “l'obbligo di restituzione di tutte le prestazioni ricevute dalle parti in esecuzione dello stesso sorge in capo a quest'ultime come effetto automatico essendo venuti meno, con efficacia *ex tunc*, il titolo e la causa delle stesse”; T. Como 7 marzo 2012, reperibile su *ilcaso.it*.

In dottrina v. A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento* cit., per il quale “occorre tenere distinte la disponibilità dell'azione di nullità dalla disponibilità degli effetti della nullità”; A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutela degli investitori* cit.

<sup>53</sup> Per tali considerazioni v. ad es. T. Como 7 marzo 2012 cit.

di investimento prestati occasionalmente, ovvero operazioni realizzate isolatamente, senza la cornice di un contratto quadro a monte a regolare gli aspetti fondamentali del rapporto, allora potrà eventualmente sostenersi che, per le sole operazioni che integrino i requisiti di forma scritta richiesti dalla legge, non opererà l'estensione degli effetti della declaratoria di nullità, potendo essi rimanere in piedi.

## 2. L'uso distorto del formalismo e l'esercizio selettivo della nullità

### 2.1. *I termini del contrasto dottrinale e giurisprudenziale*

Come visto, la prescrizione di forma scritta dettata dall'art. 23 t.u.f. per i contratti di investimento ha dato origine a varie problematiche applicative, che nel corso degli ultimi anni hanno alimentato vivaci dibattiti dottrinali, tanto tra i giuscommercialisti quanto tra i civilisti, stante la centralità della tematica contrattuale, nonché ad un cospicuo numero di pronunce della giurisprudenza di merito e della Suprema Corte, la quale ha di recente adottato una serie di decisioni che sembrano aver posto un punto fermo alla questione della validità o meno del contratto c.d. monofirma e in materia di c.d. uso selettivo della nullità.

Alla base della soluzione di continuità tra la figura classica della nullità per vizio di forma, avente carattere e rilievo assoluto, e quella delle nullità relative, vi sarebbe una diversa valutazione, da parte dell'ordinamento, del rapporto intercorrente fra le parti del contratto: se nella visuale del legislatore del 1942 esse erano poste su un piano di parità<sup>54</sup>, sicché il difetto della forma richiesta dalla legge per la validità del contratto non poteva che assumere un rilievo analogo per entrambe, sottesa invece alle previsioni di forma scritta volute dalle

---

<sup>54</sup> Dotate cioè della stessa forza di contrattazione e in possesso del medesimo livello di informazioni circa le caratteristiche della controparte, l'oggetto del contratto e le effettive modalità di svolgimento del rapporto o comunque poste in grado di ottenere tali informazioni mediante un normale sforzo, alla luce dell'ordinaria diligenza richiesta dall'impianto codicistico.



legislazioni di settore vi è la considerazione dell'esistenza di una condizione di disparità tra i contraenti, che opera soprattutto a livello di informazioni poste nella loro disponibilità e quindi di potere contrattuale, sicché le prescrizioni formali e la costante previsione di nullità relativa che le accompagna per il caso di loro violazione, assolvono una funzione essenzialmente di "protezione" del contraente debole<sup>55</sup>.

Su tale linea la Suprema Corte a Sezione Unite, con un'interpretazione fortemente orientata in senso teleologico, ha affermato, come visto, la validità del contratto sottoscritto dal solo investitore e mancante invece della sottoscrizione del funzionario dell'intermediario<sup>56</sup>. Il panorama in merito a tali contratti è stato quanto mai variegato, e, soprattutto, numerose sono state nel tempo le soluzioni prospettate a difesa della valida conclusione del negozio da parte degli intermediari, convenuti in giudizio dai clienti che chiedevano la declaratoria di nullità del contratto di investimento perché mancante della firma della controparte istituzionale; soluzioni che hanno toccato interessanti tematiche di diritto sostanziale e processuale<sup>57</sup>.

Tali ricostruzioni, oggetto di discordanti pronunce giurisprudenziali, hanno però lasciato il posto al profilo della valenza *funzionale* della previsione di cui all'art. 23 t.u.f., sicché, come affermato anche dalla Cassazione, deve ritenersi che nulla possa aggiungere alla tutela dell'investitore la sottoscrizione dell'intermediario, e che quindi la sola firma del contraente tutelato sia sufficiente a perfezionare il contratto nel pieno rispetto del requisito formale.

---

<sup>55</sup> Sulla finalità protettiva, si veda, tra gli altri, S. Pagliantini, *L'incerto incedere del formalismo di protezione tra usi e abusi*, in *Contr. e impr.*, 2013, p. 299; *Id.*, *Neoformalismo contrattuale*, in *Enc. dir.*, Ann. IV, Milano, 2011, p. 772; U. Breccia, *La forma*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, vol. I, *Formazione*, Milano, 2006, p. 477, per cui il "nuovo settore del formalismo suole essere qualificato, nella scia della letteratura giuridica di lingua francese, in ragione delle specifiche finalità informative e protettive"; L. Modica, *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al nuovo formalismo*, Milano, Giuffrè, 2008.

<sup>56</sup> A seguito dell'ordinanza di rimessione del 27 aprile 2017, n. 10447, si sono pronunciate le Sezioni Unite, 16 gennaio 2018 sent. n. 898, quindi con le sent. nn.ri 1200 e 1021 del 18 gennaio 2018, n. 1653 del 23 gennaio 2018, con orientamento poi sempre confermato, come da Cass. civ. Sez. I del 16 luglio 2018, n. 18838, Cass. civ. Sez. VI del 27 gennaio 2019, n. 121750.

<sup>57</sup> Su cui si rinvia al paragrafo 1 del presente capitolo.

Ma oltre la prospettiva funzionale, la quale è comune alle altre previsioni di nullità di protezione, all'origine delle problematiche scaturite dall'applicazione dell'art. 23 t.u.f. vi è anche il particolare atteggiarsi del contratto, e il carattere del relativo rapporto, nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento<sup>58</sup>. La previsione, infatti, dell'obbligo di concludere un contratto che disciplini a monte i futuri rapporti tra le parti e le operazioni di volta in volta poste in essere nell'ambito dei singoli servizi, fa sì che la relazione contrattuale suddetta si articoli in un doppio livello, perfezionando gli intermediari e l'investitore dapprima il contratto-quadro, e successivamente venendo conclusi i vari investimenti. Da tale configurazione del rapporto deriva la possibilità che l'investitore, deducendo in giudizio la nullità o comunque l'assenza del contratto-quadro, impugni poi solo quelle operazioni di investimento che si siano rivelate svantaggiose, mirando a lasciare in piedi gli altri investimenti che abbiano avuto esito positivo<sup>59</sup>.

---

<sup>58</sup> E tuttavia, nonostante tale peculiarità strutturale della fattispecie contrattuale cui si riferisce, ritiene che la sentenza in commento possa offrire interessanti spunti per un più ampio ripensamento dello statuto generale delle nullità di protezione C. Scognamiglio, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive: un nuovo spazio di operatività per la clausola generale di buona fede*, in *Corr. Giur.*, 2020, 1, p. 5; si veda anche Id., *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo delle nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 176, ove si afferma che dalla sentenza in esame emerge un'indicazione nel senso della costruzione di una disciplina generale comune a tutte le ipotesi di nullità di protezione, anche sul piano dell'azione di nullità, che sia "fortemente divaricata rispetto all'assetto normativo del codice civile"; del pari, A. Dalmartello, *La nullità di protezione ex art. 23. t.u.f. tra uso selettivo e buona fede del cliente*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 26, ove si legge che la decisione in commento può essere considerata "il secondo pilastro del percorso giurisprudenziale di identificazione del regime delle nullità di protezione", dopo le sentenze gemelle del 2014 (nn.ri 26242 e 26243 del 2014) in merito al rilievo d'ufficio, riprendendo e ampliando il concetto della "operatività a vantaggio".

In senso contrario, pur non ponendosi espressamente l'interrogativo circa la configurabilità o meno di una disciplina generale delle nullità di protezione in relazione a tale pronuncia, sembra porsi invece D. Maffei, *Le disavventure di un contraente tollerato: l'investitore e le restrizioni alla selezione degli investimenti che impugna*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 160, il quale ritiene che portata della sentenza in questione sia limitata al piano del mercato finanziario, e non possa avere riflessi in altri ambiti nei quali non si presenti la stessa esigenza che le Sezioni Unite avrebbero avuto a cuore in tale occasione, cioè quella di evitare che il giudizio divenga un mercato di seconda istanza ove l'investitore possa rifarsi di investimenti non andati a buon fine.

<sup>59</sup> In merito alla dottrina espressasi sull'uso selettivo della nullità, prima della sentenza in discussione si veda D. Semeghini, *op. cit.*; A. Tucci, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento cit.*; A. Perrone, *Regole di comportamento e tutela degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa*, 2010, 5, p. 537; G. Berti De Marinis, *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela*, in *Banca borsa*, 3, 2016, p. 283; Id., *Uso e abuso dell'esercizio selettivo della nullità relativa*, in *Banca borsa*, 5, 2014, p. 612; in sede di commento all'ordinanza di rimessione Cass. civ. Sez. I, 2 ottobre 2018 ord. n. 23927, D. Maffei, *Nullità selettive: la "particolare importanza" di*

La possibilità di fare un tale uso della nullità, ovviamente fortemente osteggiata dagli intermediari, condannati a rimborsare ai clienti le somme impiegate in investimenti non proficui e a non poter specularmente ripetere quanto invece ricavato dalla controparte mediante operazioni favorevoli - pur compiute nella cornice del medesimo contratto di investimento oggetto della pronuncia di nullità -, è del pari stata oggetto di contrastanti orientamenti dottrinali e giurisprudenziali, i quali ultimi avevano portato alla remissione della questione alle Sezioni Unite, contestualmente alla risoluzione dell'interrogativo sulla validità del contratto monofirma. I giudici di legittimità, tuttavia, risolta come detto in senso positivo la questione sopra illustrata della validità del contratto sottoscritto dal solo investitore, e quindi rigettata l'impugnativa di quest'ultimo, non avevano poi affrontato la problematica dell'uso selettivo della nullità.

Sebbene il riconoscimento della validità del contratto monofirma riduca notevolmente i casi in cui il cliente possa impugnarlo, e quindi anche il rischio dell'impugnazione selettiva degli investimenti, nondimeno sussiste comunque un margine entro il quale, facendo valere altre cause di nullità nonché l'assenza *tout court* del contratto quadro<sup>60</sup>, l'investitore abbia la possibilità di operare quella selezione degli ordini<sup>61</sup> che sembrerebbe integrare una condotta opportunistica. A seguito quindi di ulteriore ordinanza interlocutoria, le Sezioni Unite si sono pronunciate sul tema con la sentenza che ha fornito l'ulteriore spunto per le considerazioni che qui si stanno svolgendo<sup>62</sup>. Le conclusioni cui è giunta

---

*selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi e il processo civile come contesa fra opportunisti* e M. Rizzuti, *Nullità selettiva e abuso del processo: la parola alle Sezioni Unite*, entrambi in *Corr. Giur.*, 2, 2019, pp. 173 e 177.

<sup>60</sup> Nel senso della persistente attualità, seppur limitata ad ipotesi meno frequenti, della problematica dell'uso selettivo della nullità A. Dalmartello, *La nullità di protezione ex art. 23. t.u.f. tra uso selettivo e buona fede del cliente* cit.; A. Tucci, *Nullità di protezione e buona fede*, in *Giur. Comm.*, 2020, 142, p. 23, per il quale fra i due ambiti problematici non vi è una totale sovrapposizione.

<sup>61</sup> Si parla di un fenomeno di "*cherry picking*", cfr. A. Perrone, *Regole di comportamento e tutela degli investitori* cit.

<sup>62</sup> Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019, n. 28314, in *Contratti*, 2020, 1, 11, con nota di Pagliantini, su *Corr. Giur.*, 2020, 1, p. 5, con nota di Scognamiglio, nonché reperibile su *dirittobancario.it*. Il Tribunale in primo grado aveva dichiarato la nullità di due contratti di investimento in obbligazioni argentine per difetto di forma scritta del contratto quadro e condannato però il cliente a pagare, all'esito della compensazione, la differenza residua a debito. La Corte d'Appello riformava parzialmente la sentenza, confermando l'inammissibilità dell'uso selettivo della nullità, ma non ammettendo la riconvenzionale della banca, ritenendo validamente introdotta in giudizio esclusivamente un'eccezione di compensazione. A

la Cassazione incidono profondamente sul regime di funzionamento della nullità in questione, per cui la dottrina è stata naturalmente portata a chiedersi fino a che punto le stesse possano essere estese rispetto al generale campo delle nullità di protezione. Sotto un profilo prevalentemente settoriale si intende però evidenziare i caratteri peculiari del contesto in cui tale sentenza si pone, allo scopo di dimostrare che le conclusioni cui essa giunge difficilmente potranno avere un valore ermeneutico valido anche in relazione agli ulteriori casi di neo-formalismo contrattuale.

Ripercorrendo i punti salienti del dibattito, come la pronuncia fa, si ricordano le due principali tesi, che prescindono dal principio di buona fede, ritenuto invece centrale dalla Suprema Corte: l'una ammettendo indiscriminatamente l'uso selettivo della nullità, sulla base della unilateralità del rimedio previsto dall'art. 23 t.u.f. e in generale del funzionamento delle nullità di protezione, nella cui stessa natura sarebbe "insita" la selettività; l'altra negando ingresso a detta pratica, in quanto considerata non compatibile con il meccanismo della declaratoria di nullità, dalla quale dovrebbe necessariamente discendere la caducazione di tutte le operazioni poste in essere a valle e in virtù del negozio invalido.

Più precisamente, la prima delle suddette tesi pone al centro del problema, ancora una volta, la finalità protettiva dell'interesse dell'investitore, ritenendo cioè che dalla previsione per cui la nullità del contratto-quadro possa

---

fronte del ricorso per Cassazione proposto dall'istante, la Seconda Sezione rimetteva alle Sezioni Unite la questione originata dal secondo motivo di ricorso consistente nell'esatta determinazione degli effetti e delle conseguenze giuridiche dell'azione di nullità proposta dal cliente, in relazione a specifici ordini di acquisto, derivante dall'accertamento del difetto di forma del contratto quadro.

Per i primi commenti alla sentenza in esame, si veda A. Tucci, *Nullità di protezione e buona fede* cit.; G. Guizzi, *Le Sezioni Unite e "le nullità selettive" nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, Editoriale del 4 dicembre 2019 su [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it); S. Pagliantini, *Le stagioni della nullità selettiva (e del "di protezione")*, in *Contratti*, 1, 2020, p. 18; dello stesso Autore, *L'irripetibilità virtuale della nullità di protezione nella cornice di un'eccezione ex fide bona*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 1, 2020, p. 169; C. Scognamiglio, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive: un nuovo spazio di operatività per la clausola generale di buona fede* cit., nonché *Id.*, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo delle nullità di protezione ed eccezione di buona fede* cit.; A. Dalmartello, *La nullità di protezione ex art. 23. t.u.f. tra uso selettivo e buona fede del cliente* cit.; D. Maffei, *Le disavventure di un contraente tollerato: l'investitore e le restrizioni alla selezione degli investimenti che impugna*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.* cit.; nonché C. Robustella, *Forma di protezione e nullità selettiva nei contratti del mercato finanziario*, Torino, Giappichelli, 2020, p. 119 ss.

essere solo da questi azionata debba necessariamente discendere la carenza di legittimazione dell'intermediario ad impugnare autonomamente gli altri ordini, al fine di far valere appieno gli effetti della pronuncia di invalidità. Qualora si ammettesse infatti tale possibilità, ne risulterebbe compressa la tutela dell'investitore il quale, decidendo di proporre l'azione *de qua*, sarebbe inevitabilmente esposto alla riconvenzionale della banca con le connesse pretese restitutorie<sup>63</sup>. In base a tali argomentazioni, quindi, si ammette che la nullità possa essere eccepita limitatamente solo ad alcuni degli ordini di acquisto posti in essere a valle del contratto-quadro.

Dall'altro lato invece, ragionando in termini prettamente tecnico-giuridici, viene evidenziato che la scelta demandata al soggetto nell'interesse del quale la previsione di nullità è dettata possa riguardare l'opzione tra il far valere o meno la causa di invalidità, ma non possa spingersi fino a ricomprendere la possibilità di modularne gli effetti, inderogabilmente determinati dalla legge con valenza generale e consistenti nella caducazione di tutti gli atti che trovino origine e giustificazione in quello dichiarato nullo<sup>64</sup>. Il fatto che, per quanto riguarda la nullità di protezione, il legislatore deroghi alla disciplina della nullità

---

<sup>63</sup> La nullità di protezione cioè avrebbe un'operatività sia sostanziale sia processuale a vantaggio dell'investitore; in giurisprudenza si ricorda Cass. sent. n. 8395 del 27 aprile 2016, su *Corr. Giur.*, 2016, 8-9, p. 1110, con nota di A. Tucci, in cui la Corte dichiara nullo il contratto monofirma e ammette la nullità selettiva, affermando che "il requisito della forma scritta *ad substantiam* per il contratto quadro non determina una modificazione della qualificazione giuridica della nullità che consegue all'inosservanza dell'obbligo di forma. Anche tale nullità è rilevabile esclusivamente dall'investitore e configurabile come nullità di protezione", per cui "l'investitore può selezionare il rilievo della nullità e rivolgerlo agli acquisti (o più correttamente i contratti attuativi del contratto quadro) di prodotti finanziari dai quali si è ritenuto illegittimamente pregiudicato, essendo gli altri estranei al giudizio"; nonché T. Milano n. 5379, 24 aprile 2015, reperibile su *ilcaso.it.*; favorevoli all'accoglimento della domanda di nullità selettiva anche le più risalenti T. Torino, 5 febbraio 2010; T. Mantova, 22 gennaio 2009; T. Udine, 16 gennaio 2009; T. Torino 12 febbraio 2007; T. Milano 11 aprile 2008.

In dottrina si veda D. Semeghini, *op. cit.*, p. 39, il quale ritiene che, laddove le operazioni andate a buon fine fossero comunque superiori a quelle sfavorevoli espressamente impugate, l'accoglimento della domanda riconvenzionale potrebbe rivelarsi "una reazione potenzialmente sproporzionata rispetto a ciò che intende correggere" e una troppo severa "punizione" per l'investitore.

<sup>64</sup> Così Cass. Sez. I, ord. n. 6664 del 16 marzo 2018, reperibile su *ilcaso.it.*, che ritiene fondata la pretesa restitutoria non dei titoli, ma dei guadagni conseguiti dall'investitore, sia negli investimenti per cui era causa, sia gli altri, "pur sempre retti dal medesimo contratto ormai caducato". Viene quindi accolta l'eccezione di compensazione con riguardo all'intero credito restitutorio. Si ricorda anche T. Padova 21 gennaio 2013 in *Banca Borsa*, 5, 2014, p. 610, per la quale "l'obbligo di restituzione di tutte le prestazioni ricevute dalle parti in esecuzione del (contratto nullo) sorge in capo a queste ultime come effetto automatico essendo venuti meno, con efficacia *ex tunc*, il titolo e la causa delle stesse. Pertanto, non può essere condivisa la pretesa degli attori di scegliere *a proprio piacimento* quali effetti della nullità

generale sotto il profilo della legittimazione, consentendo che il vizio possa essere fatto valere dal solo soggetto interessato dall'intento di riequilibrio, non comporta la piena facoltà per l'interprete e in particolar modo per il giudice di decidere liberamente quali norme dettate dal codice potranno applicarsi e quali

---

far valere"; T. Como 7 marzo 2012 reperibile su *ilcaso.it*; A. Torino 20 gennaio 2012, per cui la nullità travolge tutti gli effetti ivi compresi gli utili percepiti dall'investitore; T. Torino 7 marzo 2011 reperibile su *ilcaso.it*, su cui si veda anche *infra* nt. 23.

In dottrina in tal senso, già V. Sangiovanni, *L'art. 23 T.U.F. e la sottoscrizione del contratto-quadro*, in *Giur. It.*, 2009, p. 1686, per il quale se il contratto quadro è nullo, vengono travolte tutte, senza eccezioni, le operazioni successive". L'Autore immagina come "potrebbe accadere che l'investitore abbia interesse a far venir meno sola parte di esse, alcune essendosi rivelate fruttuose e soltanto altre in perdita. Senonché la scusa della nullità non consente distinzioni"; M. Dellacasa, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione*, in *Danno e resp.*, 12, 2005, p. 1243; S. Pagliantini, *Usi (ed abusi) di una concezione teleologica della forma: a proposito dei contratti bancari cc.dd. monofirma (tra legalità del caso e creatività giurisprudenziale)*, in *Contr.*, 2017, 6, p. 679; S. Monticelli, *Autonomia privata e limiti alla disponibilità della nullità contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 2018, 3, p. 1042; A. Tucci, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento* cit., per il quale "occorre tenere distinte la disponibilità dell'azione di nullità dalla disponibilità degli effetti della nullità"; Id., *Servizi di investimento e nullità del contratto*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, p. 2464, ove l'Autore afferma che "si tratta (...) di non confondere fra disponibilità dell'azione e disponibilità degli effetti della nullità, nel senso che, ove il cliente abbia introdotto nel processo il vizio consistente nell'assenza di un valido contratto quadro, ben potrà l'intermediario ottenere la restituzione delle prestazioni eseguite in esecuzione di (altri) contratti 'a valle', essendo questo un effetto della nullità, dedotta (o eccepita) dal cliente, sempre che l'intermediario abbia cura di formulare una domanda *ad hoc*"; A. Perrone, *Regole di comportamento e tutela degli investitori* cit.; G. Berti De Marinis, *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela* cit.; M. Girolami, *Contratti di investimento non sottoscritti dall'intermediario: la parola alle Sezioni Unite*, *Banca Borsa*, 5, 2017, p. 55, per la quale "delle due l'una: o è viziato il contratto quadro e dunque cade l'intera operazione, comprensiva degli ordini successivi, o è viziato il singolo ordine e allora va dimostrata, da parte del cliente, la sussistenza per esso di uno specifico ed autonomo profilo di nullità". Tale ultima osservazione, aprendo alla possibilità di far dichiarare la nullità del singolo ordine, va messa in relazione con quella giurisprudenza che ammette la domanda di risoluzione dell'operazione singolarmente individuata, in base al fatto che solo in relazione ad essa e non ad altre siano stati violati obblighi di comportamento dell'intermediario, senza dover ricorrere alla nullità dell'intero contratto-quadro. Il riferimento è a Cass. civ. Sez. I, 23 maggio 2017, sent. n. 12937; Cass. civ. Sez. I, 18 maggio 2016, sent. n. 10161; Cass. civ. Sez. I, 9 agosto 2016, sent. n. 16820, per cui la diversa incidenza che può avere l'inadempimento degli obblighi d'informazione posti a carico degli intermediari finanziari, ove sia collocabile, rispettivamente, in epoca antecedente o successiva rispetto alle operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del 'contratto quadro', può condurre, a seconda dei casi, alla risoluzione dell'intero rapporto ovvero soltanto di quelli derivanti dai singoli ordini impartiti alla banca"; più di recente anche T. Palermo 15 dicembre 2019, su *dirittobancario.it*. E ciò è quanto traspariva già anche dalle argomentazioni di T. Torino 7 marzo 2011, reperibile su *www.ilcaso.it*, su cui anche *infra* nt. 23, in cui si evidenzia che l'azione di nullità, selettivamente utilizzata, risulta una "scorciatoia per ottenere più agevolmente quanto in realtà ottenibile con l'azione risarcitoria" esercitabile relativamente alle singole operazioni, per violazione degli obblighi comportamentali dell'intermediario. Sul fatto che l'azione di nullità sia la via più "breve" per rimediare a violazioni poste in essere dall'intermediario, conveniva, seppur generalmente con atteggiamento critico, già la letteratura relativa alla questione della conseguenza della violazione degli obblighi di comportamento degli stessi, antecedente alle sent. gemelle delle Sezioni Unite che ne avevano invece poi stabilito le conseguenze solo risarcitorie (ci si riferisce alle pronunce della Cass. SS.UU. del 19 dicembre 2007, nn.ri 26724 e 26725). Si veda, tra i tanti al riguardo, D. Semeghini, *op. cit.*, p. 6; A. Perrone, *Servizi di investimento e regole di condotta*, *Riv. soc.*, 2005, 5, p. 1012; V. Roppo, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 1, p. 25.

no, dovendosi invece in caso di lacune fare ricorso completo alla disciplina generale, per tutti quegli aspetti relativamente ai quali non sia stata espressamente dettata una diversa regola nell'ambito delle nullità speciali<sup>65</sup>.

Ne deriva quindi che non può annullarsi la distinzione tra la declaratoria della nullità e le ricadute della predetta declaratoria sulle attività compiute in esecuzione del contratto nullo, essendo solo la prima lasciata nella disponibilità dell'investitore, e non potendo invece questi operare liberamente sulle conseguenze della nullità, mantenendo in piedi alcune operazioni e non altre. In base a tale ricostruzione dunque può trovare accoglimento la domanda riconvenzionale dell'intermediario, volta ad ottenere le restituzioni discendenti da ordini differenti rispetto a quelli impugnati *ab origine* dal cliente, in quanto essa non mirerebbe ad ampliare l'oggetto del giudizio o ad esercitare autonomamente una legittimazione che gli è preclusa, quanto meramente ad avvalersi di effetti che si sono già verificati nella realtà giuridica, essendo il contratto nullo tale fin dalla sua conclusione. D'altro canto, è osservazione logica ancor prima che giuridica che, a voler ragionare in una prospettiva funzionale, poiché il contratto quadro ha lo scopo di colmare il deficit cognitivo dell'investitore, sarebbe incongruo ritenere che la sua invalidità renda tale soggetto "non informato" solo in relazione ad alcune operazioni, e segnatamente quelle che si siano rivelate infruttuose, mentre in relazione alle altre (andate a buon fine) egli fosse, nonostante tale deficit, pienamente in grado di assumere una decisione consapevole<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> Si vedano al riguardo le osservazioni di A. Tucci, *Servizi di investimento e nullità del contratto*, in *Liber Amicorum Pietro Abbadessa* cit., p. 2469, il quale sottolinea che "il richiamo all'esigenza di meglio tutelare l'interesse protetto non giustifica la creazione, in via interpretativa, di regole contrastanti con quelle previste dalle legislature, sotto il profilo della disponibilità dell'azione di nullità"; in tal senso anche C. Robustella, *op. cit.*, p. 151, per la quale "in una prospettiva *de jure condito*" la conseguenza della declaratoria di nullità del contratto, anche quando si tratti di nullità di protezione, non può non avere "quale logica e inevitabile conseguenza quella di attribuire alle parti stesse il diritto alla restituzione di quanto prestato in esecuzione del contratto nullo, secondo i principi regolanti l'indebito oggettivo ex art. 2033 c.c."

<sup>66</sup> Per tali considerazioni v. anche T. Como 7 marzo 2012 cit., nonché D. Semeghini, *op. cit.*, p. 23.

Tali due orientamenti di massima sono poi stati variamente articolati e calati nelle fattispecie concrete, nell'ambito di una serie di interpretazioni diversamente graduate, le quali hanno probabilmente anche tentato di conciliare le due opposte esigenze - quella di salvaguardare la finalità di protezione della norma e il suo essere dettata a esclusivo favore dell'investitore, e quella di evitare conseguenze ingiuste e pregiudizievoli per gli intermediari, sui quali sarebbero altrimenti traslati i costi dell'andamento negativo del mercato.

In primo luogo, si pensi all'indirizzo il quale ha escluso l'uso selettivo della nullità, senza ricorrere alla necessità, di cui si è detto sopra, di riaffermare la differenza tra “*disponibilità*” della declaratoria di nullità ed “*indisponibilità*” dei suoi effetti, ma ritenendo a monte che l'impugnazione selettiva, avente quindi ad oggetto solo alcuni degli atti posti in essere in virtù del contratto a monte, comporti una convalida implicita del contratto stesso nella sua totalità, tale tesi cioè ammettendo la possibilità di convalida di un negozio affetto da nullità solo relativa<sup>67</sup>. La mancata impugnazione, da parte del cliente, di alcune operazioni rispetto ad altre, simboleggerebbe chiaramente la sua volontà di trattenere gli effetti delle stesse e quindi di far proprie le somme rimosse in seguito all'investimento, tale volontà postulando, a monte, e in maniera implicita, quella

---

<sup>67</sup> Circa l'ammissibilità di convalida del contratto affetto da nullità relativa per difetto di forma, è orientato in senso tendenzialmente positivo S. Monticelli, *La recuperabilità del contratto nullo*, *Notariato*, 2009, 2, p. 274, secondo il quale “sembrerebbe legittimo sostenere che il contraente, nel cui interesse è prioritariamente prevista la nullità ed al cui interesse è subordinata la relativa declaratoria, così come potrebbe impedire tale declaratoria (o non esercitando l'azione o limitando, per quanto si è già detto, il dispiegarsi dei poteri d'ufficio del giudice) ben sarebbe legittimato a convalidare il contratto o il patto viziato da nullità relativa”. In senso contrario, A. Tucci, *Servizi di investimento e nullità del contratto*, in *Liber amicorum Pietro Abbadessa* cit., p. 2466.

In giurisprudenza ricostruiscono l'uso selettivo della nullità di protezione come convalida del negozio nullo T. Verona 17 aprile ottobre 2009; T. Verona 23 marzo 2010, in cui si sottolinea come l'investitore avesse “optato per una selezionata contestazione, circoscrivendola ai soli titoli, per così dire, ‘andati male’, fermo il resto”, ed essendo allora “evidente che alla volontà degli attori di conservare a tutti gli effetti i titoli fruttuosi e le somme di cui alle numerose e proficue cedole incassate nella consapevolezza della (causa di) nullità del contratto quadro, denunciata ai fini di cui alle odierne domande (n.d.a. di restituzione delle provviste in relazione alle operazioni impugnate), si riconnette quella di giovare del contratto che ha prodotto quegli effetti”; conformemente anche T. Verona 28 giugno 2012, tutte reperibili su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

In senso critico, U. Malvagna, *Nullità di protezione e nullità «selettive»*. *A proposito dell'ordinanza di rimessione alle sezioni unite n. 12390/2017*, in *Banca borsa*, 2017, 6, p. 838.



più generale di mantenere in piedi il contratto in cui tali operazioni trovano origine.

Il tentativo di bilanciamento degli interessi delle parti in causa viene anche effettuato, nelle intenzioni di altra dottrina e di parte della giurisprudenza, dando rilievo alla c.d. *exceptio doli generalis*<sup>68</sup> per cui, pur rimanendo ferma la mancanza di legittimazione dell'intermediario a impugnare le singole operazioni lasciate fuori dal giudizio, al fine di richiedere le restituzioni, si ritiene che esso potrebbe tuttavia *paralizzare* l'azione dell'investitore, invocando la predetta eccezione<sup>69</sup>.

Giova ricordare inoltre che, alla luce dell'elaborazione dottrinale in materia di *exceptio doli generalis*, pare preferibile ritenere che tale rimedio vada

---

<sup>68</sup> Cass. ord. nn. 12388, 12389 e 12390, tutte del 15 maggio 2017, reperibili su *dejure.it*, in cui si legge che “l'esigenza di scongiurare uno sfruttamento ‘opportunistico’ della normativa di tutela dell'investitore potrebbe portare la Corte, come suggerito da parte della dottrina, ad affermare la possibilità per l'intermediario di opporre l'*exceptio doli generalis* in tutte quelle ipotesi in cui il cliente (evidentemente in mala fede) proponga una domanda di nullità ‘selettiva’, cosicché l'eccezione di dolo, concepito quale strumento volto ad ottenere la disapplicazione delle norme positive nei casi in cui la rigorosa applicazione delle stesse risulterebbe - in ragione di una condotta abusiva - sostanzialmente iniqua, potrebbe in effetti rivelarsi un'utile arma di difesa contro il ricorso pretestuoso all'art. 23 menzionato”. In tal senso sembra anche Cass. del 16 marzo 2018, ord. n. 6664, la quale, pur confermando sul punto la decisione operata dal giudice di appello, sottolinea come sarebbe stato necessario che la ricorrente avesse allegato tempestivamente, nel giudizio di merito, “le circostanze da cui risultasse il dolo o la mala fede della controparte, per essere stata a conoscenza della invalidità del negozio e, ciononostante, avere inteso danneggiare l'altra parte proseguendo in operazioni finanziarie anche altamente rischiose”; si veda anche l'ord. n. 10116 del 2018.

In dottrina, su tale possibilità, A. Perrone, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 40; D. Semeghini, *op. cit.*, p. 39 ss., per il quale tale eccezione è strumento “per nulla semplice da gestire”, soprattutto di fronte a regole di validità e non di comportamento (p. 55 ss.), nonché un'inevitabile fonte di incertezza giuridica.

<sup>69</sup> Sull'*exceptio doli generalis* si veda in particolare Cass. civ. Sez. I, 7 marzo 2007, sent. n. 5273, reperibile su *plurisonline*, in cui si afferma la sua portata generale, come “rimedio di carattere generale, utilizzabile anche al di fuori delle ipotesi espressamente codificate, il quale è diretto a precludere l'esercizio fraudolento o sleale dei diritti di volta in volta attribuiti dall'ordinamento, paralizzando l'efficacia dell'atto che ne costituisce la fonte o giustificando il rigetto della domanda giudiziale fondata sul medesimo, ogni qualvolta l'attore abbia sottaciuto situazioni sopravvenute al contratto ed aventi forza modificativa o estintiva del diritto, ovvero abbia avanzato richieste di pagamento *prima facie* abusive o fraudolente o ancora abbia contravvenuto al divieto di *venire contra factum proprium*”.

In dottrina, si veda A. Torrente, *Eccezione di dolo*, in *Enc. dir.*, XIV, 1965; S. Pugliatti, *L'exceptio doli*, nella voce *Eccezione (teoria generale)*, in *Enc. dir.*, XIV, 1965; G. Meruzzi, *Il fondamento sistematico dell'exceptio doli e gli obiter dicta della Cassazione*, in *Contr. Impr.*, 2007, 6, p. 1369; A. Dolmetta, voce *Exceptio doli generalis* in *Enc. giur. it.*, agg. 1997, reperibile anche in *Banca borsa*, 1998, p. 2, 147.

inteso in ottica oggettiva, e che esso dunque prescinda dalla sussistenza di un intento fraudolento o doloso<sup>70</sup>.

Tale ultima proposta di soluzione, avanzata già nelle ordinanze di rimessione della questione alle Sezioni Unite, non sembra del tutto essere stata disattesa dalla Corte, che tuttavia ne ha fatto un uso implicito e non del tutto corretto. Non sembra del tutto essere stata disattesa perché è ben nota la continuità dell'*exceptio doli* con la clausola generale della buona fede in senso oggettivo<sup>71</sup>; sembra essere stata però utilizzata in modo non del tutto corretto in quanto sarebbe stato più calzante fare ad essa espresso riferimento, in quanto, come si dirà a breve, il richiamo alla sola buona fede oggettiva non risulta coerente nel momento in cui, una volta pronunciata la nullità del contratto di investimento, ci si ritrova al di fuori dell'ambito di operatività tipico di siffatta clausola generale. Richiamare espressamente, come da più parti era stato suggerito, e come la stessa giurisprudenza di legittimità ha fatto frequentemente in altre occasioni, l'*exceptio doli*, avrebbe reso più semplice giustificare l'intervento correttivo in assenza di una valida cornice contrattuale<sup>72</sup>.

Nella necessità o meno del ricorrere dell'elemento soggettivo è la linea di confine con altra ricostruzione, contigua ma differente sotto il profilo operativo e in particolare quanto agli oneri probatori posti a carico del soggetto che voglia avvalersene, la quale fa riferimento, alla categoria dell'abuso del diritto, e quindi richiedendo non solo la selettività in sé, ma anche la causazione di un

---

<sup>70</sup> Così G. Meruzzi, *Il fondamento sistematico dell'exceptio doli* cit., il quale ricava tale conclusione in particolare dal fatto che l'eccezione in discussione colpisce, anche a dire della Cassazione, condotte non solo fraudolente, che richiederebbero quindi il ricorrere dell'elemento soggettivo, ma anche meramente sleali, prescindendosi cioè dall'elemento soggettivo, come ritenuto anche da A. Dolmetta, *Exceptio doli generalis*, cit., per il quale non è necessario che sussista un c.d. 'agire malizioso'.

<sup>71</sup> Sebbene in realtà la Corte stessa (par. 22.2) sancisca una non totale sovrapposibilità tra le due categorie, ritenendo di assumere a base della propria decisione, come si dirà a breve, il principio di buona fede "da assumere, tuttavia, in modo non del tutto coincidente con le illustrate declinazioni dell'exceptio doli e dell'abuso del diritto".

<sup>72</sup> Per la differenza, pur in una linea di complementarità, tra la buona fede oggettiva e l'*exceptio doli generalis*, sotto il profilo della diversa estensione applicativa, v. G. Meruzzi, *Il fondamento sistematico dell'exceptio doli e gli obiter dicta della Cassazione* cit., p. 1369, nonché A. Dolmetta, *Exceptio doli generalis*, in *Banca Borsa* cit.

pregiudizio a carico dell'intermediario, che determini “effetti del tutto sproporzionati rispetto al fine di tutela per cui si è agito”<sup>73</sup>, concretizzandosi un opportunistico orientamento degli effetti della nullità<sup>74</sup>.

La Corte tuttavia, come anticipato, non aderisce integralmente ad alcuna delle prospettate interpretazioni, ritenendo di dover porre a base della propria decisione un principio di buona fede, in un'accezione peraltro non del tutto coincidente con le declinazioni dell'*exceptio doli generalis* e dell'abuso del diritto, in particolare imponendosi una valutazione degli investimenti complessivamente eseguiti, ponendo in comparazione quelli oggetto dell'azione di nullità con quelli non impugnati, per verificare se, a seguito dell'accoglimento dell'azione, permanerebbe ugualmente un pregiudizio per l'investitore, corrispondente al “*petitum* azionato”, e in caso contrario potendo essere opposta un'eccezione di buona fede.

## 2.2. La soluzione delle Sezioni Unite: alcune considerazioni critiche

Al di là di tali preliminari considerazioni, in una prospettiva di analisi critica delle conclusioni cui è giunta la Corte di legittimità, due sono i nodi che ad avviso di chi scrive si presentano problematici.

In primo luogo, non può non evidenziarsi una dubbia coerenza tra le premesse e i risultati del ragionamento portato avanti dalla Corte, sotto il profilo della (ir)rilevanza che essa attribuisce al rapporto complessivo tra l'intermedia-

---

<sup>73</sup> Così Cass. Sez. Un. 4 novembre 2019, n. 28314 cit., p. 24 che a sua volta rimanda a Cass. civ. Sez. I, 12 dicembre 2017, n. sent. n. 29792, reperibile su *dirittobancario.it*, in tema di abuso del diritto.

<sup>74</sup> Si vedano spunti sull'abusività della condotta dell'investitore in U. Malvagna, *Nullità di protezione e nullità «selettive»*. A proposito dell'ordinanza di remissione alle sezioni unite n. 12390/2017, cit., il quale infatti sembra ritenere necessaria la sussistenza di un agire malizioso del cliente, così superandosi i limiti della “protezione” assicurata “dalla regola dell'operatività a vantaggio”. A proposito del ricorrere degli estremi di una fattispecie abusiva si v. anche G. Berti De Marinis, *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela*, cit. In giurisprudenza, in particolare T. Torino 7 marzo 2011, per la quale è “illegittima e non meritevole di tutela un'azione promossa sulla base di una domanda che concretizza una siffatta opportunistica disarticolazione di un rapporto unitario”, eccedendo una simile selezione gli scopi protettivi della disciplina e concedendo all'investitore “una sorta di immunità per le operazioni che si siano rivelate vantaggiose”.

rio e l'investitore. Infatti nelle premesse, e nell'illustrare le varie tesi poi disattese, si evidenzia l'esigenza di effettuare una valutazione separata delle singole operazioni poste in essere dal cliente, le quali si inseriscono in un rapporto di durata, composto da più prestazioni e segmenti *autonomizzati, non potendosene imporre una considerazione unitaria*, stesso motivo per il quale l'investitore sarebbe autorizzato, alla luce delle finalità protettive e riequilibratrici perseguite dalla prescrizione di forma violata, a "selezionare" appunto solo quelle rispetto alle quali abbia interesse ad attivare la tutela approntata dall'ordinamento in suo favore. Successivamente, al contrario, nel dettare un criterio pragmatico da utilizzare per stabilire se risulti violata o meno la buona fede (oggettiva) contrattuale la Corte impone proprio una considerazione unitaria del rapporto medesimo<sup>75</sup>, per valutare se la condotta processuale dell'investitore possa essere considerata conforme o meno al detto canone, oltretutto, sembra, una valutazione del *comportamento complessivo delle parti*.<sup>76</sup>

In secondo luogo, il frequente riferimento, nelle argomentazioni della pronuncia alla buona fede con funzione di *riequilibrio* delle posizioni contrattuali, non sembra calzante nel momento in cui un contratto non c'è più, o, meglio, un contratto *valido* non c'è mai stato. Ma allora si sta fraintendendo l'ambito applicativo del canone della buona fede, oltre il compito che le è proprio, estendendolo ad una funzione di riequilibrio contrattuale, come si fa anche con

---

<sup>75</sup> Ritiene cioè indispensabile "un esame degli investimenti complessivamente eseguiti, ponendo in comparazione quelli oggetto dell'azione di nullità (...) con quelli che ne sono esclusi" (par. 22.3 sent. n. 28314 cit.).

<sup>76</sup> L'esigenza di tale valutazione viene intesa da A. Tucci, *Nullità di protezione e buona fede*, cit., nel senso di dover tenere conto anche dell'osservanza da parte dell'intermediario di tutti gli obblighi di comportamento posti a suo carico, in primis di quelli informativi nonché di quelli prettamente comportamentali di valutazione dell'adeguatezza/appropriatezza.

il canone della meritevolezza<sup>77</sup>, in un'ottica di "giustizia del contratto" che da essa esula<sup>78</sup>.

Tra l'altro, in tal caso ad essere contestata sarebbe la buona fede del cliente, quindi a parti "invertite" rispetto alla situazione che ha in mente il legislatore laddove pone la prescrizione di forma scritta. Sembra quindi "zoppicante" da un lato intendere, in fase genetica, la forma scritta come strumento di riequilibrio dell'asimmetria contrattuale, a vantaggio dell'investitore, e in fase di svolgimento del rapporto, proprio nel momento in cui quella nullità viene fatta valere, invocare la buona fede in funzione di riequilibrio delle parti ma a vantaggio dell'intermediario<sup>79</sup>. In altri termini, la Cassazione da un lato afferma la non estensibilità degli effetti della nullità di protezione a favore dell'intermediario, perché dettata da una esclusiva funzione di riequilibrio contrattuale, dall'altro invoca un utilizzo della buona fede con "operatività trasversale", proprio a vantaggio di quell'intermediario il quale era impossibilitato a far valere la nullità del contratto quadro, contratto che tra l'altro, nel momento in cui tale nullità è stata fatta valere dal cliente, non esiste più<sup>80</sup>.

---

<sup>77</sup> Si vedano al riguardo i contributi di A. Tucci, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, nota a Cass. civ. Sez. VI 30 settembre 2015, n. 19559, in *Banca Borsa*, 2016, 2, p. 137; E. Grossule, *Giudizio di meritevolezza dei contratti derivati over the counter. Recenti sviluppi giurisprudenziali*, in *Riv. dir. banc.*, 2019, 2, p. 25; L. Mezzasoma, *Meritevolezza e trasparenza nei contratti finanziari*, in *Banca borsa*, 2018, 2, p. 180; S. Monticelli, *La clausola claims made tra abuso del diritto ed immeritevolezza*, in *Danno e resp.*, 2013, 7, p. 706.

<sup>78</sup> Cfr. al proposito le osservazioni di C. Scognamiglio, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive: un nuovo spazio di operatività per la clausola generale di buona fede*, cit., il quale sottolinea che l'uso della clausola generale di buona fede in funzione di riequilibrio contrattuale è ciò che nella pronuncia in esame dà luogo alle maggiori perplessità tra i commentatori; G. Guizzi, *Le Sezioni Unite e "le nullità selettive" nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento*, cit., per il quale in assenza di un contratto, e comunque di un valido rapporto obbligatorio, sembra difficile chiamare a operare la regola in questione; nonché A. Dalmartello, *Le nullità di protezione ex art. 23 t.u.f. tra uso selettivo e buona fede del cliente*, cit.

<sup>79</sup> Sembra rilevare tale incongruenza e inversione di posizioni anche C. Scognamiglio, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive: un nuovo spazio di operatività per la clausola generale di buona fede*, cit., il quale afferma che l'uso della clausola generale di buona fede nel caso di specie viene dalla Corte effettuato "in termini di polarità invertita".

<sup>80</sup> Si vedano anche le osservazioni di A. Tucci, *Nullità di protezione e buona fede*, cit., il quale sottolinea che il compito affidato al giudice è di più ampia portata e attiene all'individuazione di un risultato "equo" o "equilibrato" dell'esercizio dell'azione, tenuto conto del comportamento complessivo delle parti. L'Autore non sembra convinto del richiamo fatto dalla Corte al comportamento dell'intermediario, e dalla conseguente sovrapposizione tra le regole che riguardano la fase preparatoria con quelle attinenti allo svolgimento del rapporto (p. 32). Si può forse ritenere che le osservazioni avanzate

A monte l'errore sembrerebbe derivare dal voler necessariamente legare e intrecciare il tema della prescrizione di forma del contratto quadro, pur nella descritta prospettiva funzionale, e dei vizi che possono inficiarlo, con quello della selettività<sup>81</sup>, laddove il primo si riferisce al piano dell'atto il secondo a quello dell'attività. Infatti, abbandonando il problema della forma funzionalizzata alla tutela dell'investitore e al riequilibrio tra le parti, un simile problema di selettività potrebbe discendere ad esempio anche dalla risoluzione del contratto-quadro, quindi a seguito di patologie non genetiche ma *funzionali*, utilizzando qui il termine nella sua più classica accezione, riferito cioè alla fase di esecuzione del rapporto e di realizzazione del regolamento di interessi voluto dalle parti, come consacrato nel programma negoziale, e non in riferimento al momento della sua formazione<sup>82</sup>. Così come, anticipando ciò che si dirà di qui a breve, un problema di selettività può porsi in relazione all'esercizio della facoltà di ratifica di attività effettuate per proprio conto e nel proprio interesse da parte di altro soggetto.

Ovvero, non solo quando il contratto-quadro sia nullo ma anche, anzi *a fortiori*, quando esso manchi del tutto, sorge il medesimo problema, dell'assenza di una vera e propria legittimazione da parte dell'intermediario a porre in essere operazioni che esplichino i propri effetti nella sfera giuridica dell'investitore. Sicché non ha alcun fondamento giuridico né logico la differenziazione che la

---

dall'Autore originino proprio dall'aver la Corte utilizzato tale espressione in senso *atecnico*, non specificamente riferito alle norme di condotta tipiche del contesto dell'intermediazione finanziaria, e non coerente con il resto delle proprie argomentazioni (p. 34).

<sup>81</sup> Per U. Malvagna, *Nullità di protezione e nullità «selettive». A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017*, cit., “la fattispecie della nullità, rispetto al ragionamento sulla natura abusiva dell'impugnazione non ha alcuna rilevanza specifica”.

<sup>82</sup> Oltre che al classico rimedio risarcitorio, correlato alla violazione degli obblighi di comportamento posti a carico degli intermediari, si fa riferimento anche alla possibilità di impugnare i singoli ordini effettuati dal cliente, quando risulti che proprio in relazione ad una specifica operazione di investimento l'intermediario non abbia rispettato i predetti obblighi, accertandosi in giudizio un inadempimento di non scarsa importanza. Per tale orientamento, si vedano Cass. civ. Sez. I, 31 agosto 2020, sent. n. 18122, ove si afferma che “in tema di negoziazione di prodotti finanziari, l'inadempimento di non scarsa importanza agli obblighi informativi imposti dalla legge e dai regolamenti Consob a carico dell'intermediario determina a favore dell'investitore il diritto a richiedere la risoluzione non solo del cosiddetto contratto quadro ma anche dei singoli ordini di investimento”; nello stesso senso Cass. civ. Sez. I, 4 luglio 2018, sent. n. 17497; Cass. civ. Sez. I, 9 febbraio 2018, ord. n. 3261; Cass. civ. Sez. I, 23 maggio 2017, sent. n. 12937; Cass. civ. Sez. I, 9 agosto 2016, sent. n. 16820; nella giurisprudenza di merito, A. Firenze Sez. I, 13 gennaio 2020, n. 57; A. Bari Sez. I, 27 dicembre 2017, n. 2199.

Corte opera tra le due fattispecie<sup>83</sup>, e ciò non fa che confermare la dubbia pertinenza, in tale ambito, del ricorso al canone della buona fede, nel momento in cui un valido contratto non c'è più o non c'è mai stato. Ecco perché sembra che la preliminare statuizione della Suprema Corte, per la quale le conclusioni raggiunte non atterrebbero al caso in cui un contratto-quadro manchi del tutto, sembrano errate, se non anche maliziosamente strumentali al salvataggio delle argomentazioni su cui le predette conclusioni si fondano, e cioè della funzione fondamentale della buona fede ai fini di un "riequilibrio della complessiva situazione contrattuale".

Concentrando invece maggiormente l'attenzione sulle singole operazioni poste in essere e sulla loro precisa qualificazione giuridica, emerge che la presenza di un contratto-quadro a monte e delle singole operazioni a valle, pone il problema di considerare il fenomeno nel suo complesso, e in particolare di ricercare soluzioni che non siano dettate dal mero intento teleologico di rispettare a tutti i costi quel *favor* per l'investitore insito nella nullità in questione, ma che siano piuttosto il frutto di valutazioni dal carattere prettamente tecnico-giuridico<sup>84</sup>.

### 2.3. *La qualificazione del contratto quadro e delle singole operazioni di investimento: lo schema gestorio*

La previsione di un vincolo formale per i contratti conclusi tra intermediario e investitore deve essere considerata alla luce dell'effettiva natura del rapporto tra tali due soggetti, che realizza nella maggioranza dei casi una sequenza

---

<sup>83</sup> Al riguardo v. A. Tucci, *Nullità di protezione e buona fede*, cit.

<sup>84</sup> Cfr. G. Guizzi, *Le Sezioni Unite e "le nullità selettive" nell'ambito della prestazione di servizi di investimento*, cit., per il quale si deve cioè seguire la "tecnica della fattispecie" e che evidenzia anche una "tendenza a spostare i criteri della decisione giudiziaria al di sopra della legge". U. Malvagna, *Nullità di protezione e "nullità selettive"*, cit. parla di una "indebita influenza del livello pratico su quello teorico". Seppur da una differente prospettiva, C. Scognamiglio, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo delle nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, cit., afferma che la valorizzazione della clausola generale di buona fede costituisce un "tentativo troppo sbilanciato sul pragmatismo".

negoziale complessa. Le difficoltà di inquadramento della questione che qui ci occupa, infatti, come si è anticipato, sono conseguenza della particolare struttura della contrattazione nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento<sup>85</sup>, la quale avviene generalmente su un doppio livello, venendo stipulato a monte un contratto disciplinante le effettive modalità di svolgimento del rapporto, cui fanno poi seguito le operazioni poste in essere dall'intermediario sulla base di un ordine del cliente<sup>86</sup>. Fondamentale è quindi l'analisi del collegamento tra contratto-quadro e singoli investimenti, nonché la qualificazione giuridica del primo e dei secondi<sup>87</sup>.

Riguardo la natura del contratto-quadro concluso tra intermediario e investitore, due tradizionalmente sono le opinioni che si sono contrapposte. Da un lato, e in misura sembra minoritaria, il contratto-quadro viene qualificato come un contratto normativo, recante la disciplina delle modalità che dovranno assumere i futuri ed eventuali rapporti tra le parti<sup>88</sup>, rappresentando poi i singoli

---

<sup>85</sup> Come si legge anche nella sentenza che qui ci occupa, Cass. civ. Sez. Un. 4 novembre 2019, n. 28314, “è la conformazione bifasica dell’impegno negoziale assunto dalle parti a determinare l’insorgenza delle criticità applicative del regime delle nullità di protezione” (p. 13).

<sup>86</sup> Si veda, tra gli altri, V. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2006, p. 896 ss.; D. Semeghini, *op. cit.*, p. 18; I. Della Vedova, *Sulla forma degli ordini di borsa*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 161, che sottolinea come quelli tra intermediario e cliente siano generalmente rapporti di durata, nel corso dei quali, sulla base di un contratto “con il quale il cliente conferisce all’intermediario un incarico gestorio generale”, può essere impartita dal cliente una pluralità di diversi ordini, i quali troveranno nel primo contratto fondamento causale.

Esula da tale schema la gestione individuale di portafogli di investimento, nella quale, pur potendo eventualmente il cliente impartire istruzioni vincolanti, non può venire meno la discrezionalità dell’intermediario nella conduzione della strategia di investimento. Sull’intrinseca diversità di tale servizio rispetto agli altri elencati dal t.u.f. v. P. Ferro-Luzzi, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 43; I. Della Vedova, *Sulla forma degli ordini di borsa*, cit.

<sup>87</sup> La qualificazione dello schema contrattuale intercorrente tra cliente e intermediario, e della natura tanto del contratto a monte quanto dei singoli ordini impartiti dal primo ed eseguiti dal secondo, risulta legata intrinsecamente alla definizione dell’ambito di applicazione della prescrizione formale in questione, e segnatamente se essa riguardi il solo contratto-quadro, o se debba invece riguardare anche i successivi ordini. In dottrina si era dunque sviluppato un ampio dibattito che verte principalmente su tre diversi livelli, collegati tra loro. In prima analisi, si discute della natura del contratto-quadro, se esso debba in particolare essere qualificato come mandato o come contratto normativo; in seconda analisi vi è la, fondamentale, questione della natura degli ordini di borsa posti a valle del contratto-quadro, cioè se essi debbano essere considerati quali atti aventi una mera natura attuativa del rapporto di investimento, o se al contrario abbiano una natura contrattuale; ultimo tassello delle ricostruzioni in esame è quindi la risposta al quesito se tali ordini debbano o meno sottostare alla prescrizione formale di cui all’art. 23 t.u.f.

<sup>88</sup> Qualificano il contratto-quadro in tal senso D. Pace, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca borsa*, 2010, 2, p. 118, per cui esso ha la “funzione di disciplinare, conformemente alle



ordini altrettante proposte contrattuali, suscettibili di accettazione da parte dell'intermediario mediante inizio di esecuzione, secondo lo schema dell'art. 1327 c.c. Dall'altro lato, il contratto-quadro è configurato alla stregua di un contratto di mandato<sup>89</sup>, così da rinvenire nelle singole operazioni di investimento compiute a valle dello stesso altrettanti atti di esecuzione dell'incarico gestorio, in corrispondenza delle istruzioni (appunto, gli ordini) impartiti dal cliente-mandante<sup>90</sup>.

È evidente come da tale alternativa qualificazione della vicenda contrattuale discenda anche un diverso inquadramento della natura delle singole operazioni di investimento: laddove esse siano considerate atti posti in essere a valle di un contratto normativo, non può negarsene la natura a loro volta negoziale; alla luce della qualificazione come mandato invece, esse non avrebbero struttura necessariamente negoziale, essendosi l'intermediario già impegnato ad eseguire

---

norme di legge e regolamentari, i futuri rapporti contrattuali tra intermediario e cliente che si svilupperanno in occasione della prestazione, da parte del primo, dei servizi di investimento richiesti"; G. La Rocca, *Sottoscrizione e "forma informativa" nei contratti del mercato finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, p. 6; C. Robustella, *op. cit.*, p. 120.

<sup>89</sup> Sul mandato in generale si veda A. Luminoso, *Mandato, commissione, spedizione*, in *Trattato di dir. civ. e comm.* Cicu-Messineo, vol. XXXII, Milano, Giuffrè, 1984; G. Minervini, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Trattato Vassalli*, Torino, 1954; M. Graziadei, voce *Mandato* in *Dig. Disc. Priv.*, 4 Ed., XI, Torino, 1994; C. Santagata, *Mandato*, in *Comm. al cod. civ.* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna, Zanichelli, 1985. Più in generale sulla fattispecie della cooperazione gestoria, A. Auricchio, voce *Autorizzazione* (dir. priv.) in *Enc. dir.*, IV, 1959; G. Guizzi, *Gestione rappresentativa e attività di impresa*, Padova, CEDAM, 1997.

<sup>90</sup> A favore di una qualificazione del contratto-quadro in termini di mandato si colloca soprattutto F. Galgano, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite*, in *Contr. e impr.*, 2008, 1, p. 1; ma v. anche D. Maffei, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, p. 67, in cui l'A. afferma che "siamo in presenza della causa gestoria e quindi del dovere sostanziale di cura dell'interesse"; R. Lener, *Forma contrattuale e tutela del contrattuale "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, Giuffrè, 1996, p. 175; U. Salanitro, *Violazione delle norme di condotta nei contratti di intermediazione finanziaria e tecniche di tutela degli investitori: la prima sezione della cassazione non decide e rinviava alle sezioni unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, 1, p. 1009.

In giurisprudenza, seppur nell'ambito della celebre decisione riguardante la questione delle conseguenze discendenti dalla violazione delle regole di condotta gravanti sugli intermediari, v. Cass. civ., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Giust. Civ.* 2008, 12, p. 2775, con nota di T. Febbrajo, *Danno e resp.*, 2008, p. 525, con note di V. Roppo e di F. Bonaccorsi, in *Società*, 2008, p. 449, con nota di V. Scognamiglio, in *Contratti*, 2008, p. 221, con nota di V. Sangiovanni; i giudici di legittimità affermano a proposito del contratto-quadro che esso "per taluni aspetti, può essere accostato alla figura del mandato".

gli ordini del cliente, e configurando piuttosto un'attività meramente esecutiva del mandato<sup>91</sup>.

A tale seconda e maggioritaria impostazione viene contrapposta la considerazione che non sempre negli effettivi rapporti tra cliente e intermediario si configura uno schema di mandato, non essendo possibile ritenere che l'intermediario si impegni incondizionatamente ad eseguire gli ordini trasmessi dal cliente<sup>92</sup>. In realtà, che l'incarico gestorio non abbia necessariamente natura determinata sin dall'inizio, ma si configuri come sostanzialmente generico nel contenuto, nel senso che l'attività che dovrà essere svolta dal mandatario per conto del mandante non viene determinata a monte al momento del perfezionamento del negozio, non è fattore di ostacolo alla qualificazione della fattispecie come mandato, ma è anzi elemento che può dirsi connaturato allo schema gestorio, il quale si presenta come formato da due rapporti separati, di cui il primo, quello tra mandante e mandatario, contiene un incarico che ha perlopiù un valore programmatico<sup>93</sup>, e che viene attuato poi con il secondo segmento, ovvero

---

<sup>91</sup> In questo senso sempre F. Galgano, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle sezioni unite*, cit. Il che, approdando al terzo livello dell'argomentazione, porta a escludere che sussista un precetto di forma per i singoli ordini di borsa, i quali al contrario potranno essere liberamente impartiti dall'investitore. Anche comunque laddove volesse ritenersi una natura negoziale delle operazioni a valle, ciò non sarebbe di ostacolo alla ricostruzione in oggetto, perché essi sarebbero comunque pur sempre negozi giuridici collegati.

<sup>92</sup> Cfr. I. Della Vedova, *La forma degli ordini di borsa*, cit., che sottolinea come nella maggioranza dei casi il contratto-quadro non "contiene l'accettazione incondizionata dell'incarico gestorio ricevuto", ma anzi è solo con il successivo ordine che il cliente rende "attuale e concreto l'impegno generico assunto" con l'accordo iniziale. Gli ordini configurano allora proposte contrattuali, suscettibili di accettazione o meno da parte dell'intermediario, e idonei a dare a vita ad altrettante autonome fattispecie negoziali. *Contra* anche A. Tucci, *Nullità Selettiva*, cit., p. 38. Per l'Autore può comunque però riconoscersi, in questo contesto, un obbligo di cooperazione dell'interesse altrui, in quanto "la logica 'antagonista' del contratto di scambio deve cedere il posto, anche quando l'intermediario negozia in proprio con il cliente, alla cooperazione nell'interesse altrui" (nt. 30).

<sup>93</sup> In tal senso v. A. Luminoso, *op. cit.*, p. 56, il quale sottolinea come nel mandato, il programma negoziale, pur nella sua sostanziale unità, può snodarsi nella sua fase attuativa in una pluralità di effetti e di atti esecutivi. Non sembra quindi del tutto decisiva l'osservazione di A. Tucci, *Nullità selettiva*, cit., secondo il quale al contratto quadro non può ascriversi valore programmatico quindi dovendosene escludere la natura di mandato. Infatti, il contratto quadro contiene pur sempre la determinazione delle modalità di svolgimento del prosieguo del rapporto tra le parti, e la essenziale finalità informativa non fa venir meno tale funzione. Cfr. in proposito anche G. Guizzi, *Le Sezioni Unite e "le nullità selettive" nell'ambito della prestazione di servizi di investimento*, cit. che del pari sottolinea come il contratto quadro sia un contratto di valore essenzialmente programmatico, riconducibile allo schema del mandato, rispetto al quale saranno i singoli ordini, qualificati come atti esecutivi, a specificare la prestazione di cooperazione, a priori "essenzialmente indeterminata".

con il compimento da parte del mandatario, in base alle istruzioni ricevute dal mandante, dell'attività gestoria.

#### 2.4. *Una lettura alternativa: le conseguenze dell'attività compiuta per conto altrui*

Ebbene, in seguito alla declaratoria di nullità del contratto di investimento, viene meno il negozio contenente l'incarico gestorio. È sotto tale profilo che si svolge il successivo livello del ragionamento che qui si sta tentando di illustrare<sup>94</sup>. Infatti, come visto, non può negarsi, nel contesto in analisi, il ricorrere di un fenomeno di attività gestoria, il che permette di portare il ragionamento su di un piano differente da quello discendente dalla mera considerazione della nullità del contratto quadro, involgendo la più generale tematica della legittimazione al compimento di atti che siano destinati a esplicare effetti nell'altrui sfera giuridica, e delle modalità di deviazione degli effetti nella sfera del gerito. Ragionando in termini di fattispecie, una volta venuto meno il contratto-quadro si può ritenere che le singole operazioni siano tutte inefficaci per il cliente e tutt'al più imputabili all'intermediario che le abbia compiute in nome proprio (soprattutto laddove si tratti di operazioni nelle quali esso abbia assunto il ruolo di parte sostanziale nell'acquisto e vendita di titoli, destinati al, o provenienti dal, portafoglio del cliente).

Da un lato, quindi, viene meno l'obbligazione di fornire i mezzi per l'esecuzione dell'incarico, sicché il cliente avrà diritto a ripetere quanto prestato al soggetto abilitato, ma, dall'altro lato, l'intermediario avrà diritto a trattenere e/o a ripetere dall'investitore quanto da questi acquistato per effetto dell'esecuzione dell'operazione, quindi interessi, dividendi e premi riscossi, oltre alla restituzione dei titoli, che a questo punto risultano acquistati in proprio. Non vi sarà

---

<sup>94</sup> Si veda nuovamente G. Guizzi, *Le Sezioni Unite e "le nullità selettive" nell'ambito della prestazione di servizi di investimento*, cit., per il quale la risposta alla questione in esame non deve essere cercata "attingendo ai principi della buona fede come strumento di riequilibrio dei contratti di scambio, bensì vagliata alla luce dei principi che attengono alla disciplina del mandato e della sua esecuzione".

quindi necessità di ricorrere ad un'eccezione di violazione della buona fede, semplicemente perché è venuto meno a monte l'incarico gestorio, per cui la domanda (riconvenzionale) dell'intermediario volta ad ottenere la restituzione dei titoli o delle somme percepite dal cliente potrà essere legittimamente proposta perché basata non direttamente sulla nullità del contratto, quanto piuttosto sulla situazione che ne consegue, in cui, venuta meno la funzione gestoria, opereranno i rimedi restitutori<sup>95</sup>.

Tali conclusioni si riferiscono sicuramente alle operazioni impugnate, per le quali dunque si deve escludere un'efficacia nei confronti del cliente. Ma discorso diverso deve condursi per le operazioni non impugnate. Rispetto ad esse possono farsi due ordini di considerazioni, entrambe idonee, pur nella loro impostazione coerente con la struttura della fattispecie e non funzionalmente orientata, a salvaguardare l'intermediario da condotte opportunistiche dell'investitore che valuti *ex post* l'esito degli investimenti posti in essere a valle del contratto quadro nullo. Sotto un primo profilo, come si dirà, le operazioni non impugnate possono intendersi implicitamente ratificate. Sotto un secondo profilo invece, si devono considerare i limiti entro i quali sia concesso al gerito scegliere indiscriminatamente quali operazioni ratificare e quali no, alla luce degli elementi costitutivi della gestione d'affari.

La ratifica dell'attività posta in essere dall'intermediario da parte dell'investitore si può ritenere senz'altro ammissibile<sup>96</sup>, seppur dovendosi individuare quali siano gli strumenti giuridici cui si possa in concreto ricorrere per realizzare il risultato voluto, e cioè quello di riportare gli effetti dell'atto posto in essere dal soggetto agente entro la sfera giuridica del soggetto nel cui interesse esso è stato compiuto. A tal fine, vengono in rilievo tre disposizioni, ovvero l'art. 1399,

---

<sup>95</sup> Cfr. A. Luminoso, *op. cit.*, pp. 56-57, per il quale “gli spostamenti patrimoniali *inter partes* si fondano su una funzione gestoria, che integra qui un autonomo schema causale”.

<sup>96</sup> Ibidem, p. 560, ove si afferma che il potere del mandante di appropriarsi dei risultati dell'affare è giustificato dalla circostanza che tale affare sia stato concluso dal mandatario non nel proprio interesse, ma *per conto* del mandante.

l'art. 1711 e l'art. 2032 c.c.<sup>97</sup>. Quanto alla ratifica “vera e propria” ovvero quella di cui all'art. 1399, nel caso di specie in realtà non sembra poter essere di aiuto, in quanto nella maggioranza dei casi l'intermediario avrà agito non in nome dell'investitore (caso in cui potrebbe configurarsi un problema di spendita del nome altrui senza averne i poteri e conseguentemente di ratifica dell'attività compiuta dal *falsus procurator*), ma in nome proprio, ponendosi semmai la possibilità di una ratifica ai sensi dell'art. 1711 c.c. prevista per l'eccesso di mandato, anche come ratifica implicita.

Il ragionamento in esame potrebbe trovare piuttosto un ostacolo nell'affermazione, legata alla prospettiva funzionale dell'istituto in questione<sup>98</sup>, secondo cui in realtà, non vi è più un mandato entro cui riportare le operazioni non impugnate. D'altro canto, se le ratifiche di cui all'art. 1399 e all'art. 1711 configurano comunque estrinsecazioni di un medesimo fenomeno, quello di riportare gli effetti di un atto entro la sfera giuridica del soggetto per conto del quale e nel cui interesse l'atto è stato compiuto<sup>99</sup>, si può estendere all'art. 1711 quanto convincentemente si afferma a proposito dell'art. 1399, e cioè che non si può pretendere di distinguere i casi in cui il gestore ecceda i propri poteri, da quelli in cui manchi del tutto un incarico a monte che tali poteri delimiti<sup>100</sup>.

---

<sup>97</sup> Il rapporto tra l'art. 1399 e l'art. 1711 c.c. non è lineare e netto, laddove si contrappongono principalmente due interpretazioni, da un lato ponendosi chi ritiene la prima operante solo nei rapporti esterni e la seconda sul piano dei rapporti interni (v. Cass. 18 giugno 1982, n. 3732, in *Archivio civile*, 1982, 981 ss.), dall'altro chi invece ritiene che nel caso di attività compiuta nell'interesse e anche in nome altrui, operi in ogni caso l'art. 1399, avente valore assorbente del 1711, non potendosi infatti pensare il caso in cui il gerito riconosca l'atto nei rapporti con il terzo, per poi sconfessarlo nei rapporti interni. Cfr. al riguardo A. Luminoso, *op. cit.*, p. 562 ss.

<sup>98</sup> Riconosce due prospettive nella ratifica di cui all'art. 1711 c.c. A. Luminoso, *op. cit.*, p. 557 ss., per il quale tale ratifica opera su due piani, uno precettivo cioè agendo sul piano programmatico del mandato, l'altro esecutivo, esprimendo “una dichiarazione del mandante di equivalenza della prestazione inesatta concretamente compiuta rispetto alla regolare esecuzione dell'incarico”.

Non rileva invece tale primo profilo ma solo un problema di efficacia, G. Minervini, *op. cit.*, p. 165, il quale d'altro canto configura la ratifica come accettazione di una proposta di *datio in solutum*. Tale tesi viene criticata in quanto presupporrebbe ciò che invece la norma sembra non considerare assolutamente rilevante, ovvero la necessità di un consenso del mandatario.

<sup>99</sup> V. al riguardo A. Luminoso, *op. cit.*, p. 557; L. Bruscutta-A. Giusti, Voce *Ratifica*, in *Enc. dir.*, 1987.

<sup>100</sup> L. Bruscutta-A. Giusti, *Ratifica*, cit., ove si legge che per “rappresentanza senza potere, si intende tanto il fenomeno di chi agisce senza che preesista alcuna procura, tanto il caso di colui che eccede i limiti della preesistente procura, giacché il rappresentante, in quanto eccede i limiti della procura, agisce, in realtà, in sua assenza: “il caso in cui manchi assolutamente il potere non si distingue dall'ipotesi in cui esso è stato esercitato al di là dei limiti per cui lo si era conferito”.

D'altronde, forzare l'applicabilità dell'art. 1711 c.c. (o comunque di una ratifica quale istituto più generale) entro i confini della sussistenza di un previo mandato, non risponde neanche a fini di certezza dei rapporti giuridici. Se è concesso al mandante ratificare atti eccedenti il mandato<sup>101</sup>, sarà anche possibile per quest'ultimo ratificare un'attività che, pur svolta al di fuori della cornice di un mandato o altro contratto di cooperazione gestoria, sia svolta comunque per suo conto e nel suo interesse. È infatti l'agire per conto che fonda la fattispecie gestoria e non il contratto in sé, che è solo una delle fonti della stessa<sup>102</sup>.

Detto altrimenti, non sembra che il ratificare atti compiuti dal soggetto agente in senso non conforme al programma negoziale contenuto nel mandato - cioè in eccesso di mandato-, e quindi in assenza di uno specifico incarico in tale direzione da parte del mandante, sia cosa ontologicamente diversa dal ratificare l'attività pure compiuta per suo conto e nel suo interesse, in assenza assoluta di mandato. Il problema allora non riguarderebbe l'opportunità di impugnare alcune operazioni e non altre, quanto piuttosto la presenza di un limite temporale oltre il quale sia preclusa all'investitore la reiezione degli effetti dell'attività giuridica posta in essere dall'intermediario, e quindi oltre il quale le dette operazioni dovranno ritenersi poste definitivamente a suo carico. A tal fine ben potrebbe ritenersi rilevante la mancata contestazione della rendicontazione, dalla quale emergono gli investimenti effettuati<sup>103</sup>.

---

<sup>101</sup> Cioè posti in essere al di fuori delle previsioni del mandante. A. Luminoso, *op. cit.*, p. 539, fonda la nozione dell'eccesso di mandato sui due elementi, rispettivamente oggettivo il primo e soggettivo il secondo, dello scopo o interesse rilevante del mandante e di volontà del medesimo così come espressa nel contratto, definendo quindi l'eccesso di mandato come la non conformità dell'attività compiuta dal mandatario a limiti fissati nel contratto di mandato, trattandosi cioè un caso, anche se non l'unico, di negligente cura dell'interesse del mandante.

<sup>102</sup> Non si condivide invero l'osservazione avanzata da D. Maffei, *Nullità selettive: la "particolare importanza" di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi*, cit., il quale ritiene che non sia possibile qualificare il comportamento dell'investitore che non impugna il contratto per lungo periodo e dia corso al rapporto con l'intermediario come ratifica, in quanto nel contratto quadro dovrebbe essere indicate le "modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni"; infatti ci si colloca, nel caso di specie, nell'ambito di una totale mancanza di un valido contratto di investimento, mancando del tutto l'indicazione delle modalità nelle quali l'ordine dovesse essere impartito, potendo allora esso rivestire forma libera.

<sup>103</sup> A. Luminoso, *op. cit.*, p. 570, il rendimento del conto di cui all'art. 1713 c.c. rappresenta il limite invalicabile oltre il quale non è ammessa la prova contraria, da parte del mandante, dell'approvazione tacita dell'attività compiuta in eccesso di mandato dal mandatario.

Una volta risposto in senso positivo all'interrogativo circa l'applicabilità in tale fattispecie dell'art. 1711, risulta superfluo domandarsi se possano piuttosto trovare applicazione le norme sulla gestione di affari altrui. Ci si può in tal sede limitare a dare atto del fatto che, se proprio non ci si volesse inoltrare nel terreno della ratifica (implicita) ex art. 1711 e art. 1712 co. 2 c.c., estendendone l'applicabilità come si è in precedenza tentato di fare, potrebbe comunque anche ritenersi sussistente una *negotiorum gestio*<sup>104</sup>, alla luce della sicura consapevolezza dell'intermediario di aver compiuto un atto relativo alla sfera giuridica dell'investitore, atto al compimento del quale egli non era validamente legittimato<sup>105</sup>, trattandosi cioè di ingerenza nell'altrui sfera giuridica posta in essere in assenza di un preventivo incarico e tendenzialmente utilmente iniziata<sup>106</sup>.

---

<sup>104</sup> Cfr., in generale sui rapporti tra *negotiorum gestio* e mandato, G. Bavetta, voce *Mandato (negoziio giuridico) (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXV, 1975, e A. Luminoso, *op. cit.*, p. 61 ss.

In senso positivo all'operare della disciplina della *negotiorum gestio*, P. Schlesinger, *Eccesso di mandato e gestione di affari*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, 2, p. 94; G. Minervini, *op. cit.*, p. 164 ss.; P. Gallo, *Gestione d'affari altrui*, in *Dig. Disc. Priv.*, Agg I.; L. Bruscutta-A. Giusti, voce *Ratifica*, cit., p. 34, secondo cui l'art. 2032 c.c. è la manifestazione di un più generale principio secondo cui il titolare di un patrimonio, legittimando le interposizioni soggettive, id est ratificando, può sempre pretendere da colui che si sia ingerito nel patrimonio medesimo il "profitto" così conseguito.

Sulla funzionalizzazione della *negotiorum gestio* alla restituzione di un lucro, cioè del profitto netto lucrato dal soggetto agente, si veda P. Sirena, *La gestione di affari altrui: ingerenze altruistiche, ingerenze egoistiche e restituzione del profitto*, Torino, 2000, p. 396.

In giurisprudenza Cass. n. 13 del 1964, T. Milano 16 febbraio 1989, A. Roma 3 maggio 1963. In senso contrario invece B. Carpino, *I contratti speciali. Il mandato, la commissione, la spedizione*, in *Tratt. Dir. Priv.* diretto da Bessone, Torino, Giappichelli, 2007, p. 31; C. Santagata, *Comm. al cod. civ.* Scialoja-Branca, Bologna-Roma, p. 413, nt. 22, per il quale non è invocabile una gestione d'affari altrui "poiché il *solvens* non ha agito spontaneamente bensì ritenendosi obbligato sia pure da un mandato invalido"; D. Maffei, *Nullità selettive: la "particolare importanza" di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi* cit., p. 182.

<sup>105</sup> Per P. Sirena, *op. cit.*, p. 156, l'istituto di cui si tratta si caratterizza come "disciplina giuridica delle ingerenze nell'altrui sfera giuridica intraprese in mancanza di una legittimazione corrispondente".

<sup>106</sup> Riconosce come in astratto possibile il ricorso all'art. 2032 c.c. anche A. Luminoso, *op. cit.*, pp. 384 e 550. L'Autore in particolare ammette il ricorso a tale strumento in alternativa al quello di cui all'art. 1711, sul presupposto che la ratifica ex art. 1711 c.c. non sarebbe ammissibile quando una *lex mandati* manchi del tutto. La ratifica ex art. 2032 c.c. è infatti sganciata da una *lex mandati*, consentendo il prodursi di effetti giuridici voluti dalla legge. Tuttavia, sembra poi porsi in senso contrario in quanto ritiene che il conferimento di un mandato con determinati limiti implica una volontà contraria ad atti incompatibili con detti limiti. Per altre ricostruzioni, mancherebbe il requisito della "spontaneità" del comportamento concretante la gestione. Richiedono tale spontaneità, nell'ambito di un consolidato orientamento dottrinale, in quanto l'istituto della gestione di affari altrui presuppone la mancanza di un'obbligazione preventiva in capo al soggetto agente, tra gli altri, U. Breccia, *Gestione d'affari altrui*, in *Tratt. dir. priv.* diretto da P. Rescigno, Torino, 1984, nonché P. Gallo, *Gestione d'affari altrui*, cit. Può qui però piuttosto aderirsi alla ricostruzione secondo la quale il requisito della spontaneità non trova riscontro normativo, oltre a essere fonte di problemi applicativi. In tal senso P. Sirena, *op. cit.*, p. 152 ss., il quale chiarisce che anzi la spontaneità non è requisito necessario, ma neanche sufficiente, perché

Quanto poi in riferimento al requisito della mancata opposizione da parte del gerito, basti osservare che l'attività di investimento compiuta dall'intermediario parte da un ordine del cliente. Potrebbero forse sussistere dubbi più che altro relativamente all'impossibilità del soggetto gerito di provvedere direttamente alla gestione dei propri interessi, ma tale requisito può esser in tal sede inteso in senso estensivo, in correlazione alle più moderne esigenze dei traffici commerciali<sup>107</sup>. In ogni caso, l'eventuale assenza di uno dei presupposti della gestione di affari altrui comporta solo che non potranno verificarsi automaticamente gli effetti previsti dalla normativa, e in primis l'obbligo del gerito di rimborsare le spese sostenute al soggetto agente, ma non esclude che possa comunque riconoscersi la sussistenza di una ratifica del gerito, stavolta ai sensi dell'art. 2032 c.c., nella mancata impugnazione di atti posti in essere nell'ambito di un rapporto di durata, svoltosi nel tempo e concretizzatosi in una pluralità di operazioni.

In conclusione, qualificare l'impugnazione di un'operazione piuttosto che di un'altra in termini di ratifica o meno delle stesse, fa sì che possa abbandonarsi il terreno delle conseguenze della nullità. Le operazioni a valle del contratto quadro saranno tutte *inefficaci* per il cliente e ricadenti a carico del soggetto agente cioè dell'intermediario. Impugnarne alcune e non altre non significa più "selezionare" gli effetti della declaratoria di nullità, comportamento da ritenersi precluso a prescindere dal tipo di nullità coinvolto, trattandosi di effetti non modulabili dalle parti, ma decidere quali operazioni ratificare e quali no. Permette cioè di abbandonare la prospettiva dell'uso *selettivo* della nullità, e di lasciare intatto il principio generale per cui, caducato un negozio, ne risultano caducati tutti gli atti posti in essere in sua esecuzione, potendosi, almeno sotto

---

possano dirsi integrati gli estremi della fattispecie in discorso, non attribuendo l'art. 2028 comma 1 c.c. "alcuna rilevanza formale alle modalità del comportamento tenuto dal soggetto agente".

<sup>107</sup> Così suggerisce P. Sirena, *op. cit.*, p. 337, risultandone cioè incrementate e aggravate "le cause di un'«assenza» informativa o relazionale, la quale, proprio a causa della rapidità con cui si svolgono le transazioni, rischia di essere insuperabile: infatti, il tempo necessario all'acquisizione delle informazioni e, più in generale, i c.d. costi transattivi possono precludere al soggetto di prendere specifiche decisioni in ordine ai propri interessi e perciò di esercitare la propria libertà di autodeterminazione".



tale profilo, evitare di sancire un ulteriore distacco tra le nullità di protezione e la nullità generale.

Che l'unilateralità sia principio cardine del funzionamento delle forme di nullità qui in questione non è in discussione. Che poi tale unilateralità possa portare al riconoscimento di una facoltà di frazionamento da parte dell'investitore delle sue conseguenze, sembra essere conclusione arbitrariamente in contrasto con l'art. 1421 c.c., almeno finché non sia il legislatore a derogare anche sotto tale profilo alla disciplina della nullità generale. Basti pensare che in altre occasioni, in cui si è affermata la natura anche pubblicistica delle nullità di protezione, al fine di ammetterne come ben noto il rilievo officioso<sup>108</sup>, la volontà del soggetto protetto e la sua tutela, sono sì state fatte salve, essendo stata lasciato allo stesso la scelta tra declaratoria o meno della nullità a seguito della sua sicura rilevazione da parte del giudicante, ma senza poi mai mettere in dubbio che, una volta pronunciata, la nullità comportasse tutte le conseguenze previste dalla legge<sup>109</sup>.

È vero che in tale contesto è la natura della contrattazione in materia di investimenti a determinare l'insorgere delle qui considerate problematiche applicative, ma allora è anche vero che è proprio la particolarità del contesto stesso, in cui si ravvisa la funzione gestoria svolta dall'intermediario, a rendere possibili le considerazioni che in tal sede si sono svolte.

La facoltà di impugnare solo alcune operazioni non consegue, nell'impostazione che si è tentato di seguire, alla natura di protezione della nullità di cui all'art. 23 t.u.f., ma piuttosto al venir meno dell'incarico gestorio che legittimava a monte l'intermediario ad agire per il cliente. La selettività non scompare, ma non è più riferita alle conseguenze della declaratoria di nullità, quanto alla ratifica dell'attività compiuta dall'intermediario in assenza di legittima-

---

<sup>108</sup> Cass. Sezioni Unite nn.ri 26242 e 26243 del 12 dicembre 2014, nonché Cass. 22 ottobre 2018, sent. n. 26614, delle quali si è criticata la discrezionalità lasciata al soggetto protetto di scegliere se far *dichiarare* o meno la nullità solo *rilevata* d'ufficio dal giudice.

<sup>109</sup> A favore del permanere di tale distinzione anche A. Tucci, *Nullità di protezione e buona fede*, cit.

zione. Non scompare e può ugualmente essere oggetto di analisi critica, ma ponendo differentemente i termini della questione. L'interrogativo cui dare risposta non sarà più: può il cliente selezionare le operazioni da impugnare in conseguenza della declaratoria di nullità? Quanto piuttosto: quali sono i limiti entro i quali il gerito può convalidare o meno solo alcune delle operazioni compiute per suo conto e quando piuttosto si configuri una condotta abusiva? La Corte ragiona solo nell'ottica di riequilibrio contrattuale, che, come detto, non sembra essere la via adatta da percorrere per risolvere fattispecie in cui si pongano problemi, più che di *squilibrio*, di *opportunismo*.

## CAPITOLO III

### VIOLAZIONE DELLE REGOLE DI COMPORTAMENTO: QUALE SPAZIO PER ULTERIORI IPOTESI DI NULLITÀ

SOMMARIO: 1. Prospettive critiche dell'attuale quadro sistematico e rimediale – 1.1. I limiti della *disclosure* – 1.2. Aspetti critici della soluzione del 2007 – 2. Soluzioni alternative e ulteriori ipotesi di nullità – 2.1. Il contratto inadeguato: nullità – 2.2. Violazione degli obblighi informativi e vizi del consenso – 2.3 La *product governance* nella Mifid 2

#### 1. Prospettive critiche dell'attuale quadro sistematico e rimediale

##### 1.1. *Limiti della disclosure*

La disciplina posta a tutela dell'investitore è costantemente posta al centro di discussioni e bilanci, volti a mettere in luce le esperienze positive e gli angoli più bui della sua applicazione, in modo da mirare a un costante incremento della sua effettività.

L'approccio tradizionale è stato, sin dalle prime regolamentazioni del mercato finanziario, basato su una penetrante disciplina degli obblighi informativi, volti a realizzare il fondamentale valore della trasparenza. È stata questa, infatti, la naturale risposta alla necessità di un maggior grado di informazione degli investitori, per colmare le asimmetrie informative del mercato finanziario, in cui gli

operatori professionali sono generalmente in possesso di tutte le informazioni e i dati riguardanti i prodotti finanziari nonché i soggetti emittenti, informazioni che mancano o comunque non sono facilmente accessibili ai “soggetti deboli” delle transazioni.

Nel tempo, tuttavia, una tale impostazione ha mostrato una serie di limiti, dovuti da un lato alle caratteristiche oggettive del mercato e dei beni in esso prodotti e/o scambiati, dall’altro lato alle caratteristiche soggettive degli investitori e segnatamente alle loro scarse conoscenze finanziarie e al loro modo di adottare decisioni in un tale campo.

La presa d’atto delle componenti irrazionali insite nel processo decisionale<sup>1</sup> posto in essere dall’investitore che pur sia in possesso di tutte le informazioni dovutegli da un lato, e dell’insanabile deficit cognitivo che comunque continua a caratterizzare sia gli individui con minori conoscenze e cultura finanziaria sia, in ragione della complessità sempre crescente dei prodotti finanziari immessi sul mercato, a volte anche la clientela maggiormente edotta in materia di investimenti, dall’altro, costituisce una spinta in direzioni, ben evidenti ormai anche sul piano della *law in the books*, diverse rispetto a quella della mera *disclosure*. Quello della trasparenza cioè, obiettivo principale e costante dell’operato del legislatore a partire dagli anni ottanta del secolo scorso, in relazione a situazioni caratterizzate da asimmetrie informative, seppur non risulta messo da parte e continua ad avere il suo, rilevante, spazio<sup>2</sup>, non è più l’unico valore a contare nell’ambito della regolamentazione del fenomeno finanziario e in particolare ai fini della tutela dell’investitore.

Due sono le tendenze infatti emerse negli ultimi anni, e che si presume assumeranno un peso sempre maggiore nel tentativo di evitare il realizzarsi di lesioni degli interessi di un singolo investitore, così come di veri e propri fenomeni, su vasta scala, di “risparmio tradito”, come quelli cui si è anche di recente assistito.

---

<sup>1</sup> Su cui v. par. 2.

<sup>2</sup> Si pensi alla grande attenzione della Mifid II per l’informazione riguardante i costi e gli oneri annessi ai servizi prestati, ma anche, seppur su un piano diverso, per la trasparenza pre e post-trade.

Da un lato il mutamento del concetto di trasparenza, inteso non più solo sul piano strettamente del rapporto tra cliente e intermediario, ma riferito in via generale allo svolgimento dell'attività di quest'ultimo, e declinato nella necessità di un'organizzazione idonea ad uno svolgimento efficiente e trasparente dell'attività<sup>3</sup>, anche mediante regole volte a informare tutto il ciclo di vita del prodotto finanziario che sarà poi immesso e distribuito sul mercato, e non solo il momento della prestazione del servizio<sup>4</sup>. Dall'altro, proprio in considerazione della debolezza dell'investitore, e del fatto che difficilmente ad essa potrà effettivamente essere posto rimedio mediante la semplice trasmissione di informazioni, la valorizzazione della natura fiduciaria del rapporto tra intermediario e cliente<sup>5</sup>, che non significa però adottare derive totalmente paternalistiche, ma imponendo il cliente ad esplicitare le proprie caratteristiche ed esigenze, a mettere l'intermediario in condizione di non poter far altro se non fornirgli un prodotto idoneo.

La verità è che regolare *ex ante* l'attività svolta da tali soggetti è estremamente complesso, trattandosi di un settore di relazioni economicamente rilevanti in cui

---

<sup>3</sup> Su tale attenzione all'organizzazione degli intermediari, v. A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa*, 1, 2015, 31; G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 3, 2016, 0991B, per il quale, se il legislatore dell'UE non ha "indebolito il profilo della tutela informativa del cliente - che anzi risulta ulteriormente incrementato", il profilo innovativo è piuttosto che "a tale momento di emersione della trasparenza, se ne sommano altri che, sempre agganciati a questa regola generale, si riferiscono più specificamente alla condotta ed all'organizzazione dell'intermediario"; R. NATOLI, *Il contratto "adeguato"*, cit., p. 68.

In generale sul tema dell'importanza del fattore organizzativo come componente della prestazione dovuta dall'intermediario, si sottolinea che quello di trasparenza è quindi concetto che si estende, dall'ambito del semplice rapporto contrattuale a quello dell'attività e della condotta dell'intermediario, chiamato così a dotarsi di un'organizzazione tale da realizzare al meglio l'interesse del cliente, ma anche da evitare che sussistano anfratti nei quali possano celarsi comportamenti contrari a quest'ultimo. Si è visto in precedenza come l'elemento dell'organizzazione interna rappresenti elemento costitutivo della prestazione diligente dovuta dall'intermediario nei confronti dell'investitore, ma allo stesso tempo come i canoni generali della diligenza, correttezza e trasparenza informino non solo il momento contrattuale tra le due parti, ma anche l'intero ambito dell'attività svolta dall'intermediario. Ai fini di un tale obiettivo rivestono un ruolo fondamentale le risorse e procedure organizzative predisposte dall'intermediario.

<sup>4</sup> Product governance

<sup>5</sup> Come evidenziato ad esempio in R. NATOLI, *Il contratto "adeguato"*, cit., p. 21 nonché pp. 54 ss., si deve far leva sull'elemento cooperativo che dovrebbe connotare le relazioni tra clienti e intermediari, nonché sul ruolo della fiducia, dovendosi regolare non il prodotto, ma l'acquirente.

sussiste un così forte intreccio di affidamento da una parte, e di possibilità di comportamenti opportunistici dall'altra.

Sia che si ricorra a *standards* di comportamento, sia che si ricorra alle *rules*<sup>6</sup>, vi è sempre lo spazio per comportamenti opportunistici, che aggirino le previsioni poste a tutela dell'investitore. Da un lato, come ben sappiamo, gli *standards* presentano problemi di notevole incertezza del momento applicativo. Dall'altro, le *rules* rischiano di essere interpretate dagli intermediari in maniera meramente formalistica, risultando allora ugualmente neutralizzata la finalità protettiva del cliente. Ecco perché risulta alla fine sempre fondamentale il momento *ex post*, della valutazione dell'agire dell'intermediario, effettuata in sede di contenzioso, per l'eventualità in cui l'investitore lamenti una lesione, alla luce quindi dell'apparato rimediale posto nella sua disponibilità.

Anche quando le *rules* siano scrupolosamente rispettate, potrà essere oggetto di sindacato da parte del giudice (o di altri organi cui l'investitore si sia rivolto) l'utilizzo della diligenza richiesta da parte dell'intermediario, e nello specifico la verifica che tali *rules* non siano state osservate solo in maniera formalistica, ma in maniera sostanziale. Quando si tratti di meri *standards*, l'opera di concretizzazione degli stessi da parte dell'autorità giudiziaria risulta momento imprescindibile per assicurare l'effettività della tutela.

Relativamente all'aspetto fiduciario poi, è proprio da parte dell'autorità giudiziaria che esso potrà ricevere effettivo riconoscimento e valorizzazione, in quanto sia considerato l'affidamento del cliente nelle capacità dell'intermediario di tutelare il proprio interesse, e in quanto tale affidamento trovi tutela sul piano processuale. Essenziale è la valutazione dell'effettivo rapporto intercorrente tra le parti, della natura del servizio prestato in concreto, e del grado di conoscenza ed esperienza dell'investitore. Si tratta di tutti elementi che rileveranno solo internamente nel rapporto di durata tra cliente e intermediario, ma

---

<sup>6</sup> Sulla tendenza nella regolamentazione del mercato finanziario a fare massiccio uso di *rules*, v. R. NATOLI, *Il contratto "adeguato"*, cit., p. 72.

che ovviamente dovranno essere valutati *ex post* qualora sorgano contestazioni in merito alla correttezza dell'operato del soggetto abilitato.

Ma anche relativamente alla disciplina della *product governance*, si è detto di come l'esercizio dei poteri di *product intervention* da parte delle autorità di vigilanza dovrebbe risultare una *extrema ratio*, in casi di rischi sistemici o comunque di violazioni che interessino ampie categorie di clienti degli intermediari, non potendo in essa trovare tutela il singolo investitore. La presunta natura paternalistica della disciplina della *product governance*, in quanto rimessa alle valutazioni del soggetto emittente o distributore, potrà certamente risultare allora realizzata solo attraverso una valutazione *ex post* della corretta applicazione della normativa che la prevede. Ipotizzando il caso di un soggetto abilitato che debba assicurarsi che il prodotto da esso distribuito rientri nei portafogli dei soli clienti appartenenti al mercato di riferimento, ben si comprende come fondamentale risulterà l'inquadramento del cliente nell'uno piuttosto che in un altro mercato target, potendo ad esempio in un caso essergli accessibile un determinato prodotto, in altri no. Quando anche infatti la disciplina della *product governance* sia stata in senso *formale* correttamente applicata, potrà configurarsi una violazione attinente al momento *concreto* della profilatura del cliente così come operata dal funzionario ad essa addetto, e a nulla varrà che quel prodotto fosse stato posto al di fuori della portata di una determinata categoria di investitori se poi, nel caso di specie, quel singolo investitore sia stato dall'intermediario collocato, erroneamente, in altra categoria. Anche in tal caso allora non vi sarà altro modo che far valere tale violazione da parte dell'intermediario della diligenza richiesta nella prestazione del servizio in sede di valutazione *ex post* del suo operato, ponendosi semmai il problema del rimedio applicabile. Come rilevato nelle considerazioni effettuate in precedenza a tale proposito, si tratterebbe infatti del rimedio risarcitorio, conseguente alla violazione di una regola di condotta. Ma non può non evidenziarsi come l'investimento non avrebbe dovuto essere a monte accessibile per il cliente, cosicché si porrebbero tutte le basi per l'integrale restituzione del capitale, a seguito dell'opzione per un rimedio di

natura invalidante, per illiceità dell'oggetto o incapacità del soggetto a porre in essere quell'operazione.

## *1.2. Il quadro rimediale*

Come anticipato nel primo capitolo del presente lavoro, il legislatore europeo ha taciuto in punto di rimedi conseguenti alla violazione delle regole di condotta, lasciando il quadro delle tutele giudiziali incompleto alla libera determinazione da parte del legislatore nazionale. Tuttavia, anche quest'ultimo non ha ritenuto di colmare le lacune rimediali insite nel sistema, così che il compito di individuare le conseguenze della violazione degli intermediari agli obblighi di comportamento su di essi gravanti è stato lasciato all'interprete e segnatamente, in ultima analisi, alla decisione del giudice.

La dottrina e la giurisprudenza relative all'individuazione dei rimedi di cui in questione si sono orientate lungo tre linee direttive che possono essere così riassunte: in primo luogo, si era ritenuto di ricondurre la violazione delle regole di condotta alla sanzione della nullità virtuale, in secondo luogo e all'opposto si era configurata una responsabilità dell'intermediario che avrebbe semmai potuto portare, nei casi di particolare gravità, alla risoluzione del contratto, e nel mezzo, seppur in via minoritaria, si era anche prospettata la possibilità di impugnare il contratto di investimento per ottenerne all'annullamento per errore. Tutte e tre queste strade sono state, con l'eccezione della opzione per l'annullabilità, battute dalla giurisprudenza di merito, e tutte e tre si prestavano in ogni caso a dei rilievi critici, sotto il profilo giuridico o alternativamente sotto quello pratico/empirico.

Ai fini di proporre un superamento di quei ragionamenti e delle posizioni sulle quali si sono attestate le Sezioni Unite nel dare una risposta alla questione oggetto di contrasti, è opportuno ripercorre nuovamente e più nello specifico le



argomentazioni che sono state prospettate alla base delle varie ricostruzioni e delle critiche alle stesse.

Inoltre, il tentativo di affermare un'ulteriore ipotesi di configurabilità di nullità contrattuale, entro la cornice del sistema di regole di comportamento, non può non partire da una attenta considerazione delle stesse, e specificamente della regola di adeguatezza nella sua formulazione post Mifid, differente dalla versione che invece era stata tenuta presente dalla Corte di Cassazione per decidere del caso oggetto delle pronunce del 2007, nonché della nuova disciplina di *product governance* dettata specificamente dalla Mifid 2.

Una prima ricostruzione, che, come noto, è stata poi disattesa dalle Sezioni Unite che si sono pronunciate sulla questione, individuava nella violazione delle regole di condotta da parte degli intermediari finanziari nei rapporti con il cliente la violazione di norme imperative e quindi una forma di nullità virtuale, integrante la fattispecie di cui all'art. 1418 comma 1 c.c.<sup>7</sup> che colpisce il contratto intercorso tra intermediario e cliente.

Infatti, per tali orientamenti, fatti propri da varie sentenze di merito<sup>8</sup>, le regole di condotta gravanti dagli intermediari costituiscono certamente norme imperative, in quanto sono dettate, come comunemente riconosciuto, non solo a tutela dei singoli investitori, ma altresì a tutela dell'integrità e stabilità del mercato finanziario. Conseguentemente, la loro violazione, configurando violazione di norma imperativa ai sensi dell'art. 1418 comma 1 c.c., integrerebbe un caso di nullità virtuale.

---

<sup>7</sup> In dottrina F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Dir. fall.*, II, 2008, 1; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008; SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, 58; D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., 458; FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, 2129; PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione e collocamento di prodotti finanziari «inadeguati» al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1027.

<sup>8</sup> Si veda T. Mantova 18 marzo 2004, reperibile su *ilcaso.it*; T. Firenze 24 marzo 2005, T. Palermo 17 gennaio 2005, reperibili su *dejure online*; T. Torino 7 novembre 2005, in *Giur. it.*, 3, 2006, 521, con nota di Cottino; T. Firenze 19 aprile 2005, reperibile su *ilcaso.it*.

Le critiche mosse a tale tesi sul piano empirico o meglio, in base alla considerazione degli effetti dell'applicazione del rimedio rappresentato dalla nullità, consistono nell'osservazione per cui la pronuncia di invalidità del contratto, portando con sé una tutela restitutoria, importerebbe la condanna dell'intermediario alla consegna di tutte le somme investite dal cliente, sterilizzando il rischio sistemico del mercato finanziario<sup>9</sup>, rischio che il cliente pure avrebbe a monte accettato decidendo di ricorrere a forme di investimento, essendo l'investitore esonerato dalla prova del nesso di causalità tra la violazione compiuta dall'intermediario ed il danno subito, ed impedendosi la possibilità dell'intermediario di eccepire l'eventuale concorso di colpa del cliente, normalmente invece possibile nella determinazione del quantum da risarcire.

In realtà, tale critica non sembrava decisiva, perché nel momento in cui si fosse preferita la nullità di un contratto, la tutela restitutoria ne consegue automaticamente ed è ovvio che i meccanismi di imputabilità del danno e del nesso causale tipici del rimedio risarcitorio conseguente a responsabilità siano messi fuori gioco. Essi tornerebbero semmai ad operare nel momento in cui, come pure è possibile, il soggetto che fa valere l'invalidità del contratto domandi, oltre alla pronuncia di nullità e quindi alle restituzioni, *anche* il risarcimento del danno.

Pertanto, la più pregnante argomentazione contraria alla teoria della invalidità, che poi è anche il principale argomento a sostegno della diversa tesi che pro-

---

<sup>9</sup> Cfr. A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori*. Less is more, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2010, p. 537; *Id.*, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1017; R. LENER, P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2012, p. 369; M. MAGGIOLO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 3, 2010, p. 496 per cui l'oscillazione dei mercati finanziari è un "rischio specifico dell'investimento" e non potrebbe mai essere traslato sul prestatore di servizi, onde la realizzazione del rischio peculiare del mercato finanziario andrebbe decurtata dalla voce di danno, quantificandola almeno in certa misura in via equitativa; F. LUKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2006, p. 498, che sottolinea come l'investitore sia "naturalmente sottoposto ad una componente di rischio, la cui presenza differenzia un contratto di investimento da un deposito bancario"; P. MORANDI, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbl. e contr.*, 1, 2009, p. 47.

pende non per l'invalidità del contratto ma solo per la responsabilità dell'intermediario accompagnata dal rimedio risarcitorio, è stata quella che ha accusato la stessa di non tenere in debito conto quello che sarebbe considerato un principio tradizionale del nostro diritto dei contratti, ovvero il principio di non interferenza tra regole di validità e regole di comportamento<sup>10</sup>, formulato in merito alla nullità c.d. virtuale<sup>11</sup>. Tale principio viene invocato principalmente allo scopo di restringere l'area delle norme imperative la cui violazione può dare luogo a nullità del contratto, ai sensi dell'art. 1418 comma 1 c.c. Ovvero, solo la violazione delle norme di validità, come noto, e non anche di quelle di condotta, è causa di nullità del contratto<sup>12</sup>. Tale ricostruzione trova motivo d'essere nella necessità avvertita dalla dottrina classica di porre un argine ai casi di nullità non testualmente previsti dal legislatore, e che non attenessero alla mancanza o illiceità di elementi essenziali costitutivi del contratto, anche alla luce dell'obiettivo di certezza dei rapporti giuridici. L'art. 1418 comma 1 c.c., nel prevedere la nullità virtuale, configura una fattispecie a sé stante rispetto a quella risultante dall'art. 1343 c.c., di illiceità della causa per contrarietà a norme imperative<sup>13</sup>.

---

<sup>10</sup> Senza pretese di esaustività, si veda al riguardo G. D'AMICO, *"Regole di validità" e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996; *Id.*, *Regole di comportamento e regole di validità nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 1, 2002, p. 37; ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, 2003; G. VILLA, *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993; G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013; A. DI MAJO, *La buona fede correttiva di regole contrattuali*, in *Corr. giur.*, 2000, p. 1486; ma si veda anche V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 1, 2008, p. 230; R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012; A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, 1, 290

<sup>11</sup> G. D'AMICO, voce *Nullità non testuale*, in *Enc. dir.*, Annali, IV, Roma, 2011, 798 ss.; al riguardo, si ricorda l'osservazione di A. ALBANESE A., *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, p. 3 e p. 98 ss., per il quale in realtà anche la c.d. "nullità virtuale", generalmente contrapposta a quella testuale, non dipende da una "ultrattività dei divieti legali", da una "virtus intrinseca della norma", ma in ultima analisi da una previsione legale (testuale), ovvero dal combinato disposto dell'art. 1418 comma 1 c.c. e della norma imperativa nel caso concreto violata.

<sup>12</sup> G. VILLA, *op. cit.*, p. 158.

<sup>13</sup> Si veda al riguardo G. VILLA, *op. cit.*, p. 26, il quale sottolinea come l'illiceità per contrarietà della causa a norme imperative (nonché all'ordine pubblico ed al buon costume) è riferita alla funzione economica del negozio, dovendo allora la nullità di cui all'art. 1418 comma 1 c.c. riferirsi a casi differenti.

L'esigenza di certezza porta infatti alla necessità che le fattispecie che possano comportare l'invalidità del contratto siano delineate dal solo legislatore, e quindi tipizzate, sottraendole alla discrezionalità che inevitabilmente l'interprete<sup>14</sup> metterebbe in gioco nella qualificazione dei comportamenti delle parti nonché nella verifica della loro rispondenza alla legge o meno. Ovvero, emergeva la esigenza di valutare la norma imperativa, per poter determinare quando effettivamente la sua violazione determinasse effettivamente l'invalidità dell'atto<sup>15</sup> perché *contra legem*. Infatti, l'inciso di cui all'articolo 1418 comma 1 c.c. per cui si ha nullità virtuale salvo una "diversa disposizione di legge", pur sembrando a prima vista testualmente comportare la necessità che la diversa sanzione per la violazione di norma imperativa, rispetto a quella della nullità, fosse prevista espressamente dal legislatore, è stato in realtà in via maggioritaria interpretato non in maniera testuale e quindi restrittiva, ma in maniera estensiva, allargando quindi le maglie entro cui il contratto pur *contra legem* cioè contrastante con norme imperative, può essere fatto salvo, potendo la diversa disposizione di legge non essere esplicitamente prevista ma risultare da un'interpretazione sistematica delle norme violate<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> G. D'AMICO, *op. cit.* .....; G. VILLA, *op. cit.*, p. ....; V. PIETROBON, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990, pp. 118 ss.

<sup>15</sup> Tale esigenza è la sentita già nell'ambito di un ordinamento, quale quello tedesco in cui la contrarietà a norme imperative era un principio affermatosi già in epoca risalente sulla scorta del diritto romano. Cfr. al riguardo G. VILLA, *op. cit.*, p. 13, che sottolinea come per la dottrina tedesca fosse necessario giungere alla nullità "solo se dalla *ratio* del divieto non si potesse ricavare una conseguenza diversa". Più in generale, può affermarsi come la ricerca da parte della dottrina del criterio in base al quale determinare i casi in cui si configuri nullità virtuale è rivolta da alcuni alla concretizzazione della *riserva* di cui all'art. 1418 comma 1 c.c. laddove esso prevede che la nullità opera solo se non è diversamente previsto dalla legge, e quindi all'individuazione delle norme imperative la cui violazione importi nullità, da altri alla individuazione, a monte, di cosa si intenda per norma imperativa. Nel primo senso, come visto, G. VILLA, *op. cit.*, p. 23 ss., nel secondo A. ALBANESE, *op. cit.*, pp. 6 ss. e pp. 98 ss. In realtà, anche se il punto in cui l'indagine si colloca è diverso (nel primo caso, a valle della fattispecie di cui all'art. 1411 comma 2 c.c., nel secondo a monte di essa, o meglio, per dirla come lo stesso Albanese, nel primo caso la ricerca è volta a indagare un elemento impeditivo della fattispecie, nel primo caso un elemento costitutivo), in concreto i risultati applicativi dovrebbero essere gli stessi.

<sup>16</sup> Cfr. G. VILLA, *op. cit.*, p. 80; critico ALBANESE A., *op. cit.*, p. 120 ss. per il quale l'art. 1418 comma 1 c.c. "facendo salva una diversa disposizione di legge, assume un preciso significato normativo proprio nella misura in cui rimette in via esclusiva al legislatore il compito di stabilire le ipotesi in cui il contratto vietato sia ciononostante valido".

Più che quello volto alla ricerca dell'interesse pubblico protetto<sup>17</sup>, o che imponeva di tenere in considerazione il rango della norma violata<sup>18</sup>, il criterio che ha avuto oggettivamente la maggior diffusione è quella della distinzione tra regole di validità e di comportamento che si è detta<sup>19</sup>. Applicando tale ragionamento ai casi di specie che le erano stati sottoposti, e più in generale al tema della violazione degli obblighi di condotta da parte degli intermediari, le Sezioni Unite<sup>20</sup> hanno quindi riaffermato il noto e fortunato principio di diritto secondo cui in nessun caso la violazione dei doveri di comportamento a carico degli intermediari può determinare la nullità, ai sensi dell'art. 1418 comma 1 c.c., del contratto di investimento o delle operazioni a valle dello stesso, ma solo la responsabilità del soggetto abilitato, con conseguente diritto dell'investitore al risarcimento dei danni<sup>21</sup>. Precisamente, potrà configurarsi responsabilità precontrattuale nel caso in cui ad essere disattesi siano obblighi concernenti la fase

---

<sup>17</sup> VILLA G., *op. cit.*, p. 90 e anche p. 120: egli nota come sia evidente che se lo Stato interviene a regolare un certo settore è difficile negare la presenza di un interesse pubblico in quel settore, ma al contempo "risulterebbe paralizzante far discendere la nullità da ciascuna di queste norme" e si riferisce proprio al settore dell'intermediazione mobiliare; critico anche ALBANESE A., *op. cit.*, p. 6 ss., per il quale deve piuttosto guardarsi alle modalità con le quali la tutela dell'interesse sotteso alla norma violata è attuata dall'ordinamento, in particolare dovendosi considerare imperative le norme dettate a tutela di interessi sottratti alla disponibilità delle parti (*ibidem*, p. 46).

<sup>18</sup> cioè della sua posizione entro il sistema delle fonti di diritto (villa pag. 93): la norma europea precettiva incide; idem vale la norma di fonte amministrativa/regolamentare, nel momento in cui rimanga entro i limiti ad essa assegnati dalla legge che ad essa delega la regolamentazione dell'autonomia privata (villa p. 114).

<sup>19</sup> V. PIETROBON, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990, pp. 104 ss.; G. D'AMICO, *op. cit.*, p. 45; DI MAJO, *L'adempimento dell'obbligazione*, in *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna, 1993, p. 7; MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, p. 9.

<sup>20</sup> Cass. Sezioni Unite 19 dicembre 2008, nn.ri 26724 e 26725, su cui vedi già nota nt. n. *supra*.

<sup>21</sup> Per l'adesione alla teoria che vede nel rimedio risarcitorio l'esatta conseguenza della violazione degli obblighi di condotta, in dottrina, anche prima delle pronunce delle Sezioni Unite, A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori*. Less is more, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2010, p. 537; M. C. VENUTI, *Le clausole generali di correttezza. Diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione mobiliare*, in *Eur e dir priv.*, 2000, 1049 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 2006, 896 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 155; M. DELLACASA, *Collocamento di prodotti finanziari e regole di informazione: la scelta del rimedio applicabile*, in *Danno e resp.*, 2005, p. 124; V. ROPPO, G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 29; G. COTTINO, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, p. 537, per il quale "riesce difficile condurre alla genesi del contratto quella che appartiene alla sua esecuzione"; V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite cit.*, per il quale la motivazione delle Sezioni Unite è un "raro ed encomiabile esempio di rigore giuridico"; per F. LUKACS, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte*

precedente alla conclusione del contratto e quindi collocantesi nella fase delle trattative, mentre potrà configurarsi responsabilità contrattuale, con eventuale diritto alla risoluzione del contratto, in caso di violazione di obblighi contrattuali veri e propri, cioè discendenti dal contratto già concluso ed attinenti alla sua esecuzione, anche eventualmente dunque alle operazioni di investimento poste in essere nella cornice del contratto quadro.

A sua volta, anche la predetta ricostruzione delle Sezioni Unite, pur essendo stata ben accolta dalla dottrina maggioritaria e seguita dalla successiva giurisprudenza<sup>22</sup>, non è andata del tutto esente da critiche. In primo luogo deve darsi conto di chi, pur accogliendo positivamente la soluzione finale cui è giunta al corte, ha però denunciato una certa insufficienza nelle motivazioni che a quella decisione hanno portato, in quanto si è ritenuto che individuare il criterio di determinazione delle conseguenze della violazione di norme imperative nella sola distinzione tra regole di validità e di comportamento costituisce una delimitazione in negativo dell'area di applicabilità della nullità virtuale di cui all'art. 1418 comma 1 c.c., ma non contribuisce a determinare dei criteri operativi di segno positivo per definire detta area in via generale<sup>23</sup>.

---

*degli intermediari*, cit., il rimedio risarcitorio è un “un’arma intelligente”; relativamente ai contratti stipulati a valle delle intese vietate, G. Guizzi, *Mercato concorrenziale e teoria del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, p. 97.

<sup>22</sup> Si vedano Cass. civ., sez. I, 15 luglio 2021, sent. n. 2021; Cass. Civ., sez. III, 31 maggio 2021, n. 15099; Cass. civ., sez. I, 23 aprile 2021, n. 10832; Cass. civ., sez. I, 16 aprile 2021, n. 10112; Cass. civ., sez. I, 19 febbraio 2021, n. 4484; nella giurisprudenza di merito T. Ancona sez. II, 30 luglio 2021, sent. n. 1002; T. Teramo, sez. I, 24 marzo 2021, n. 296; T. Pisa, 5 gennaio 2021, n. 10; C. A. Salerno, sez. II, 2 settembre 2020, n. 997; T. Catania, sez. IV, 15 luglio 2020, n. 2479; C. A. Genova, sez. III, 07 luglio 2020, n. 635; C. A. Milano, sez. I, 25 giugno 2020, n. 1547; C. A. Potenza, 22 giugno 2020, n. 370, tutte reperibili su *dejureonline*.

<sup>23</sup> Il riferimento è a V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, in *Danno e resp.*, 5, 2008, p. 536, su cui si veda già la nota ... nel primo capitolo; per l’Autore, che pure concorda sull’adozione del rimedio risarcitorio, espungere tuttavia le norme di comportamento dall’area della nullità virtuale in base al principio di non interferenza tra regole di validità e di condotta non è un criterio adeguatamente sostenuto e giustificato, pertanto, egli propone quali criteri alternativi ...

Più in generale, non concorda con la distinzione in esame quale criterio guida per valutare quando dalla violazione di una norma imperativa discenda la nullità virtuale del contratto, G. VILLA, *op. cit.*, p. 158, il quale non ritiene che individuare *a priori* categorie di precetti ininfluenti sulla validità sia la via giusta per offrire certezze, dovendosi piuttosto “ricostruire i confini dei comportamenti rilevanti per il precetto di buona fede”.

Inoltre, è stata messa in dubbio, a monte, l'attualità e la decisività del criterio di distinzione in oggetto<sup>24</sup>, non potendosi parlare sempre ed in ogni caso di un'assoluta incomunicabilità tra le due categorie di norme<sup>25</sup>.

Tra l'altro, i lati negativi del rimedio invalidatorio, e delle conseguenze restitutorie non sono dato indiscusso in dottrina, considerando il piano dell'effettività e ragionevolezza della tutela.

Da un punto di vista dell'analisi economica del diritto<sup>26</sup> viene considerato come in realtà il rimedio restitutorio, ripristinando lo *status ante quo*, sia maggiormente idoneo a internalizzare i costi generati dai comportamenti scorretti dell'intermediario. Infatti, l'informazione deve esser considerata non come un bene privato ma come un bene pubblico<sup>27</sup>, specialmente in un mercato come quello finanziario in cui senza la previsione di specifici obblighi informativi le parti non sarebbero in grado di conoscere e valutare i prodotti e quindi di assumere decisioni efficienti, rappresentando allora la violazione delle regole di informazione da parte degli intermediari comportamento foriero di inefficienze. Il rimedio risarcitorio non sempre potrebbe essere idoneo a rimediare a tali inefficienza, perché, se è vero che il rimedio restitutorio potrebbe immunizzare l'investitore dal rischio intrinseco dell'investimento, dall'altro lato quello risarcitorio non sempre può condurre all'effettivo ristoro per il soggetto i cui interessi sono stati lesi<sup>28</sup>, in quanto, nonostante l'inversione dell'onere probatorio, ri-

---

<sup>24</sup> Critico F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali* (a proposito di Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725), in *Contratto e impr.*, 4-5, 2008, p. 936, per cui non può ignorarsi la commistione che nella legislazione europea si è verificata tra i due tipi di regole, non potendosi parlare di una assoluta incomunicabilità tra regole di validità e di condotta neanche nell'ambito codicistico. Egli afferma altresì che può ritenersi come "il contratto concluso in violazione del dovere di correttezza è un contratto vietato dal legislatore", e che la nullità virtuale debba trovare applicazione proprio quando la contrarietà a norma imperativa riguardi non elementi intrinseci del contratto, ma elementi esterni, e la norma rispondesse a interessi preminenti dell'ordinamento.

<sup>25</sup> A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità*, su cui si veda anche la successiva nota nt. n. 28.

<sup>26</sup> Cfr. F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione*, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725, cit.

<sup>27</sup> R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016, 5; F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori* cit.

<sup>28</sup> Al riguardo ad esempio A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: in contratti di intermediazione dopo le S.U.*, in *Contratti*, 2008, p. 393, afferma che sotto il profilo pratico il rimedio invalidatorio "è anche più efficiente del rimedio risarcitorio, perché si sottrae a qualsiasi problema di nesso di causalità

mane comunque a carico dell'investitore la prova del nesso causale tra violazione e danno subito, prova non sempre agevole stante l'elevato tecnicismo e sofisticatezza di un settore come quello finanziario. Il rimedio risarcitorio pone sempre comunque il cliente, soggetto danneggiato, nella situazione di dover provare il danno ed il nesso causale, come detto operazione non semplice in un settore altamente tecnico<sup>29</sup>.

Ancora, si può prospettare un ulteriore dubbio riguardante il rimedio risarcitorio, ovvero che esso dovrebbe, per poter correttamente operare, presupporre un rapporto concluso e non ancora pendente, essendo cioè necessario che l'investimento sia stato liquidato. La quantificazione del danno, infatti, viene operata in riferimento alla situazione attuale e alla perdita lamentata dall'investitore in quel frangente, ma ben può accadere che in alcuni casi i titoli da egli detenuti, e non necessariamente alienati, accrescano nuovamente in futuro il loro valore, così da annullare la perdita precedente, che pure era stata nel frattempo ristorata. Anche in questo caso allora si verificherebbe un costo ingiusto a carico dell'intermediario e un parallelo ingiustificato arricchimento a favore dell'investitore. La restituzione invece postula, o dovrebbe postulare, comunque una bilateralità, per cui, quando anche l'intermediario sia condannato a restituire al cliente le somme investite, quest'ultimo sarà tenuto a restituire i titoli detenuti in portafoglio<sup>30</sup>.

---

e di quantificazione del danno", configurandosi quindi come adeguato strumento di *private enforcement*.

<sup>29</sup> F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori* cit., p. 16; D. MAFFEIS, *Discipline preventive* cit., che evidenzia anche la possibilità per l'intermediario di provare un concorso di colpa del cliente nella causazione del danno o nel suo aggravamento, e che quindi quello risarcitorio è chiaramente "il rimedio meno agevole per gli investitori"; in giurisprudenza, si veda ad esempio T. Vicenza sez. I, 19 aprile 2021, n. 816, con cui è stato affermato il concorso di colpa dell'investitore danneggiato, ravvisando il giudicante "l'opportunità della rivendita immediata di un titolo laddove non confacente al proprio profilo di rischio".

<sup>30</sup> V. al riguardo già V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. e impr.*, 3, 2005, p. 896, per cui anche titoli che si siano rivelati "investimenti sfortunatissimi" hanno pur sempre un valore superiore allo zero. Sulla difficoltà di determinare il quantum risarcibile: A. DOLMETTA, *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 2, p. 80; sulla quantificazione del danno, in generale, si veda ampiamente V. ROPPO, G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e Resp.*, 1, 2006, p. 29.



Coloro che hanno ritenuto di muovere tali critiche alle sentenze suddette, quindi, si collocano nel filone rimediale che individua nella nullità virtuale l'esatta conseguenza della violazione degli obblighi di comportamento in questione. Gli autori che si sono opposti alle conclusioni raggiunte dai giudici di legittimità, però, hanno poi diversamente ricostruito le proprie posizioni, in rapporto alla distinzione tra le due categorie di regole. Infatti, accanto ai chi, come visto, critica a monte l'attualità e l'opportunità del ricorso in tale sede al criterio di non interferenza tra regole di validità e di condotta, si registra anche il tentativo di altri di ammettere la nullità del contratto a fronte delle violazioni degli intermediari, ma, sembra, comunque rimanendo nel recinto della distinzione tra le due specie di regole che ci occupa, e cercando quindi di ritrovare, nelle regole di comportamento poste a carico dei soggetti abilitati, qualche elemento che le colori di requisito di validità<sup>31</sup>, in tal modo configurando una sorta di comunicabilità tra le due categorie.

Quel che in questa sede principalmente si ritiene di sostenere, al di là del discorso tra regole di comportamento e regole di validità che forse esula altresì dalla presente indagine, è piuttosto che la Cassazione abbia indistintamente riferito le proprie argomentazioni e il conseguente principio di diritto enunciato, non solo agli obblighi prettamente informativi posti a carico degli intermediari, ma altresì al dovere di astensione che caratterizza il funzionamento della regola di adeguatezza. La Cassazione argomenta che tali doveri di astensione, tali divieti, sono pur sempre obblighi di comportamento e quindi ad essi si attagli la distinzione tra regola di validità e regole di condotta che conduce tutta la pro-

---

<sup>31</sup> In tal senso sembra di poter interpretare A. DOLMETTA, *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 1, p. 80, il quale parla di “obblighi di fattispecie”, i quali si collocherebbero “nell’ambito della costruzione della fattispecie contrattuale, come momento proprio della stessa”. Per l’Autore, restringere gli obblighi comportamentali alla sola fase delle trattative ed alla fase esecutiva del contratto significherebbe escludere un qualsiasi intervento eteronomo sulla fattispecie contrattuale, pensando quest’ultima come “evento retto unicamente dall’autonomia delle parti”. Tale ragionamento non porta però l’autore a concludere necessariamente per la nullità quale sanzione per la violazione degli obblighi di fattispecie, ma proverebbe che la nullità non può automaticamente essere esclusa sol perché si tratti di norme comportamentali.

nuncia. Ma tale passaggio non appare minimamente convincente, perché sembra incappare nella facile critica per cui seppur nella sostanza ogni norma è una norma di comportamento, non può assimilarsi così facilmente una norma che detta un dovere di astensione e quindi un divieto, con una norma che detta obblighi comportamentali in positivo, i quali attengono ad una dimensione dinamica del rapporto tra cliente ed intermediario, quale ad esempio quello per cui l'investitore deve risultare sempre informato. Il dovere di astensione per il caso di informazioni insufficienti o di valutazione di inadeguatezza è altro, ed è posto su un piano diverso. Su tale piano ci si soffermerà di seguito.

## 2. Soluzioni alternative e ulteriori ipotesi di nullità

### 2.1. *Il contratto inadeguato come violazione di un divieto: quale spazio per la nullità*

Una volta tenuto conto di quanto si è illustrato nuovamente circa le posizioni che erano state espresse dalla dottrina in merito alla violazione degli obblighi di comportamento degli intermediari finanziari, e dato atto della posizione sulla quale si sono attestate le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, è possibile passare all'ulteriore stadio del discorso che si intendeva qui condurre, ovvero se sia possibile configurare un superamento delle conclusioni della dottrina maggioritaria e della giurisprudenza di legittimità che si sono appena viste. Tale tentativo di superamento non viene effettuato per mera volontà di rimettere in discussione in maniera sterile quanto statuito dalla Cassazione, ma si vuole basare su una necessaria rilettura delle norme che regolano la prestazione dei servizi di investimento allo stato attuale, e che, oltre a essere state leggermente modificate dalla direttiva Mifid 2, in realtà erano già differenti, rispetto a quelle

tenute in conto dalla Cassazione nelle sue due decisioni del 2007, ovvero rispetto alle norme dettate dalla legge sim, ma anche a quelle del tuf ante recepimento della direttiva Mifid 1.

Il punto di partenza del ragionamento che si intende condurre è che il criterio della distinzione tra regole di validità e di comportamento, utilizzato dalla Cassazione, e risultato il più accreditato in dottrina ai fini della delimitazione dell'area delle norme imperative la cui violazione dia luogo a nullità virtuale, non sempre è formulato in termini così netti, lasciando spazio a differenti sfumature e quindi, conseguentemente, spazio a letture differenti che potrebbero portare all'inserimento di una norma che a prima vista parrebbe integrare una mera norma di comportamento, nell'area di quelle norme che invece, pur se non definibili in senso stretto come "di validità", possono ugualmente comportare il collocamento del contratto al di là del limite della legalità. La distinzione cioè va più correttamente delineata. Infatti, non ogni disposizione normativa che non attenga prettamente al contenuto del contratto inteso come suoi elementi costitutivi e strutturali essenziali, integra una regola di comportamento, con conseguente esclusione della nullità<sup>32</sup>. Infatti, esiste un'area all'interno della quale si collocano norme che, pur non attenendo agli elementi strutturali del contratto, vanno comunque ad incidere sulla sua efficacia. Cioè, si tratta di elementi che pur sempre rientrano nella sequenza necessaria al fine dell'esplicarsi dell'efficacia contrattuale.

---

<sup>32</sup> Al riguardo può ricordarsi anche l'opinione di G. PANZA, *Buon costume e buona fede* (1973), rist. *Edizioni Scientifiche Italiane*, Napoli, 2013, p. 252, il quale afferma le due tipologie di regole, pur essendo distinte e autonome, possono anche essere complementari, in quanto talvolta l'illiceità di un atto negoziale può derivare dall'imposizione dello stesso, in virtù della disparità di potere esistente sul piano economico-sociale tra i soggetti; v. altresì A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le S.U.*, in *Contratti*, 2008, p. 393, il quale rileva come la conclusione cui erano giunte le Sezioni Unite nel 2007 "non discende logicamente dalle premesse", in particolare in quanto le pronunce in questione dimenticano come in alcuni casi la violazione di una regola di comportamento altera il processo di formazione, e quindi la conformazione, della regola negoziale". Cfr. anche R. NATOLI, *Il contratto "adeguato"*, cit., p. 81, il quale, anche in relazione alle sentenze a Sezioni Unite del 2007, afferma che un'indebita estensione del principio per cui dalle regole di buona fede non può mai discendere la invalidità del contratto "ha fatto ritenere che il solo rimedio possibile per la violazione di obblighi di comportamento fosse la responsabilità risarcitoria".

In primo luogo, si deve dare conto di quella dottrina che ha ritenuto di classificare le norme imperative a seconda dell'elemento dello scambio sul quale esse incidono, distinguendo tra quelle che si riflettono sulla formazione del contratto, sul suo contenuto, sui beni oggetto di scambio o su effetti ulteriori e indiretti del regolamento negoziale<sup>33</sup>. Nella prima categoria si possono collocare i casi in cui il contratto sia stipulato in assenza di atti o requisiti formali, o mediante un procedimento difforme da quanto previsto dalla legge<sup>34</sup>. Quanto alla seconda categoria, risulta interessante come venga distinto tra i casi in cui il contenuto del contratto sia vietato in assoluto, i quali sono collocati nell'ambito della nullità per illiceità della causa, da quelli in cui invece esso sia vietato solo in riferimento a determinati soggetti. Se il riferimento va al caso di contratti stipulati da soggetti che non risultano iscritti negli appositi albi o elenchi professionali, tuttavia risulta di evidenza come la distinzione tra un divieto assoluto e uno, potremmo dire, relativo, del contenuto del contratto, potrebbe richiamare alla mente il caso del contratto inadeguato, in cui come visto in precedenza, vi è un divieto di acquistare o raccomandare un determinato strumento finanziario a soggetti alle cui caratteristiche (finanziarie, patrimoniali e funzionali) lo strumento non sia adeguato<sup>35</sup>. Ovvero, il divieto di raccomandare o acquistare, nell'ambito della gestione di portafogli, strumenti non adeguati al cliente è un divieto non assoluto ma relativo.

Più in generale, deve riconoscersi che vi sono talvolta comportamenti da osservare che “sono destinati ad incidere sul contenuto negoziale”<sup>36</sup>, e la cui violazione, quindi, può comportarne la nullità. Ragionare in termini di esempi certamente non fornisce un criterio definitivo per la questione, ma aiuta a comprendere perché si difenda in tal caso strenuamente il principio per cui, violato

---

<sup>33</sup> Il riferimento è a G. VILLA, *op. cit.*, p. 47, ma anche A. ALBANESE, *op. cit.*, p. 145.

<sup>34</sup> *Ibidem*, p. 50, ove l'autore fa riferimento quali esempi al caso di dipendenti di enti pubblici assunti in mancanza di concorso, assegni di alloggi popolari in violazione delle disposizioni dirette ad identificare gli assegnatari ed a fissare i prezzi.

<sup>35</sup> Cfr. V. SANGIOVANNI, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contratti*, 3, 2007, p. 243, il quale sottolinea che l'adeguatezza “non è un valore assoluto, ma relativo”.

<sup>36</sup> Cfr. G. VILLA, *op. cit.*, p. 140, nonché p. 263.

un divieto, il contratto che concreti quella violazione sia nullo. Infatti, si sottolinea che in alcuni casi viene esclusa la nullità stante il carattere spersonalizzato delle contrattazioni<sup>37</sup>, altro elemento che non è dato di rinvenire, invece, nella consulenza e nella gestione di portafogli, dove al contrario il rapporto interviene con il cliente specifico ed ha anzi una connotazione prettamente personalizzata. Come visto, la soluzione fissata dalle sentenze Rordorf sulla violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari, seguita dalla giurisprudenza successiva<sup>38</sup>, la quale ha accolto la distinzione tra regole di validità e regole di comportamento come valido canone decisorio, in grado di fungere da criterio discrezionale ai fini della determinazione del rimedio da adottare, non è del tutto pacifica in dottrina, ove in alcuni casi se ne è contestata, da un lato, la non decisività ai fini della ricerca di una risposta all'interrogativo che la Corte era chiamata a risolvere<sup>39</sup>, dall'altro e più a monte, la non attualità<sup>40</sup>. Essa va in ogni

---

<sup>37</sup> G. VILLA, *op. cit.*, p. 166 si riferisce all'*insider trading*.

<sup>38</sup> Confermano l'orientamento *de quo* più di recente: Cass. 16 maggio 2016, n. 9981; T. Bari 17 febbraio 2016; T. Salerno 20 febbraio 2015; T. Monza 13 gennaio 2015; Cass. 10 aprile 2014, n. 8462; T. Firenze 20 febbraio 2014; T. Bari 20 febbraio 2014; T. Firenze 20 febbraio 2014; T. Monza 7 maggio 2013; A. Bari 23 novembre 2012; T. Bari 4 settembre 2012.

<sup>39</sup> In questo senso V. ROPPO, *Nullità virtuale del contratto (di intermediazione finanziaria)*, in *Danno e resp.*, 5, 2008, 536, il quale, pur concordando con la soluzione adottata dalla Cassazione, sottolinea come richiamare la distinzione tra regole di validità e regole di comportamento per risolvere il problema delle conseguenze della violazione delle seconde da parte degli intermediari, non è argomento decisivo, essendo per l'A. "chiaro che pretendere di giustificarla con il principio sistematico di non interferenza fra norme di comportamento e norme di validità sarebbe accampare una ben misera giustificazione. Poco più che una tautologia". Ovvero, per l'A. la lesione della distinzione *de quo* che si veniva a configurare nel caso in cui per la violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari fosse predicata la nullità virtuale, costituiva argomento contrario ad una tale soluzione giurisprudenziale, ma non può costituire anche la soluzione al dibattito. Egli prospetta altre possibili ricostruzioni, come considerare che la violazione di norme imperative dia luogo a nullità quando tale violazione sia di evidenza documentale (con ciò quindi conciliandosi con la natura del giudizio di nullità), o considerare, per decidere se nullità virtuale possa o meno configurarsi, se sussista la possibilità di praticare rimedi alternativi, che è quello che le Sezioni unite parzialmente fanno.

<sup>40</sup> Critici D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, per il quale le due sentenze in questione rivelano una fedeltà decisamente datata ad una concezione rigida della distinzione tra regole di validità e regole di responsabilità"; F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di cass., sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contratto e Impr.*, 4-5, 2008, p. 936, per cui non sembrerebbe consentito parlare di una assoluta incommunicabilità tra norme di condotta e regole di validità, neppure all'interno della disciplina codicistica. Nello stesso senso A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 4, 2008, p. 393, che sottolinea come non è sempre escluso che la violazione di una norma di comportamento possa incidere sul contratto, determinandone l'invalidità.

caso più correttamente delineata. Non ogni disposizione normativa che non attenga prettamente al contenuto del contratto inteso come suoi elementi contestutistici / strutturali essenziali, integra una regola di comportamento, con conseguente esclusione della nullità. Infatti, esiste un'area all'interno della quale si collocano norme che, pur non attenendo agli elementi strutturali del contratto, vanno comunque ad incidere sulla sua efficacia. Cioè, si tratta di elementi che pur sempre rientrano nella sequenza necessaria al fine dell'esplicarsi dell'efficacia contrattuale.

In secondo luogo, si deve sottolineare che le elaborazioni dottrinali che vanno a difendere tale principio di autonomia e quindi la predetta distinzione, si basano su una definizione della regola di comportamento che porta a far coincidere le stesse con il canone della buona fede, e quindi con una clausola generale ed elastica, laddove invece le regole di comportamento interessate dall'attività di investimento e gravanti sugli intermediari, pur essendo ispirate e andando interpretate alla luce del canone di buona fede (come si è detto sopra), hanno pur sempre una loro connotazione autonoma<sup>41</sup> e hanno un loro contenuto anzi specifico e dettagliato. Infatti, tali regole vanno a delimitare correttamente la relazione tra investitore e intermediario e il confine entro cui l'operazione di investimento potrà essere effettuata. La buona fede, rispetto alle regole di condotta dettate per gli intermediari, costituisce un canone interpretativo ed eventualmente integrativo in sede di tutela ex post, ma non ne può costituire il limite, anche alla luce rimediabile.

Quindi fino a che punto può considerarsi quindi ancora valida e dirimente la distinzione tra regola di validità e regole di comportamento? Come visto, l'attualità, a monte, di una tale distinzione, era, in via generale, messa in dubbio prima e subito dopo le pronunce gemelle delle Sezioni Unite del 2007 in merito, per cui, senza voler contestarne in via assoluta la validità, ci si limita in tale sede

---

<sup>41</sup> È critico sulla assimilazione che parte della dottrina fa delle regole di condotta degli intermediari nella clausola di buona fede, R. NATOLI, *Il contratto "adeguato"* cit., pp. 78 ss., il quale evidenzia che le norme regolamentari di condotta gravanti sugli intermediari sono "predeterminate e molto analitiche e dunque concettualmente irriducibili alle regole di *condotta ex fide bona*".

a chiedersi se essa non possa essere semplicemente rivista, al fine di delimitarne i confini di applicabilità. Al fine, cioè, in relazione agli obblighi di comportamento degli intermediari finanziari, di statuire fino a che punto essa possa influire sulla individuazione dei rimedi invocabili nel caso di violazione di quegli obblighi. Infatti, gli obblighi di comportamento dettati a tutela dell'investitore ed a carico degli intermediari non sono tutti obblighi informativi, e non sono sempre mere regole di comportamento, perché vanno ad incidere su due aspetti essenziali del rapporto contrattuale: l'oggetto e la legittimazione. Potrebbe quindi arriversi ad affermare che il collocamento presso l'investitore di un prodotto che non rientra nella sua "capacità" profili un caso di illiceità dell'oggetto, o nullità per contrarietà a norme imperative attinenti al regolamento negoziale. La violazione della regola di adeguatezza non è una mera violazione di regole di informazione: il caso in cui l'intermediario non effettui correttamente la valutazione di rispondenza dell'operazione al profilo del cliente ed al suo interesse non concreta una mera violazione di un obbligo di informazione, ma di un diverso obbligo di comportamento, incidente direttamente sul regolamento negoziale e non per il tramite dell'influenza sulla formazione della volontà dell'investitore.

Gli obblighi informativi sono solo alcuni degli obblighi di comportamento che gravano sull'intermediario nei rapporti con l'investitore<sup>42</sup>, cioè, gli obblighi informativi sono obblighi di comportamento, ma non è vero il contrario e cioè non ogni obbligo di comportamento è necessariamente un obbligo informativo.

---

<sup>42</sup> Lo sottolinea efficacemente D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento*, cit., il quale contesta alla Cassazione del 2007 di appiattare le discipline preventive riconducendole tutte indistintamente a meri obblighi informativi. Cioè, per l'Autore la Cassazione erra nel ricondurre tutte, indistintamente, le regole relative ai contratti di investimento, a regole di informazione, quando invece sussistono anche importanti obblighi di astensione e forme e contenuti informativi, che "investono direttamente *la fattispecie*, non le mere condotte" (il corsivo è dell'A.), dovendo allora ritenersi, "posto che l'obbligo di astenersi dal compimento di operazioni inadeguate o in conflitto di interessi manifesta la disapprovazione dell'ordinamento", che ne derivi, per le operazioni che siano state nonostante tali obblighi compiute, la "nullità per illiceità in omaggio all'esigenza di ordine pubblico di garantire l'integrità dei mercati contro la diffusione di operazioni pericolose"; nello stesso senso F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione*, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Dir. fall.*, II, 2008, 1.

Potendosi infatti tracciare una distinzione tra norme che impongono un determinato comportamento (come agire nell'interesse del cliente, tenere assetti organizzativi idonei) e norme che contengono un divieto (comportamento negativo), sia che la consideriamo come una norma di comportamento in negativo, sia che la poniamo del tutto al di fuori delle semplici norme di comportamento, la regola di adeguatezza contiene un innegabile divieto.

Di violazione di una norma a carattere informativo poteva parlarsi, in relazione all'adeguatezza, tutt'al più sotto la vigenza della vecchia legislazione, della legge sim o del tuf nella versione precedente all'adeguamento alla direttiva Mifid. Infatti, in tali versioni della *suitability rule*, era previsto il meccanismo del *disclose or abstain*, di tipica matrice americana e anglosassone<sup>43</sup>. In base a tale meccanismo infatti, come noto, nel caso in cui avesse rilevato l'inadeguatezza dell'investimento rispetto al profilo del cliente, l'intermediario avrebbe dovuto astenersi dal compiere l'operazione, allo stesso tempo essendo tenuto a comunicare all'investitore l'inadeguatezza e le sue ragioni. Tale comunicazione era propedeutica all'eventuale ripetizione dell'ordine da parte del cliente, che avrebbe permesso di superare l'inadeguatezza e dare corso all'operazione. In tal caso quindi vi era una *strumentalità* del flusso informativo, attinente all'inadeguatezza, al compimento dell'operazione (a seguito del *permissive consent*). Ma non può più parlarsi di violazione di un mero obbligo informativo a seguito della Mifid, a fronte di un servizio di investimento nel quale trova applicazione la regola di adeguatezza, in quanto l'intermediario può solo astenersi dal compimento dell'operazione, o meglio, deve astenersi, senza alcuna possibilità di

---

<sup>43</sup> Sulle origini della regola di adeguatezza si veda diffusamente D. IMBUGLIA, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in Eur. dir. priv., 2, 2016, p. 335; *Id.*, *La regola di appropriatezza nei contratti di servizio di risparmio amministrato*, in Riv. dir. priv., 3, 2017, p. 457; R. LENER, P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in Banca borsa tit. cred., 4, 2012, p. 369; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, 2004, Milano, in particolare 130 ss.



superamento dell'ostacolo<sup>44</sup>. Si tratta a ben vedere di una situazione molto diversa rispetto a quella di mere regole di condotta e informative. Si tratta di un secco divieto.

Una norma che pone un divieto non può essere trattata aprioristicamente diversamente da una norma di validità sol perché costituisce una “regola di comportamento”. Come è stato affermato, a ben vedere tutte le norme costituiscono norme di comportamento<sup>45</sup>. Nel nostro caso, si tratta di una norma proibitiva, che si riflette sull'autonomia privata, limitandola<sup>46</sup>. Se è vero che la differenza tra norme proibitive e norme precettive, cioè che vietano o impongono un comportamento, dipenda da una mera diversa formulazione letterale, è pur vero nel caso della norma proibitiva la condotta che ne concreta una violazione necessariamente importa una situazione di antigiuridicità, specialmente quando questa violazione concretizzi un atto negoziale. Ipotizzando la configurabilità di due condotte opposte, potendosi avere due norme delle quali una, precettiva, imponga il comportamento voluto, e l'altra, proibitiva, vieti il comportamento colpito da giudizio di disvalore, si può ritenere che la violazione della prima, non per forza concretizza un risultato negativo, mentre la violazione della norma proibitiva comporta il permanere di un risultato antigiuridico<sup>47</sup>.

Né convince l'affermazione della Corte del 2007 per cui le conclusioni relative agli obblighi di informa<sup>48</sup>zione vanno estese anche ai doveri di astensione posti a carico degli intermediari, sol perché tali doveri di astensione sono pur sempre riconducibili alla fase esecutiva del contratto. Infatti, l'operazione di investimento seppur attuativo, non ha mero carattere esecutivo quale attività

---

<sup>44</sup> Per F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2017, p. 147, ha “valore bloccante”.

<sup>45</sup> G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2013, p. 20.

<sup>46</sup> Cfr. G. VILLA, *op. cit.*, p. 23.

<sup>47</sup> Si legge in A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 1, 2008, p. 107, che l'autonomia funzionale tra le due tipologie di regole “esclude che la violazione di una norma, che vieti la mera condotta di uno o di entrambi i contraenti senza disapprovare (anche) l'atto di autonomia, possa renderlo nullo”, ma nel caso del contratto avente ad oggetto strumenti inadeguati è proprio anche l'atto di autonomia a essere disapprovato, perché vietato.

<sup>48</sup> Si veda per un simile ordine di considerazioni G. VILLA, *op. cit.*, pp. 135-136 nonché pp. 171 e 198.

materiale, ma che un'attività sia esecutiva di un altro contratto, non esclude che essa possa a sua volta rivestire natura contrattuale, per cui una tale operazione, quale posta in essere in spregio di un dovere di astensione, non può non configurarsi come contratto vietato, contrario a norma imperativa, posto in essere in violazione di un espresso divieto di legge (art. 58 Reg. n. 565/2017/UE).

La Cassazione, con le sentenze gemelle del 2007, basa la soluzione dell'individuazione del rimedio per la violazione della regola di adeguatezza sulla classica distinzione tra norme di validità e norme di comportamento. Essa però si limita a riaffermare il principio di non interferenza tra le regole di condotta e le regole di validità, richiamando una distinzione classica del diritto civile che però, pur essendo stata in passato largamente condivisa dalla dottrina civilistica, si è formata sulla base di argomentazioni che ritrovavano la loro dimensione in un contesto decisamente differente da quello al quale poi si pretende di applicarla, ed in particolare in riferimento agli artt. 1337 e 1338 c.c. Nell'elaborazione della portata applicativa dei principi generali di correttezza e buona fede nelle trattative, si è escluso che la violazione di tali canoni elastici potesse importare l'invalidità del contratto, per la tipicità delle ipotesi di invalidità negoziale e in ossequio al principio di certezza delle situazioni giuridiche. Ma si tratta di conclusioni che non possono essere automaticamente trasposte in altre situazioni quali sono quelle disciplinate dalla legislazione speciale degli ultimi decenni. Non necessariamente, cioè, dottrine elaborate in relazione al nostro codice civile possono e debbono essere apoditticamente trasposte in ogni ambito normativo, sol perché tale ambito si collochi nell'ambito dei rapporti tra privati. Sebbene, in riferimento al tema che ci occupa, della disciplina dei servizi di investimento, non possa prescindere dalle regole del diritto comune dei contratti, non necessariamente può poi traslarsi tutto ciò che in relazione a tale diritto comune è stato elaborato alle situazioni concretamente scaturenti dai rapporti che la legislazione di settore mira a regolamentare, rapporti che presentano loro peculiarità e che sono a loro volta espressione di più ampi fenomeni, in cui si individuano e tutelano più ampi interessi.

Quanto si cerca di sostenere, l'erroneità del traslare automaticamente le convinzioni scaturite dall'interpretazione del codice civile ad altri specifici settori, trova, a parere di chi scrive, un rafforzamento nel fatto che tali specifici settori sono ormai da tempo oggetto di una dettagliata normazione di matrice europea volta all'armonizzazione forte delle regole attinenti, a conferma del fatto che non è possibile in materia guardare *solo al nostro sistema codicistico*<sup>49</sup>.

Inoltre, allargando la prospettiva dal punto di vista della tutela dell'investitore a quello di tutela dell'integrità dei mercati, in una prospettiva quindi macroeconomica e di interessi generali, è stato sottolineato che ad essere mutato è l'obiettivo stesso della normativa dettata a regolamentazione del mercato finanziario. In una fase antecedente infatti al recepimento delle direttive Mifid, e anteriormente alla crisi del modello di mercato liberista si riteneva che la correzione delle asimmetrie informative e quindi l'instaurazione di un corretto flusso informativo tra intermediario e cliente fossero misure idonee ad assicurare l'efficiente allocazione dei risparmi, rivestendo conseguentemente la normativa del mercato finanziario il ruolo di realizzare quella correzione volta ad evirare il *market failure*, realizzando tutte le condizioni necessarie per il raggiungimento dell'efficienza. In una fase successiva, a fronte di ulteriori elementi acquisiti alla teoria economica del diritto e alla teoria dei fallimenti del mercato, emersa l'idea dell'insufficienza del flusso informativo a realizzare la migliore allocazione delle risorse, alla luce tra l'altro della sempre maggiore complessità dei prodotti realizzati e scambiati, nonché alla luce degli studi che in sempre maggiori ambiti, ma proprio a partire da quello degli investimenti finanziari, hanno mostrato la sussistenza di errori cognitivi nei percorsi logici preordinati alle

---

<sup>49</sup> G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009, p. 107, afferma che nel mercato finanziario "la parità delle parti non sussiste, con la conseguenza che inevitabili ombre si proiettano sui corollari radicati proprio nella parità delle parti: tra tali corollari vi è anche la doppia equazione «violazione regole di condotta = risarcimento del danno», «violazione regole di validità = nullità».

scelte di investimento<sup>50</sup>, l'obiettivo della regolamentazione è parzialmente mutato e l'intervento più incisivo del regolatore pubblico appare giustificato.

Oggi, fermo restando che anche nell'ambito del precedente meccanismo la violazione della norma e cioè il compimento da parte dell'intermediario dell'operazione effettuato senza evidenziarne l'inadeguatezza al cliente, e senza aspettare il suo *permissive consent*, poteva configurare a parere di chi scrive una violazione di un vero e proprio divieto di *abstain*, oltre che di un mero obbligo informativo (appunto il dovere di *to disclose*), a maggior ragione una tale conclusione deve trarsi alla luce della formulazione attuale della regola di adeguatezza, nella quale, a seguito del recepimento della direttiva Mifid 1, e come confermato dalla Mifid 2, è venuto meno il secondo segmento del meccanismo predetto, ovvero di comunicazione al cliente dell'inadeguatezza dell'operazione e della possibilità conseguente che egli decidesse di procedere ugualmente con il suo compimento. La regola che oggi presiede alla prestazione dei servizi di consulenza e di gestione di portafogli è norma imperativa che preclude senza via di uscita la raccomandazione o l'investimento, nell'ambito del risparmio gestito, in strumenti finanziari non adeguati al cliente. La violazione di una tale norma imperativa si riflette sullo stato di cose creato dal contratto, sui suoi effetti, e

---

<sup>50</sup> Stante l'amplissima letteratura in materia, ci si limita qui a citare, per la teoria elaborata in merito alle modalità secondo le quali gli individui prendono le decisioni in condizioni di incertezza, D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, *Science, New Series*, 185, No. 4157, 1974, 1124-1131; D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, 2011; R. H. THALER, C. R. SUNSTEIN, *Libertarian Paternalism*, *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 2, 175; degli stessi autori, *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, 2008; C. R. SUNSTEIN, C. JOLLS, *Debiasing through Law*, *John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper* No. 225, 2004; si veda altresì U. MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di Rojas Elgueta-Vardi, Roma Tre Press, Roma, 2014, 201, disponibile online all'indirizzo <http://romatrepress.uniroma3.it/ojs/index.php/oltre/article/view/75/74>; U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, p. 77;

pertanto non può non portare alla nullità del contratto stesso, come unica soluzione idonea a rimuovere la situazione di antigiuridicità che si è venuta a creare<sup>51</sup>.

La distinzione tra norme di condotta e regole di comportamento non è idonea a inquadrare la fattispecie in esame, perché, da qualunque prospettiva la si voglia guardare, la regola di adeguatezza non è una semplice regola di comportamento, o comunque è una regola di comportamento “che vieta”, cioè proibitiva, la cui inosservanza non può trovare sanzione nel risarcimento del danno, e nel permanere di una situazione di antigiuridicità<sup>52</sup>. Senza considerare infatti le implicazioni economiche, ovvero i problemi incontrati dalla giurisprudenza nella quantificazione del danno risarcibile e nella determinazione della sorte degli strumenti finanziari acquistati dal cliente (che sono pur sempre un bene esistente e lecito, il quale ha un suo valore che, tolti i casi più gravi, potrebbe aumentare nel tempo), basti considerare il piano ontologico e giuridico, piano sul quale, anche a seguito del risarcimento del danno, permane la situazione di un investitore che si trova ad essere titolare di uno strumento finanziario che non doveva a monte essergli destinato, perché non adeguato al suo profilo.

Né non può condividersi la critica che veniva mossa, antecedentemente alle sentenze Rordorf del 2007, alla teoria della nullità basate sul fatto che far dipendere la nullità del contratto dalla violazione di una regola di comporta-

---

<sup>51</sup> A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 1, 2008, p. 107, afferma che “là dove, infatti, l'ordinamento prescinde da una valutazione di adeguatezza del contratto rispetto all'interesse dell'investitore, la regola di condotta violata dall'intermediario non vieta né impone un determinato contenuto negoziale, ma soltanto esige che la volontà di una delle parti, quale che essa sia, venga orientata da una corretta informazione circa gli aspetti rilevanti del rapporto contrattuale”, e allora si deve notare come in realtà è proprio ciò che avviene nel caso dei servizi di investimento, ovvero che il legislatore pone una valutazione di inadeguatezza di un determinato investimento rispetto al cliente dell'intermediario. Come afferma G. PERLINGIERI, *op. cit.*, p. 47, “l'illecito realizzato in violazione di una regola di comportamento non sempre rimane legato nell'area del fatto, o nella fase precontrattuale, ma può penetrare nell'area del valore ‘colorando’ di te il regolamento di interessi, ossia la struttura o la funzione del contratto

<sup>52</sup> Per una osservazione in tal senso si veda G. VILLA, *op. cit.*, p. 136; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimenti*, cit., per il quale “l'obbligo di astenersi dal compimento di operazioni inadeguate o in conflitto di interessi manifesta la disapprovazione dell'ordinamento per le operazioni compiute in consimili situazioni di pericolo”.

mento avrebbe comportato eccessiva incertezza applicativa, spostando la valutazione dal piano legislativo a quello giurisprudenziale. Infatti, tali visioni non fanno altro che ricomprendere la regola di adeguatezza all'interno degli obblighi di comportarsi secondo buona fede e correttezza di cui sarebbero esplicazione. Ebbene tale ricomprensione sembra del tutto aprioristica e priva di fondamento, laddove la regola di adeguatezza così come oggi formulata, seppur rispondesse a un principio di correttezza, come d'altro canto la maggior parte delle norme di comportamento, non per questo dovrebbe essere tacciata di incertezza applicativa sul piano rimediale laddove se ne predicasse la nullità, essendo evidente come si tratti di una regola che nulla ha a che veder con il "canone generale" della buona fede e che anzi risulta dettagliatamente specificata e delineata<sup>53</sup> dalle disposizioni che la prevedono seppur di rango regolamentare<sup>54</sup>. È chiaro che poi, nella pratica, è praticamente impossibile che l'intermediario violi palesemente il divieto, sancendo l'inadeguatezza di uno strumento f. e poi concludendo ugualmente l'operazione. La violazione del divieto è comunque insita in una scorretta valutazione dell'adeguatezza che l'intermediario faccia dello strumento finanziario in relazione al profilo di rischio del cliente: basandosi su informazioni inesatte o incomplete, cioè in violazione dell'art. 58 par. 8 della direttiva UE/565/2017, o, risultando dalle informazioni raccolte l'inadeguatezza, dando ugualmente corso all'operazione senza esplicitare l'esito negativo della valutazione, quindi in diretta violazione del divieto di astensione di cui all'art. 58, par. 10, della predetta direttiva

Le incertezze delle ricostruzioni dottrinali e la scivolosità del terreno su cui ci si muove sono ben evidenti, nel fatto che una tale figura è emanazione specifica di una legislazione di settore che si pone al limite con un'impostazione

---

<sup>53</sup> Cfr. D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto* cit.

<sup>54</sup> Non si condivide l'affermazione di G. PERLINGIERI, *op. cit.*, p., laddove afferma che l'imperatività non discende da un maggiore o minore grado di analiticità della norma, nel momento in cui infatti una regola di condotta sia tanto analitica da vietare del tutto una determinata condotta, allora non può non sfociarsi nell'ambito di una situazione antigiuridica, potendosi determinare l'invalidità del regolamento negoziale, senza margini di valutazione, come invece accadrebbe di fronte ad una clausola elastica, la cui applicazione e concretizzazione potrebbe anche portare ad escludere il rimedio invalidatorio.

quasi paternalistica nell'approccio alla problematica della tutela dell'investitore. Ciò è ancor più evidente alla luce di quanto si dirà in tema di *product governance* e *target market*. Si tratta infatti di tutte ipotesi nella quali il fine di tutela dell'investitore viene perseguito direttamente mediante la preclusione per lo stesso di effettuare determinate operazioni. Che poi la determinazione di cosa sia adeguato e cosa no per il cliente sia rimessa all'intermediario stesso (così come la determinazione dei target market cui sono destinati i vari prodotti finanziari è rimessa ai produttori ed ai rivenditori), è una questione che si pone su un piano diverso, non di validità ma di opportunità. Ma proprio la possibilità che gli intermediari violino il divieto di compiere investimenti inadeguati giustifica la reazione dell'ordinamento contro il contratto.

## 2.2. *Violazione obblighi di informazione e vizi del consenso*

Quanto detto a proposito del contratto che contrasti con la regola di adeguatezza non può invece sostenersi relativamente al caso in cui siano violati obblighi prettamente informativi. Al proposito tornerebbe a operare il criterio seguito dalla giurisprudenza e dalla dottrina maggioritaria della non interferenza tra regole di validità e regole di condotta. Con una precisazione però: come visto la principale motivazione che ha spinto la dottrina a ricercare questo criterio per delimitare la tipologia di norme imperative la cui violazione importi nullità virtuale del contratto è data dalla necessità di circoscrivere le ipotesi di invalidità contrattuale, non potendosi affidare all'opera di concretizzazione dell'autorità giudiziaria il compito di individuare ulteriori e indefinite fattispecie in cui il contratto sia nullo. Ciò non vale, allora, per quei vizi che siano già tipizzati dal legislatore, in particolare per i vizi che influiscano sulla formazione del consenso e quindi possano comportare l'impugnabilità del regolamento di interessi. Attesa la funzione principale degli obblighi informativi gravanti sugli intermediari, ovvero quella di far sì che l'investitore risulti adeguatamente informato,

così da porre in essere una decisione consapevole, essendo cioè tali norme poste “a garanzia dell’integrità e della libertà del consenso”<sup>55</sup>, risulta in un certo senso naturale considerare il problema da un angolo di visuale della formazione del consenso, quindi, di eventuali vizi dai quali esso possa essere inficiato<sup>56</sup>.

L’annullamento per vizio del consenso<sup>57</sup>, ovviamente al ricorrere dei presupposti stabiliti in via generale dal diritto comune, può prospettarsi teoricamente in relazione sia al contratto-quadro, che ai singoli ordini. La prima possibilità, pur se non diffusa nella casistica, viene in realtà espressamente accennata dalla Cassazione nella sentenza del 2007, laddove essa riconosce come la violazione del obblighi informativi relativi alla fase precontrattuale, seppur non idonei a determinare l’assenza dell’accordo tra le parti e quindi una nullità strutturale, possono, se li si voglia considerare comunque incidenti sulla formazione del consenso, determinare l’annullabilità del contratto, alle condizioni previste dal codice civile.

---

<sup>55</sup> Così T. Pinerolo 14 ottobre 2005 cit.

<sup>56</sup> Cfr. A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell’attività d’intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 1, 2008, p. 107, per cui L’autonomia funzionale tra le due tipologie di regole quindi, se per un verso esclude che la violazione di una norma, che vieti la mera condotta di uno o di entrambi i contraenti senza disapprovare (anche) l’atto di autonomia, possa renderlo nullo, per altro verso non impedisce di configurare il comportamento scorretto come elemento costitutivo di specifiche fattispecie di annullabilità, rescindibilità ovvero nullità del contratto”.

<sup>57</sup> Ritiene che costituisca, quello dell’annullabilità del contratto di investimento, uno spunto che andrebbe valorizzato D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, che sottolinea come l’omissione di informazione espressamente dovute per legge o regolamento, ai fini di realizzare un consenso consapevole nell’investitore, opera come causa di annullamento per dolo omissivo, ai sensi dell’art. 1439 c.c. L’A. rileva tuttavia come, da parte della Cassazione, l’esistenza di tale strada, alternativa tra nullità e risarcimento, sia “un’ammissione a denti stretti ed ancor più stretta, notoriamente, è la via dell’annullamento per vizio del consenso davanti ai giudici di merito”; in questo senso anche F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, cit., per il quale “il tema della responsabilità precontrattuale connessa alla violazione dei doveri informativi, conduce al fenomeno dei vizi del consenso (per colposa o dolosa induzione in errore) che a sua volta riporta l’attenzione dell’interprete al tema della tutela del creditore mediante l’azione di ripetizione dell’indebito connessa alle invalidità negoziali”. Ritiene praticabile, come alternativa alla nullità relativa, la via dell’annullamento per vizio del consenso, anche A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 4, 2008, p. 393, configurando un errore determinante su qualità essenziali dell’oggetto del contratto qualora il cliente non sia adeguatamente informato sulle caratteristiche di rischio dello strumento finanziario. Nello stesso senso, F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali*, in *Contr. e Impr.*, 4-5, 2008, p. 936, se la reticenza dell’intermediario è stata determinante del consenso del cliente alla conclusione dell’operazione.

In giurisprudenza, configura l’annullabilità per il diverso caso però di conflitto di interessi, C. A. Napoli, sez. III, 24 gennaio 2018, n. 381, reperibile su *dejureonline*.



Relativamente invece all'annullabilità dei singoli ordini, si tratta di opzione sicuramente non diffusamente condivisa e anzi, come per il caso dell'annullamento del contratto-quadro, non praticata nella prassi applicativa, direttamente connessa al problema, sostanzialmente ancora irrisolto, della natura delle operazioni di investimento eseguite a valle del contratto-quadro. Nel momento in cui si riconosca tale natura negoziale, non si vede cosa possa impedire di configurare una loro autonoma annullabilità, quando la violazione degli obblighi di informazione sia tale da aver influito in maniera determinante sulla formazione del consenso, inducendo la parte in errore (essenziale e riconoscibile) o quando anche l'intermediario, ad esempio avendo deliberatamente taciuto determinate informazioni dovute, che sapeva avrebbero scoraggiato il cliente dall'effettuare l'investimento, realizzi un comportamento doloso<sup>58</sup>. D'altro canto, però, la stessa Corte di Cassazione, pur non chiarendo inequivocabilmente tale punto, ammette la loro natura negoziale, ma poi, nel momento in cui li configura come meri momenti attuativi del contratto-quadro, sembra escluderne l'autonomia<sup>59</sup>. Da un lato quindi, a seguito di tale ricostruzione dei rapporti tra contratto-quadro e singole operazioni quali momenti attuativi, non vi sarebbe spazio per l'annullamento o la risoluzione dei singoli ordini<sup>60</sup>, in relazione ai quali il cliente non abbia assunto una decisione effettivamente consapevole a causa delle carenze informative addebitabili all'intermediario, sarebbe configurabile solo un diritto al risarcimento del danno, o tutt'al più, quando gli inadempimenti siano di

---

<sup>58</sup> Una tale soluzione era stata prospettata, seppur precedentemente alla ricostruzione delle conseguenze della violazione degli obblighi di comportamento effettuata dalle Sezioni Unite, da T. Pinerolo 14 ottobre 2005, cit., che ha visto nel caso di specie la sussistenza di dolo omissivo, per non aver l'intermediario comunicato al cliente informazioni dovute per legge, ritenendo allora annullabile il contratto di compravendita di strumenti finanziari. V anche T. Lanciano 30 aprile 2007, che annulla un singolo ordine di acquisto, per errore essenziale e riconoscibile; T. Ancona, 12 aprile 2007; T. Napoli 7 novembre 2006, reperibili su *ilcaso.it*. In altri casi invece la domanda di annullamento viene rigettata essendo state ritenute determinate condotte del cliente quali comportamenti idonei a sancire una convalida del contratto affetto da vizio del consenso: ad es. T. Perugia 28 novembre 2014; T. Forlì 28 novembre 2007.

<sup>59</sup> Cass. S.U. 19 dicembre 2007, n. 26724 cit. Tale impostazione è stata confermata da Cass. 13 gennaio 2012, n. 384, reperibile su *dejure online*; Cass. 11 aprile 2016, n. 7068, cit.

<sup>60</sup> In questo senso si registra ad esempio T. Teramo 30 settembre 2015, su *dejure online*, che si vede costretta a rigettare la domanda attorea di risoluzione di un ordine di acquisto di obbligazioni Cirio sulla base della considerazione che i singoli ordini non hanno una natura contrattuale. *Contra* Cass. 27 aprile 2016, n. 8394, reperibile su *dejure online*, per la quale "le operazioni di investimento sono atti di natura negoziale autonomi rispetto al contratto-quadro".

tale entità da poter invocare il diritto alla risoluzione, la possibilità di risoluzione del però solo contratto quadro. Dall'altro lato non mancano in realtà pronunce<sup>61</sup> che riconoscono la autonoma natura negoziale delle varie operazioni, ritenute suscettibili di essere singolarmente impugnate, con una ricostruzione che quindi potrebbe permettere non solo, come nelle pronunce citate, la risoluzione dei singoli ordini, ma anche la loro annullabilità, quando il flusso informativo mancante abbia riguardato l'operazione di investimento e non la stipula del contratto-quadro a monte.

Si deve rilevare come però, per motivi che non appaiono del tutto chiari a chi guarda dal di fuori alle vicende contenziose che hanno dato origine alle varie pronunce della giurisprudenza in merito alle conseguenze della violazione degli intermediari degli obblighi informativi e di comportamento, le parti non avessero mai seriamente preso in considerazione la via dell'annullamento degli ordini e quindi delle singole operazioni, o del contratto quadro. Piuttosto, la domanda di annullamento viene generalmente formulata in maniera totalmente generica, mediante il mero riferimento alle norme di legge interessate, mancando del tutto gli atti di parte di allegare e provare i fatti che siano all'origine dell'annullabilità, e cioè il dolo, o, come meglio sembra potersi configurare, l'errore essenziale<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> La questione non è però al di sopra di ogni discussione. Configurano infatti gli ordini come atti autonomi dal contratto-quadro Cass. 27 aprile 2016, n. 8394 cit., per la quale essi potranno allora essere oggetto di risoluzione laddove ne ricorrano i presupposti, *indipendentemente* dalla risoluzione del contratto-quadro; Cass. 1 giugno 2016, n. 11401, su *dejure online*, sottolinea come è con il singolo ordine che il cliente manifesta la volontà negoziale di investire, mentre il contratto-quadro delinea solo la cornice giuridica delle *future* ed *eventuali* operazioni di investimento.

<sup>62</sup> Vedi ad. esempio T. Teramo, 30 settembre 2015, n.1296, reperibile su *dejureonline*, in cui si legge che “gli attori non hanno, invero, nel corpo dell'atto di citazione fatto compiuto riferimento ad alcuna possibile causa di annullamento del contratto nè, quanto al richiamo agli artt. 1429 e 1439 c.c., hanno dedotto su cosa sarebbe caduto l'errore o in che modo il dolo sarebbe stato causam dans”.

Contrario T. Pordenone, 8 novembre 2013, n.898, per il quale le informazioni che devono essere fornite dall'intermediario al cliente non riguardano “la natura e l'oggetto del contratto, ma gli elementi utili per valutare la convenienza dell'operazione e non sono quindi idonee ad integrare l'ipotesi di mancanza di consenso”, nonché l'annullabilità, “come nel caso in cui l'investitore si dolga di aver acquistato non un titolo diverso, o con caratteristiche diverse, da un altro, ma un titolo privo del positivo andamento sperato, così prospettando una valutazione che rimane confinata nel campo dei motivi”; altresì non ammette l'annullamento T. Roma, sez. III, 6 settembre 2013, n. 17856, richiamando il principio di cui alla Cass. 18039 n. 2012.

Si rileva che in ogni caso, quando i giudici hanno ugualmente trattato tale profilo, hanno nella maggioranza dei casi fatto proprio il principio, enunciato anche dalla Cassazione, per cui l'errore essenziale sulla qualità dell'oggetto non si riscontra in caso di mancanza di informazioni o erronee informazioni dell'intermediario, perché esso deve riguardare “una qualità dell'oggetto della prestazione, intesa nel senso di conformazione giuridica e materiale del titolo acquistato e non sulla maggiore o minore convenienza economica dell'affare”<sup>63</sup>.

Se la negazione dell'annullabilità delle singole operazioni di investimento si basa su tale argomentazione, come in effetti avviene, allora si deve dissentire e ritenere le dette operazioni pienamente annullabili.

Infatti, in merito ad un oggetto quale lo strumento finanziario, sembra una forzatura inconsistente voler distinguere tra conformazione giuridica e materiale da un lato, e convenienza dell'affare dall'altro. Gli strumenti finanziari rappresentano forme di investimento, e seppur in ogni operazione negoziale è insito un determinato obiettivo economico, negli atti che abbiano ad oggetto strumenti finanziari la natura dell'investimento non può non considerarsi sua qualità essenziale. E la natura dell'investimento non può certo essere costituita solo la ricostruzione meramente giuridica del titolo acquistato, se ovvero si tratti di azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni di investimento e così via. Sarebbe come dire che può aversi errore essenziale, nell'acquisto di un appartamento, solo se sia stato venduto un deposito invece che una villetta a schiera.

Eppure l'errore sussiste anche se sia venduto un immobile in un quartiere periferico piuttosto che in uno centrale. In questo secondo esempio, l'annullabilità per errore deriva da una qualità essenziale del bene, che però non si riflette nella sua configurazione materiale o giuridica (si tratterebbe in entrambi i casi di beni immobili, magari di identica composizione), ma sulla convenienza economica dell'affare. Una casa in centro è ben altro da una casa in un quartiere periferico, che si ami o meno la confusione ed il traffico.

---

<sup>63</sup> Cass. civ. n. 18039 del 2012, ripresa da T. Roma, sez. III, 6 settembre 2013, n. 17856.

Allo stesso modo, un titolo azionario di un emittente con determinate prospettive finanziarie è ben diverso da un altro titolo azionario di un differente emittente.

Pertanto, il modo in cui, quando analizzata, la domanda di annullamento degli ordini viene poi rigettata, non sembra convincente.

Altro è poi la scarsa strutturazione e base probatoria con cui le domande di annullamento vengono proposte. E altro è la prova che il mancato flusso informativo abbia influito sulla decisione dell'investitore. Ma escludere in partenza che di annullamento possa parlarsi, quando a venire in considerazione sia la convenienza economica dell'affare, non appare la giusta soluzione in relazione a tale tipologia di violazione da parte degli intermediari finanziari.

### 2.3. *La product governance nella Mifid II*

Anche alla luce della maggiore attenzione concentratasi sull'aspetto organizzativo dell'attività degli intermediari ai fini della tutela dell'investitore, la Mifid 2 ha dettato una particolare disciplina relativa alla fase di strutturazione e distribuzione dei prodotti finanziari, volta a far sì che una valutazione circa l'idoneità degli stessi rispetto alle varie categorie di investitori sia effettuata *ex ante*. Al riguardo, può giovare ricordare come già la comunicazione Consob sui prodotti illiquidi richiedeva che nella definizione della propria politica commerciale gli operatori del settore valutassero la compatibilità degli strumenti con le caratteristiche e i bisogni della clientela destinataria<sup>64</sup>. Tali esigenze si ritrovano quindi nella disciplina sulla *product governance*.

---

<sup>64</sup> La Comunicazione, n. 9019104 del 2 marzo 2009, specificava che in particolare dovessero essere definiti “processi aziendali idonei a consentire, già in astratto, lo svolgimento di valutazioni circa le esigenze finanziarie che i prodotti che si decide di inserire nella propria offerta dovranno soddisfare”. Inoltre, si faceva riferimento specifico alle fasi di selezione dei prodotti da distribuire nonché a quella di ingegnerizzazione, quale frangente nei quali svolgere riflessioni approfondite circa la scelta di un determinato target di clientela.

In conseguenza della nuove prescrizioni i soggetti *manufacturer* e *distributor* dovranno considerare, in fase rispettivamente di strutturazione e distribuzione dei prodotti finanziari, quale sia, in ragione della tipologia e ovviamente del relativo profilo di rischio associato, il mercato di riferimento di clienti finali, alle cui esigenze e obiettivi detti prodotti rispondano, adottando le misure idonee ad assicurare che nella pratica essi siano poi distribuiti alla clientela rientrante nell'ambito del mercato individuato<sup>65</sup>. In questo modo, la valutazione circa la rispondenza del prodotto alle caratteristiche degli investitori viene, sia pure in termini collettivi e non individuali, anticipata alla fase di sua creazione, e a quella di messa a punto delle strategie di distribuzione, dovendo inoltre l'identificazione del mercato del riferimento essere regolarmente riesaminata<sup>66</sup>. In relazione al governo del prodotto viene quindi riaffermata la *know your merchandise rule*<sup>67</sup>, al fine di evitare che siano immessi sul mercato prodotti delle

---

<sup>65</sup> In tali termini l'art. 16 par. 3 dir. UE/2014/65, che prevede che "il processo di approvazione del prodotto precisa per ciascuno strumento finanziario il determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti e garantisce che tutti i rischi specificamente attinenti a tale target siano stati analizzati e che la prevista strategia di distribuzione sia coerente con il target stesso", e l'art. 24 par. 2 per cui "le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con il target. L'impresa d'investimento adotta inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target".

A tali disposizioni è stata data attuazione nel nostro ordinamento mediante l'aggiunta, ad opera del d.lgs. 3 agosto 2017 n. 129, del comma 2-*bis* all'art. 21 t.u.f., il quale prevede ora che "quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target".

<sup>66</sup> L'art. 16 par. 3 cit. prevede infatti che "l'impresa di investimento riesamina inoltre regolarmente gli strumenti finanziari da essa offerti o commercializzati, tenendo conto di qualsiasi evento che possa incidere significativamente sui rischi potenziali per il mercato target, onde almeno valutare se lo strumento finanziario resti coerente con le esigenze del target e se la prevista strategia distributiva continui ad essere quella appropriata".

<sup>67</sup> A norma dell'art. 16 par. 3 cit. "le imprese di investimento emittenti mettono a disposizione dei distributori tutte le necessarie informazioni sullo strumento finanziario e sul suo processo di approvazione, compreso il suo mercato target. Le imprese di investimento che offrono o raccomandano strumenti finanziari non realizzati in proprio, adottano opportune disposizioni per ottenere le informazioni menzionate al quinto comma e per comprendere le caratteristiche e il mercato target identificato di ciascuno strumento finanziario", così come l'art. 24 par. 2 prescrive che "l'impresa di investimento deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di

cui caratteristiche i distributori non siano realmente a conoscenza, e per rendere effettiva l'individuazione del mercato target cui il prodotto deve essere associato.

Le nuove regole previste dalla direttiva europea, quindi, riguardano in vario modo le società che strutturano i prodotti e i distributori degli stessi, considerando i differenti ruoli che tali soggetti svolgono nel ciclo di vita del prodotto. In materia rilevano inoltre le linee guida dell'ESMA in relazione alla valutazione dei mercati target<sup>68</sup>, elaborate per permettere agli operatori professionali del settore di identificare quale sia il mercato di riferimento dei vari prodotti.

Dunque, al momento della stipulazione con un cliente di un contratto relativo alla prestazione dei servizi di investimento sarà necessario, come in precedenza, effettuare l'accurata profilatura, non solo ai fini del successivo svolgimento delle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza (disciplina che comunque non viene meno e con cui non interferiscono le nuove previsioni in materia di *product governance*), ma anche, evidentemente, allo scopo di valutare la collocazione dell'investitore nell'ambito dei vari segmenti di mercato associati ai differenti prodotti finanziari, per individuare quali prodotti possano allo stesso essere considerati accessibili.

Una tale disciplina non è destinata però come detto a sostituire la valutazione di adeguatezza e appropriatezza, cosicché viene a crearsi un doppio livello di valutazione circa la corrispondenza dell'investimento alle caratteristiche del cliente: *ex ante* e, per così dire, “per classi di clienti”, all'inizio del ciclo di vita e di distribuzione del prodotto, in ottemperanza alle nuove norme introdotte dalla Mifid 2 e coinvolgendo vertici aziendali e sistemi organizzativi interni<sup>69</sup>,

---

cui all'articolo 16, paragrafo 3, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente”. Tale previsione nel nostro ordinamento è stata inserita all'art. 21 t.u.f., comma 2-ter.

<sup>68</sup> *Final report on product governance guidelines under the Markets in Financial Instruments Directive II (MiFID II)*, del 2 giugno 2017.

<sup>69</sup> Cfr. P. MUSILE TANZI, *Come cambia la governance dei prodotti finanziari complessi*, reperibile all'indirizzo <http://sfef.egeaonline.it/it/61/archivio-rivista/rivista/3340473/articolo/3340477>.

nonché successivamente e in relazione al singolo cliente, al momento dell'effettiva prestazione del servizio di investimento, mediante l'ottemperanza alle regole di condotta già precedentemente gravanti sull'intermediario.

La valutazione della rispondenza dell'operazione economica alle caratteristiche dell'investitore in pratica non avviene più solo in fase di prestazione del servizio di investimento e quindi di collocamento dello strumento finanziario, ma piuttosto viene estesa anche a monte di tale momento, alla fase della creazione dello stesso da parte dell'emittente, coinvolgendo nel processo di tutela dell'investitore e del mercato finanziario appieno anche il settore della *financial engineering*, nonché quella della determinazione delle strategie di distribuzione.

All'introduzione delle norme sulla *product governance* ha fatto seguito da più parti il riferimento a un atteggiamento paternalistico del legislatore comunitario nei confronti dell'investitore. Esso potrebbe trovare una motivazione, come detto in anticipo, nella presunta irrazionalità di fondo del modo di quest'ultimo di adottare decisioni, nonché nella sostanziale insufficienza delle regole informative a riequilibrare la sua posizione rispetto al soggetto professionale<sup>70</sup>.

In realtà, se sicuramente dall'applicazione di tale disciplina dovrebbe derivare una diminuzione della sfera di autonomia di scelta per determinate categorie di investitori *retail*, i quali non potranno investire in prodotti che non risultino associati al mercato target nel quali rientrano, non si può non rilevare come in ultima analisi la valutazione circa cosa sia nel loro miglior interesse sia rimessa agli stessi soggetti dall'opportunità dei quali gli investitori dovrebbero essere protetti<sup>71</sup>. Sicuramente mediante la previsione di un obbligo, a carico dei soggetti che realizzano e/o distribuiscono prodotti finanziari, di valutare le caratteristiche di quest'ultimi al fine di individuare determinati mercati target, si vuole incentivare una condotta trasparente da parte degli intermediari. Ma ad essi è

---

<sup>70</sup> Al carattere utopico della sufficienza della sola filosofia della *disclosure* a fini di tutela dell'investitore fa riferimento G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr. giur.*, 6, 2016, 745.

<sup>71</sup> *Ibidem*, per un simile ordine di considerazioni.

pur sempre rimessa una valutazione che laddove si volesse introdurre misure realmente restrittive dovrebbe semmai essere rimessa al regolatore.

A essere precisi infatti, un atteggiamento paternalistico consistente nell'assegnare all'intermediario il compito di stabilire cosa sia nel migliore interesse del cliente già risultava insito nella disciplina da anni in vigore, in particolare nella prescrizione della valutazione di adeguatezza, in ragione della quale esso deve soppesare la rispondenza dell'operazione al profilo specifico dell'investitore, essendo allora l'operazione, laddove risulti inadeguata, del tutto preclusa. Per svolgere al meglio questo servizio allora esso dovrà non solo valutare, al momento della prestazione, che il prodotto sia adeguato o appropriato alle caratteristiche della controparte, ma dovrà anche dotarsi di procedure a tal fine idonee. E idonee, ora, non più solo ad effettuare una corretta profilatura del cliente, una corretta valutazione della rispondenza dell'investimento proposto o eseguito al suo interesse e alle sue caratteristiche, ma idonee anche a strutturare i prodotti e distribuirli in maniera tale da avere sempre presente un mercato di riferimento. Misure paternalistiche vere e proprie discenderebbero semmai dall'intervento delle autorità di vigilanza, le quali pure sono coinvolte nella disciplina introdotta dalla Mifid 2, ma che risultano destinatarie di poteri che non sembrano effettivamente decisivi, e soprattutto non nell'ottica della tutela del singolo investitore. Ad esse sono infatti attribuiti poteri di *product intervention*, potendo cioè intervenire laddove ravvisino dei rischi sistemici. In prima battuta l'intervento è demandato alle autorità nazionali, e solo in via di *extrema ratio*, nonché temporanea, alle autorità di *public enforcement* europee<sup>72</sup>.

---

<sup>72</sup> A norma dell'art. 40 Reg. Mifir, EU/2014/600, l'ESMA interviene, vietando temporaneamente o limitando nell'Unione la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o di strumenti finanziari aventi particolari caratteristiche specifiche, o un tipo di attività o pratica finanziaria, e solo quando: a) la misura proposta è volta a fronteggiare un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione; b) i requisiti normativi applicabili conformemente al diritto dell'Unione allo strumento finanziario o all'attività in questione non sono atti a far fronte alla minaccia; c) un'autorità competente o le autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte. A norma del co. 6 inoltre le misure adottate devono essere riesaminate ogni tre mesi e scadono dopo tale termine, se non sono prorogate.



Anche nel caso della *product governance* è in ultima analisi allora demandata all'intermediario l'effettiva realizzazione dell'interesse del cliente, mediante l'individuazione dei mercati di riferimento e la mappatura dei prodotti finanziari. E d'altro canto non potrebbe essere altrimenti, nel momento in cui è a tali soggetti che compete la funzione di mediare l'offerta e la richiesta di capitale, in un mercato caratterizzato dall'essenzialità dei flussi informativi ma al tempo stesso dal loro tecnicismo ed elevata complessità.

Quanto alle conseguenze della inesatta collocazione del prodotto al cliente, al di fuori cioè del target market, o in violazione dei confini di un target market negativo, da un lato, manca ancora una prassi applicativa tale da effettivamente capire come tali violazioni potrebbero verificarsi e in che numeri, dall'altro lato è difficile coniugare l'impronta latamente paternalistica di tale politica di tutela degli investitori con la natura organizzativa e interna della matrice delle regole che sanciranno i possibili destinatari delle varie classi di prodotti. Se è vero che la determinazione dei target market e quindi dell'associazione delle tipologie di prodotti alle classi di clienti devono essere effettuate da produttori e dai distributori, è pur vero che tale associazione trova pur sempre la sua fonte in una normativa europea di diretta applicazione quale la direttiva Mifid 2.

In realtà, può in tal sede accennarsi che sembra che tali regole siano destinate a impattare più sui sistemi organizzativi interni<sup>73</sup>, ai fini dell'instaurazione di corrette procedure di *engineering* e di *distribution*, e di obiettivi trasparenza, piuttosto che sul piano contrattuale, il quale risulta già regolato da quel sistema di disposizioni che si è in precedenza analizzato, dettate per la disciplina dell'attività in relazione al rapporto con il singolo cliente, in contrapposizione alla considerazione invece dei clienti in classi che è alla base della *product governance*.

---

<sup>73</sup> Cfr. M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 1, 2020.



## BIBLIOGRAFIA

- ALBANESE A., *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003
- ALESSI R., “Nullità di protezione” e poteri del giudice tra Corte di Giustizia e Sezioni Unite della Corte di Cassazione, in *Europa e diritto privato*, 2014, 1141
- BARCELLONA M., *Mercato mobiliare e tutela del risparmio: l'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009
- BERTI DE MARINIS G., *Nullità relativa, protezione del cliente e interessi meritevoli di tutela*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 3, 2016, p. 283
- BERTI DE MARINIS G., *L'invalidità formale nei contratti di investimento*, in *Banca borsa titoli di credito*, 1, 2013, p. 37
- BERTI DE MARINIS G., *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2016, p. 0991B
- BERTOLINI A., *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina a tutela dell'investitore. Perequazione informativa o opportunismo rimediabile?*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 11, 2010, p. 2336
- BLACK B., *Behavioral Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, in *Loyola University Chicago Law Journal*, 2013, p. 44
- BRECCIA U., *La forma*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, I, *La formazione*, a cura di C. Granelli, Milano, 2006
- BRODI E., *Dal dovere di far conoscere al dovere di far «comprendere»: l'evoluzione del principio di trasparenza nei rapporti tra impresa e consumatori*, in *Banca borsa titoli di credito*, 2, 2011, p. 246
- CARLEO R., *L'arbitro bancario-finanziario: anomalia felice o modello da replicare?*, in *Rivista dell'Arbitrato*, 1, 2017, p. 21
- CATERINA R., *Paternalismo e antipaternalismo nel diritto privato*, in *Rivista di diritto civile*, 6, 2005, p. 20771
- CIAN M., *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Milano, 2011

- COLOMBO R. J., *Exposing the Myth of Homo Economicus*, in *Harvard Journal of Law and Public Policy*, Vol. 32, p. 737
- CONSOLO C., M. STELLA, *L'“arbitro bancario finanziario” e la sua “giurisprudenza precognitrice”*, in *Le società*, 2, 2013, p. 185
- CONSOLO C., M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, del nuovo Abf, “scrutatore” di torti e ragioni nelle liti in materia bancaria*, in *Corriere giuridico*, 12, 2011, 1653
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016
- COTTINO G., *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giurisprudenza Italiana*, 3, 2006, p. 537
- CRUCIANI C., G. GARDENAL, A. MORETTI, *Fiducia e competenze finanziarie: un'analisi sperimentale*, in *Banca impresa e società*, 1, 2015, 113
- D'AMICO G., *«Regole di validità» e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996
- D'AMICO G., *Nullità virtuale – Nullità di protezione (variazioni sulla nullità)*, in *Le forme della nullità*, a cura di S. Pagliantini. Torino, 2009
- DALMARTELLO A., *La nullità di protezione ex art. 23. t.u.f. tra uso selettivo e buona fede del cliente*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 26
- DELLA VEDOVA I., *Sulla forma degli ordini di borsa*, in *Rivista di diritto civile*, 2, 2010, p. 20161
- DELLI PRISCOLI L., *Rilevabilità d'ufficio delle nullità di protezione, contraente “debole” e tutela del mercato*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 5, 2015, 976
- DI CIOMMO F., *La rilevabilità d'ufficio ex art. 1421 c.c secondo le sezioni unite: la nullità presa (quasi sul serio)*, in *Foro Italiano*, 1, 2015, 922
- DI MAJO A., *Contratto di investimento mobiliare, il “balletto” delle forme*, in *Giur. It.*, 2018, 3, p. 569
- DI MAJO, *L'adempimento dell'obbligazione*, in *Comm. cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna, 1993
- DOLMETTA A., *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, 1, p. 80

- FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, p. 2129
- GAGGERO P., *Neoformalismo negoziale di “protezione” e struttura della fattispecie contrattuale*, in *Contratto e Impresa*, 6, 2016, p. 1463
- GENTILI A., *Le nullità di protezione*, in *Europa e diritto privato*, 1, 2011, p. 77
- GRECO F., *Rileggere le regole dell’informazione nel rapporto tra intermediario e risparmiatore*, in *Responsabilità civile e Previdenza*, 3, 2014, p. 931
- GUIZZI G., *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corriere giuridico*, 6, 2016, p. 745
- GUIZZI G., *L’Arbitro Bancario Finanziario nell’ambito dei sistemi di ADR: brevi note intorno al valore delle decisioni dell’ABF*, in *Le società*, 10, 2011, p. 1216
- GUIZZI G., *Mercato finanziario*, Voce dell’*Enciclopedia del diritto*, Milano, 2001, Aggiornamento V
- GUIZZI G., *Le Sezioni Unite e “le nullità selettive” nell’ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, 4 dicembre 2019 su [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it)
- IMBRUGLIA D., *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Eur. dir. priv.*, 2, 2016, p. 335
- IMBRUGLIA D., *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017
- INZITARI B., *Sanzioni Consob per l’attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle cd. Rimodulazioni*, in *Giurisprudenza italiana*, 2009, p. 1704
- LA ROCCA G., *«Interessi contrapposti» e «conseguenze opportunistiche» nella sentenza delle Sezioni unite sulla sottoscrizione del contratto*, in *Foro it.*, 2018, 4, *La Tribuna*, pt. I, p. 1289.
- LA ROCCA G., *Sottoscrizione e “forma informativa” nei contratti del mercato finanziario*, in *Rivista di diritto bancario*, 6, 2017, p. 1

- LA ROCCA G., *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economia e categorie civilistiche*, in *Rivista critica di diritto privato*, 1, 2009, p. 107
- LENER R., *Le clausole vessatorie nei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Milano, 2011
- LENER R., *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996
- LENER R., P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento psicologico e/o normativo?*, in *Banca borsa titoli di credito*, 4, 2012, p. 369
- LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Milano, 2011
- LUKACS F., *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, in *Banca borsa titoli di credito*, 4, 2006, p. 498
- MAFFEIS D., *Le disavventure di un contraente tollerato: l'investitore e le restrizioni alla selezione degli investimenti che impugna*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 160
- MAFFEIS D., *Nullità selettive: la "particolare importanza" di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi e il processo civile come contesa fra opportunisti*, in *Corr. Giur.*, 2, 2019, p. 173
- MAFFEIS D., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Rivista di diritto privato*, 3, 2009, p. 68
- MAFFEIS D., *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008
- MAGGIOLO M., *Tutela restitutiva e tutela risarcitoria nella prestazione di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 3, 2010, p. 496
- MARICONDA V., *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corriere giuridico*, 2, 2008, p. 223

MORANDI P., *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari: rimedi esperibili*, in *Obbligazioni e Contratti*, 1, 2009, p. 47

MORERA U., *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, *Analisi giuridica dell'economia*, 1, 2009, p. 77

MORERA U., E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 1, 2012, p. 19

NATOLI R., *Una decisione non formalistica sulla forma: per le Sezioni Unite il contratto quadro scritto, ma non sottoscritto da entrambe le parti, è valido*, in *Società*, 2018, 4, p. 485

NATOLI R., *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012

PAGLIANTINI S., *Le stagioni della nullità selettiva (e del "di protezione")*, in *Contratti*, 1, 2020, p. 18

PAGLIANTINI S., *L'irripetibilità virtuale della nullità di protezione nella cornice di un'eccezione ex fide bona*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 1, 2020, p. 169

PAGLIANTINI S., *Forma o modalità di un'informazione materializzata? Le SS.UU. ed una interpretazione normalizzatrice dell'art. 23 T.U.F.*, in *Contratti*, 2018, 2, p. 143

PAGLIANTINI S., *Nullità di protezione e facoltà di non avvalersi della dichiarabilità: quid iuris?*, in *Foro Italiano*, 1, 2015, p. 928

PAGLIANTINI S., *L'incerto incedere del formalismo di protezione tra usi e abusi*, in *Contratto e Impresa*, 2, 2013, p. 299

PAGLIANTINI S., *Il neoformalismo contrattuale dopo i d.lgs. 141/2010, 79/2011 e la direttiva 2011/83/UE: una nozione (già) vieille renouvelée*, in *Persona e Mercato*, 4, 2011, p. 251

PAGLIANTINI S., *Spigolando a margine di Cass. 26242 e 26243/2014: le nullità tra sanzione e protezione nel prisma delle prime precompressioni interpretative*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2, 2015, p. 185

- PAGLIANTINI S., *La nullità di protezione tra rilevabilità d'ufficio e convalida: lettere da Parigi e dalla Corte di Giustizia*, in *Le forme della nullità*, a cura di S. Pagliantini, Torino, 2009
- PATTI F.P., *L'educazione finanziaria e la direttiva 2014/17/UE (sui contratti di credito al consumatore relativi a beni immobili residenziali)*, in *Contratto e Impresa*, 6, 2015, p. 1423
- PERLINGIERI G., *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013
- PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 1, 2015, p. 31
- PERRONE A., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato?*, in *Banca impresa società*, 3, 2008, p. 389
- PERRONE A., *Regole di comportamento e tutele degli investitori. Less is more*, in *Banca borsa titoli di credito*, 5, 2010, p. 537
- PERRONE A., *La giurisprudenza milanese sul risparmio tradito: un'analisi quantitativa*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1, 2014, p. 158
- PERRONE A., *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008
- PERRONE A., *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Rivista delle società*, 5, 2005, p. 1012
- PICARDI L., *Obblighi di informazione, responsabilità dell'intermediario e danno risarcibile nella gestione di portafogli*, in *Banca borsa titoli di credito*, 5, 2012, p. 637
- PIETROBON V., *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990
- PISANI MASSAMORMILE A., *Nullità di protezione e nullità virtuali*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 1, 2017, p. 31



- PROSPERI F., *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contratto e impr.*, 4-5, 2008, p. 936
- QUADRI E., *L'«arbitrato bancario finanziario» nel quadro dei sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2, 2010, p. 305
- RIZZUTI M., *Nullità selettiva e abuso del processo: la parola alle Sezioni Unite*, in *Corr. Giur.*, 2, 2019, p. 177
- ROBUSTELLA C., *Forma di protezione e nullità selettiva nei contratti del mercato finanziario*, Torino, 2020
- ROPPO V., *Nullità virtuale del contratto (di intermediazione finanziaria)*, in *Danno e responsabilità*, 5, 2008, p. 525
- ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa*, 3, 2005, p. 896
- ROPPO V., G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e Responsabilità*, 1, 2006, p. 25
- RORDORF R., *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Le Società*, 3, 2008, p. 259
- SANGIOVANNI V., *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *Contratti*, 3, 2007, p. 243
- SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004
- SCOGNAMIGLIO C., *Il giudice e le nullità: punti fermi e problemi aperti nella giurisprudenza della Corte di Cassazione*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 1, 2013, p. 28
- SCOGNAMIGLIO G., *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 2, 2010, p. 137

- SCOGNAMIGLIO C., *Le Sezioni Unite e le nullità selettive: un nuovo spazio di operatività per la clausola generale di buona fede*, in *Corr. Giur.*, 2020, 1, p. 5
- SCOGNAMIGLIO C., *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo delle nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2020, 1, p. 176
- SCOTTI A., *Obblighi di buona fede e correttezza dell'intermediario finanziario nel rapporto con la clientela professionale*, in *Corriere giuridico*, 8-9, 2013, p. 1098
- SEMENGHINI S., *Il problema dell'uso selettivo della nullità per vizio di forma nei servizi di investimento*, Milano, 2010
- STELLA M., *Lineamenti degli arbitri bancari e finanziari in Italia e in Europa*, Milano, 2016
- THALER R. H., C. R. SUNSTEIN, *Libertarian Paternalism*, in *The American Economic Review*, Vol. 93, No. 2, p. 175
- TUCCI A., *Nullità di protezione e buona fede*, in *Giur. Comm.*, 2020, 142, p. 23
- TUCCI A., *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2, 2016, p. 347
- TUCCI A., *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, in *Corriere giuridico*, 8-9, 2016, p. 1117
- TUCCI A., *Servizi di investimento e nullità del contratto*, in *Società, banche e crisi d'impresa: liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso. Torino, 2014
- TUCCI A., *Servizio e contratto nel rapporto tra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener. Milano, 2011.
- TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari, fra "nullità virtuale", culpa in contrahendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa titoli di credito*, 5, 2007, p. 621
- VENUTI M. C., *Le clausole generali di correttezza. Diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione mobiliare*, in *Eur e dir priv.*, 2000, 1049 ss

VILLA G., *Contratto e violazione di norme imperative*, Milano, 1993