

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO
DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA
DOTTORATO IN DIRITTO, PERSONA E MERCATO
XXXIV



TESI DI DOTTORATO
**LA PROTEZIONE DELL'INVESTITORE-CONSUMATORE NEL MERCATO
FINANZIARIO: L'EVOLUZIONE DELLE CATEGORIE TRADIZIONALI E I NUOVI
ORIZZONTI DELL'ERA FINTECH**

Candidata:
Dott.ssa Francesca Bichiri

Relatrici:
Prof.ssa Barbara Petrazzini
Prof.ssa Cristina Poncibò

La Coordinatrice del Dottorato:
Prof.ssa Elena D'Alessandro

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO I Il problema dell'identità soggettiva tra consumatore e investitore al dettaglio: un rapporto di genere e specie?.....	8
1. I presupposti soggettivi della tutela.....	8
2. Le linee evolutive della tutela dell'investitore e il loro consolidamento alla luce del diritto comunitario.	10
2.1. Il formante costituzionale: dalla tutela del risparmiatore alla tutela del (consumatore) investitore. Cenni.	13
3. La definizione di consumatore nella prospettiva europea ed interna.	15
3.1 Il consumatore come persona fisica.	18
3.2 L'elemento negativo della definizione. La teoria dello scopo dell'atto e i suoi limiti.	20
3.2.1 (segue) Il problema dell'uso promiscuo e le soluzioni della dottrina: il criterio della prevalenza e della competenza.	22
3.3 Il professionista.	25
3.4 L'assenza di una nozione unitaria di consumatore.....	26
4. La tutela dell'investitore e i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento. I profili oggettivi, gli "strumenti finanziari" e "i servizi di investimento".....	28
4.1 (segue) Profili soggettivi dei contratti relativi ai servizi di investimento. I soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento.....	33
4.2 L'evoluzione della figura dell'investitore in forza del principio di graduazione della tutela.....	35
4.3 Il cliente al dettaglio e il cliente professionale.....	42
5. Comparazione delle qualifiche soggettive: (ir)rilevanza delle differenze nell'interpretazione della Corte di giustizia. Il cliente al dettaglio come <i>species</i> del genere consumatore?.....	48
5.1 Gli indirizzi programmatici europei: il consumatore come attore del mercato mobiliare e destinatario degli obbiettivi di protezione del regolatore.....	51
5.2 La tutela dell'investitore al dettaglio e i confini mobili della disciplina mobiliare: tra testo unico della finanza e disciplina consumeristica.	55
5.2.1 La trasparenza, la <i>disclosure</i> , la forma informativa e la nullità di protezione fino alla <i>product governance</i>	56
5.2.3 Il diritto di recesso o lo <i>ius poenitendi</i>	63

5.2.4 Le clausole vessatorie.....	65
5.2.5 Le associazioni dei consumatori e i meccanismi ADR	68
5.3 La digitalizzazione dei servizi finanziari conferma il protagonismo del consumatore nell'ambito dei mercati finanziari	72
6. Dal cliente al dettaglio al consumatore di servizi finanziari.	73

CAPITOLO II Il formalismo e la nullità di protezione. L'evoluzione delle categorie tradizionali nel settore del mercato finanziario 77

1. Premessa.....	77
2. L'art. 23 del t.u.f. e il formalismo di protezione nei servizi di investimento.	78
2.2. La natura del contratto quadro e il rapporto con i singoli ordini di investimento.	83
2.3. Gli ordini di investimento e l'obbligo della forma scritta.	87
2.4 La necessità del contratto-quadro nei servizi di investimento e la nullità "a cascata" degli ordini "isolati".....	93
3. La nullità di protezione: dal modello europeo consumeristico alla creazione di una categoria unitaria nazionale?.....	95
3.1 Sull'interesse protetto e sul rilievo d'ufficio della nullità di protezione.	100
4. La nullità del contratto sottoscritto da una sola delle parti: tra forma informativa e nullità di protezione. Un problema nato dalla prassi.	109
4.1 Tra esistenza e inesistenza di validi equipollenti della sottoscrizione: i precedenti giurisprudenziali.....	111
4.2. La terza via: la forma informativa nei contratti di investimento e la pronuncia delle Sezioni Unite.....	120
5. La nullità selettiva tra giurisprudenza di merito e di legittimità: coordinate del problema.	127
5.1. La decisione delle Sezioni Unite e il nuovo ruolo della buona fede	131
5.1.1. Una digressione sulla buona fede come clausola generale di comportamento delle parti.	133
5.1.2. L'applicazione del principio di buona fede in chiave riequilibratrice.....	135
5.1.3. Riflessioni conclusive sulla nullità ex art. 23 t.u.f.	138

CAPITOLO III Le regole di comportamento degli intermediari finanziari e i nuovi problemi dell'era Fintech..... 142

1. Fintech: la rivoluzione digitale nel settore finanziario e la disintermediazione nei servizi di investimento	142
2. La consulenza finanziaria tradizionale: da servizio accessorio a servizio di investimento.	144

2.1 Le regole di comportamento dell'intermediario a tutela dell'investitore/consumatore nella consulenza finanziaria: la valutazione di adeguatezza.	145
2.2. Il rapporto tra <i>product governance</i> e verifica dell'adeguatezza.....	151
3. La consulenza finanziaria automatizzata: modelli a confronto e problemi definatori.	153
3.1. La democratizzazione del servizio di investimento tra rischi e benefici per il consumatore-investitore.	155
3.2 Il Robo-advisor come attività regolata e l'individuazione dei necessari presidi di tutela.	157
3.2.1 L'approccio formale ed il suo (apparente) superamento.	158
3.2.2. L'approccio sostanziale e la <i>governance</i> degli algoritmi: una tutela <i>ex ante</i> per il cliente al dettaglio del <i>robo-advisor</i>	164
3.2.3 Intelligenza artificiale e responsabilità. Quando il servizio si tramuta in prodotto: la responsabilità da prodotto come modello nella robo-advisory? Una proposta.	167
CONCLUSIONI	175
BIBLIOGRAFIA	183

INTRODUZIONE

Il presente percorso di ricerca prende le mosse dalla possibile identificazione dell'investitore con la discussa figura del consumatore, al fine di indagare gli strumenti di tutela posti dal legislatore a protezione della parte debole di quel rapporto contrattuale instaurato con l'intermediario finanziario autorizzato alla prestazione dei servizi di investimento.

Invero, l'evoluzione della disciplina dei mercati finanziari negli ultimi decenni è stata condizionata dal susseguirsi di significative riforme che molto spesso sono state innescate dalle amare conseguenze patite dagli investitori a causa delle sollecitazioni dei tristemente noti scandali finanziari e dell'ultima crisi finanziaria globale. In tale contesto, il riconoscimento del bisogno di tutela dell'investitore è andato via via intensificandosi fino a mutarne la stessa natura, non potendosi più far riferimento al modello dell'agente razionale capace di superare, se adeguatamente informato, le forti asimmetrie caratterizzanti il rapporto di intermediazione.

Nondimeno, l'accostamento delle due figure non è andato esente da critiche essendosi posto al centro di un vivace dibattito sorto ormai quarant'anni fa che vedeva contrapposte le istanze del versante giuscommercialistico, da un lato, e di quello privatistico, dall'altro, e che l'intervento riformatore europeo ha contribuito a mantenere in vita.

L'interesse per tale tema di ricerca nasce per due ordini di ragioni. La prima è l'evidente capacità della disciplina mobiliare di stimolare il giurista nella (re)interpretazione delle categorie tradizionali al fine di adattarle alle esigenze del settore e che, come si tenterà di dimostrare, origina proprio dal cambiamento di paradigma assunto nella tutela dell'investitore, sempre più simile ad un consumatore di servizi finanziari. La seconda riguarda il nuovo motore del cambiamento che è destinato ad avere (e già ha) un profondo impatto (l'ultimo di una lunga serie) sui mercati finanziari, rappresentato dal nuovo fenomeno Fintech nel quale tecnologia e finanza si incontrano e si intrecciano alterando le strutture del mercato, potenziando sia i rischi che i benefici per il consumatore, primo destinatario dei nuovi servizi Fintech.

Così inquadrato il fine della ricerca, si propone un percorso argomentativo articolato in tre tappe. La prima impone di analizzare la disciplina vigente al fine di verificare, dal punto di vista normativo, in che misura le due figure di consumatore e investitore al dettaglio possano effettivamente sovrapporsi e, quindi, se tra le due possa instaurarsi un rapporto di genere e specie influenzato dalle contaminazioni tra norme solo apparentemente divise nella legislazione settoriale dettata dal Codice del Consumo e dal Testo unico della finanza. In particolare, il primo capitolo avrà ad oggetto lo studio della definizione di consumatore e della nozione di investitore/cliente al dettaglio, al fine di consentirne un'analisi comparativa sia in riferimento al dato normativo che all'interpretazione giurisprudenziale. In secondo luogo, si appurerà se l'identità delle due figure possa emergere dalla comunanza della disciplina quanto alle tecniche di tutela (la

trasparenza, la *disclosure*, la forma informativa, la nullità di protezione, il protezionismo del legislatore nella *product governance*) e alle ipotesi di diretta applicazione del codice del consumo (commercializzazione a distanza dei servizi finanziari, disciplina sulle azioni collettive, procedure ADR, clausole vessatorie).

Dopo aver delineato lo sviluppo normativo ed interpretativo che ha accompagnato l'individuazione delle categorie di consumatore, investitore e cliente al dettaglio, i loro confini e le loro sovrapposizioni, la seconda tappa del percorso sarà volta ad analizzare le importanti ricadute sul piano della nullità dei contratti di investimento per vizi di forma. Tale problema viene assunto come tema di indagine in quanto la sua evoluzione ben evidenzia la graduale forza attrattiva esercitata dal diritto dei consumatori nei confronti di quella parte della disciplina mobiliare volta alla protezione della parte debole del rapporto contrattuale. Infatti, il formalismo e la nullità dei contratti di investimento, che originariamente venivano ricondotte nell'alveo dell'invalidità codicistica, oggi si presentano mutate, fortemente influenzate da un approccio finalistico che deriva dalla necessità di protezione della parte debole del rapporto contrattuale, con conseguenze non sempre coerenti però con le esigenze di tutela del consumatore.

In questa parte, il lavoro seguirà l'evoluzione interpretativa dell'art. 23 t.u.f. assumendosi come filo conduttore dell'indagine il progressivo emergere in via interpretativa del rafforzamento della tutela dell'investitore che prendendo le mosse da una nullità e un formalismo di diritto comune, passando per le nullità speciali invocabili dal contraente debole, approderà all'invalidità di protezione del consumatore e al c.d. formalismo informativo. A questi fini, verranno quindi prima trattati temi connessi all'operare delle regole di diritto comune, quali la natura del contratto quadro, l'obbligo della forma scritta per gli ordini di investimento e la stipulazione del contratto quadro quale presupposto per il valido formarsi del rapporto di intermediazione. Si percorrerà poi il problema della rilevabilità d'ufficio delle nullità speciali in riferimento al quale emergerà la fase intermedia del percorso interpretativo. Infine, si arriverà ad analizzare la nuova veste assunta dalla forma e dalla nullità dell'art. 23 t.u.f. e la sua influenza sull'operatività del principio di buona fede nell'ambito di una regola di validità

La terza e ultima tappa della ricerca si concentra sulle ricadute applicative che il collegamento tra tecnologia e finanza possono determinare a livello di tutela nei servizi di investimento. Invero, l'intelligenza artificiale ha svolto un ruolo rilevante cambiando i rapporti tradizionali del mercato finanziario, dove la disintermediazione è consentita dall'utilizzo dell'algoritmo quale sostituto del professionista umano. Tra i vari servizi dell'ecosistema Fintech, la consulenza in materia di investimenti spicca come servizio destinato principalmente al consumatore-investitore ed improntato ad una logica di disintermediazione umana. Si esamineranno le possibili ricadute delle peculiari modalità di esecuzione del servizio in ordine al formalismo caratterizzante i servizi di investimento, alle regole di comportamento cui è tenuto l'intermediario nell'erogazione del servizio e infine alla responsabilità di quest'ultimo in caso di danni cagionati al cliente. Ed allora la

parte finale del lavoro verificherà la tenuta delle regole pensate per i servizi tradizionali, assumendo il servizio di consulenza finanziaria automatizzata quale cartina di tornasole dell'attitudine del diritto dei consumatori a fornire utili soluzioni per la regolazione del fenomeno.

CAPITOLO I

Il problema dell'identità soggettiva tra consumatore e investitore al dettaglio: un rapporto di genere e specie?

1. I presupposti soggettivi della tutela.

L'evoluzione della disciplina dei mercati finanziari negli ultimi decenni è stata caratterizzata da significativi mutamenti, che hanno inciso prima di tutto sulle stesse categorie tradizionali, spostando l'attenzione sulla tutela del consumatore investitore, a sua volta e nuovamente posta a repentaglio dalle nuove sfide digitali.

Il binomio “consumatore investitore” non è sempre stato considerato scevro da contraddizioni, ponendosi all'origine in forte connotazione antinomica. La questione è ben posta da Guido Alpa, laddove illustra come “dal punto di vista economico, apparentemente, “risparmiatore” e “consumatore” potrebbero sembrare soggetti che hanno attitudini diverse, anzi, opposte: l'uno, destinato a consumare, cioè a distruggere il valore creato, l'altro, destinato a conservare, mettendo a profitto il valore consumato. Ma l'ossimoro non è che una mera illusione: la qualità di risparmiatore è coesistente a quella di consumatore e viceversa. In tanto il consumatore diventa risparmiatore in quanto abbia una maggiore o minore propensione al risparmio; ma è dato comune riscontrare come ciascun consumatore, almeno finché non consuma per intero il prodotto, tenda ad investire ciò che risparmia”¹.

Il dibattito risale ad oltre quarant'anni fa, ma ha ricevuto nuova linfa dalle sollecitazioni instillate dalla crisi finanziaria globale finché nel 2008, l'input europeo ha portato ad una radicale revisione della disciplina interna del mercato finanziario, tanto da affermare – per dirla con le parole di illustre dottrina – che “la nave di Teseo non è più la stessa”². Né può dirsi sopito, soprattutto in Italia, poiché si registrano diverse resistenze, come più avanti si dirà, sia a livello normativo che dottrinale, riguardo al riconoscimento del consumatore come controparte dell'intermediario finanziario o della banca che presta servizi di investimento. La ragione, forse, potrebbe rinvenirsi in una perdurante predominanza “dell'indirizzo commercialistico-bancario rispetto a quello privatistico, rivolto alla tutela degli interessi dei risparmiatori-consumatori”³, che oggi potrebbero

¹ G. ALPA, *L'informazione del risparmiatore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, I, p. 476.

² M. CERA, G. PRESTI, *Il testo unico finanziario: ieri, oggi domani*, in *Il testo unico finanziario, Prodotti e intermediari*, Vol. 1, M. Cera, G. Presti (diretto da), Zanichelli, Torino, 2020, p. 26.

³ Già G. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, p. 373. Si veda anche, G. ALPA, A. BARCA, *Servizi finanziari e tutela del consumatore*, in *I contratti di finanziamento e le garanzie reali nella prospettiva europea*, M. Bussani, F. Fiorentini (a cura di), Quaderni Dip. Scienze giuridiche, Università degli Studi di Trieste, 7,

trovare il loro punto di incontro nel diritto dell'economia. Si tratta di suggestioni che in qualche modo svalutano l'invece innegabile evoluzione del diritto finanziario, che è tanto armonizzato con il diritto dell'Unione Europea, operante in un mercato sempre più integrato (non a caso si va verso la *Capital Market Union*) e sempre più sotto il controllo (in via di espansione) dell'Autorità di vigilanza europea, da poter affermare che “un t.u.f. europeo è ineludibile e razionale”⁴.

Il “*consumerism*”, ovvero la contaminazione – o forse sarebbe più corretto dire l'assorbimento- delle norme a tutela dell'investitore al dettaglio da parte del diritto del consumo è un dato invero oggi acquisito, alla luce dei rilevanti e numerosi punti di contatto tra il t.u.f. e il codice del consumo, quali: “(i) solidità finanziaria (stabilità), (ii) onestà e affidabilità (professionalità e onorabilità), (iii) informazione del consumatore, (iv) protezione giuridica, (v) mezzi di ricorso (rimedi)”⁵.

Il presente lavoro si propone pertanto di indagare le forme di tutela del c.d. “consumo finanziario”, ossia i meccanismi di protezione che il legislatore attribuisce al consumatore quando diventa parte del mercato mobiliare. La prima tappa di tale percorso, che sarà affrontata nel presente capitolo, impone di chiarire se la citata contaminazione della disciplina della tutela dell'investitore possa indurre ad attribuire a quest'ultimo la qualità di consumatore, come cliente al dettaglio di prodotti o servizi finanziari e quale controparte dell'intermediario finanziario.

L'interesse per tale approccio nasce da due constatazioni di fondo, sulle quali si tornerà. La prima è l'evidente capacità del settore mobiliare di indurre un'evoluzione nella ricostruzione delle tradizionali categorie giuridiche e dei meccanismi stessi di tutela (il riferimento va al neoformalismo negoziale e alla progressiva sfiducia nella trasparenza come principio guida a favore della centralità dell'adeguatezza dei meccanismi di *governance*). La seconda riguarda i riflessi dei cambiamenti economici-sociali indotti dalla c.d. rivoluzione Fintech, che sta trasformando il quadro tradizionale del mercato finanziario, determinando incertezze e lacune legislative ed imponendo una verifica dell'efficienza del sistema.

2003, p. 26, il quale tra l'altro rilevava un ritardo persino a livello europeo individuando tra le possibili ragioni del ritardo “i) il difetto di una presa di coscienza della situazione di inferiorità; ii) la credenza che i mercati finanziari e la loro costruzione giuridica siano un dato di fatto indiscutibile e iii) immodificabile; iv) la forza delle “controparti”, non solo economica, ma anche politica; v) la frammentazione delle competenze comunitarie; vi) la priorità degli obiettivi nelle risalenti politiche dei consumi, consistenti nella difesa della salute e della sicurezza dei prodotti di consumo, piuttosto che non nella difesa degli interessi economici dei consumatori; vii) la priorità degli interventi in materia di produzione e distribuzione di beni piuttosto che non nella materia della produzione e distribuzione di servizi pubblici e privati”.

⁴ M. CERA, G. PRESTI, *Il testo unico finanziario: ieri, oggi domani*, cit., p. 26

⁵ G. ALPA, *La trasparenza delle operazioni bancarie e la tutela del risparmiatore. Intervento tenuto nell'ambito del Seminario su “Banche e mercati italiani nella prospettiva internazionale”* S. Marco - Perugia, 19 Marzo 2004, Quaderni (Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa), n. 210, p. 14.

2. Le linee evolutive della tutela dell'investitore e il loro consolidamento alla luce del diritto comunitario.

Nel tentativo di dare una risposta univoca al quesito sopra prospettato, pare opportuno rintracciare le linee evolutive delle norme che si sono succedute nell'ambito della tutela dell'investitore, ripercorrendone i passaggi fondamentali nel contesto di quell'incredibile evoluzione normativa, che ha caratterizzato il mercato finanziario a partire dagli anni '90 – segnatamente quando è stata emanata la legge *antitrust*, l. 10 ottobre 1990, n. 287, consentendo alle banche di operare in regime di libera concorrenza⁶ – fino ad oggi.

La prima nozione di “servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari” si rinviene nella Direttiva n. 1993/22/CEE (c.d. Direttiva DSI⁷), che ha rappresentato il primo intervento di armonizzazione dei servizi di investimento, volto alla realizzazione del mercato unico interno. Sinteticamente, la direttiva contemplava i requisiti di autorizzazione iniziale e di esercizio per le imprese di investimento, i principi che dovevano guidare il comportamento degli intermediari, nonché alcune condizioni riguardanti la gestione dei mercati regolamentati.

In Italia, il recepimento di tale direttiva da parte del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 ha segnato l'abbandono del riferimento all'“attività di intermediazione mobiliare” relativa ai “valori mobiliari” – che veniva quindi sostituita con “servizi e strumenti finanziari”⁸ – , su cui si fondava il primo tentativo di sistematizzazione della disciplina mobiliare italiana operato dalla c.d. Legge Sim⁹. Inoltre, la riforma è ricordata come uno snodo storico fondamentale per il mercato finanziario italiano, giacché sostanzialmente determina l'affermarsi del mercato finanziario organizzato e gestito da un'impresa di emanazione privatistica – non da un ente pubblico – ancorché soggetta alla vigilanza pubblica¹⁰.

La complessità del sistema che andava così delineandosi ha reso necessario il riordino della normativa in un testo unico sulle disposizioni in materia di intermediazione

⁶ A. VALONGO, *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Giuffrè, Milano 2012, p. 20 ss. Sul periodo antecedente si veda E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R. Lener, UTET, Torino, 2010, p. 22 ss.

⁷ Sulla direttiva, tra gli altri, cfr. G. FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. Società*, 1995, p. 627 e ss.; R. LENER, *Attuazione della direttiva sui servizi di investimento: alcuni errori da evitare*, in *Le soc.*, 1996, p. 385 ss.

⁸ E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, cit., p. 22, osserva che “la scelta del legislatore comunitario – pur potendo essere più raffinata – non era equivoca: il valore mobiliare non era l'unico possibile oggetto, né un oggetto necessario, dei servizi di investimento”.

⁹ Legge 2 gennaio 1991, n. 1, sulla quale, C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari, Commento alla l. 2 gennaio 1991, n. 1*, UTET, Torino, 1991.

¹⁰ Sulla privatizzazione del mercato finanziario italiano, si veda E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, cit. p. 3 ss.

finanziaria (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito t.u.f. o Testo unico della finanza), accompagnato dalla normativa secondaria attuativa emanata dall'autorità di vigilanza competente, il Regolamento Consob n. 11522 del 1° luglio 1998¹¹. Il Testo unico della finanza ruotava, in primo luogo, attorno alla tutela degli interessi pubblici sottesi alle regole del mercato ed era, quindi, rivolto alla definizione del ruolo e dei comportamenti degli “operatori economici”, lasciando la tutela giurisdizionale degli investitori sullo sfondo, giacché forniva “una protezione, non diretta e immediata, ma solo indiretta e riflessa”¹².

Tali criticità sono state affrontate e risolte dal legislatore europeo con le direttive sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori, sul prospetto informativo, sull’offerta pubblica di acquisto e sulla trasparenza degli emittenti¹³, attuate rispettivamente dal d.lgs. 23 ottobre 2007, n. 221, dal d.lgs. 28 marzo 2007, n.51, dal d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229 e dal d.lgs. 6 novembre 2007, n. 195, cui si aggiunge la l. 28 dicembre 2005, 262 sui sistemi di indennizzo e fondi di garanzia per gli investitori non professionali e, soprattutto, la modifica dell’art. 21 t.u.f. in merito alla classificazione della rischiosità dei prodotti finanziari, al rispetto del principio di adeguatezza e alla profilazione della clientela.

Centrale nel percorso evolutivo di ispirazione europea è la c.d. riforma MiFID¹⁴ (direttiva n. 2004/39/CE); una vera e propria “rivoluzione” che ha nuovamente segnato lo sviluppo dei mercati finanziari, modificando la disciplina dei contratti di investimento sia in termini oggettivi – allargando il novero di quelli che possono considerarsi, appunto,

¹¹ Sull’evoluzione della normativa dal Decreto Eurosim al Testo unico della finanza, cfr., *ex multis*, G. FERRARINI, P. MARCHETTI (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo unico della finanza*, Edibank, Roma, 1998; G. ALPA, P. GAGGERO, *I servizi di investimento in valori mobiliari nel decreto Eurosim: Decreto legislativo 23 luglio*, IPSOA, Milanofiori, Assago, 1996; F. CAPRIGLIONE, *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, CEDAM, Padova, 1997.

¹² G. GIOIA, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario, I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R Lener, UTET, Torino, 2010, p. 59.

¹³ Rispettivamente, Direttiva 2002/65/CE, Direttiva 2003/71/CE, Direttiva 2004/25/CE e Direttiva 2004/109/CE.

¹⁴ Si tratta della Direttiva n. 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (*Market in Financial Instruments Directive*) di I livello che contiene i principi quadro della disciplina unita alla Direttiva n. 2006/73/CE del 10 agosto 2006 e al Regolamento n. 1287/2006 del 10 agosto 2006 che invece dettano le misure di esecuzione di secondo livello. La struttura di tale *corpus* normativo rispecchia la c.d. procedura *Lamfalussy*, approvata in origine dalla Risoluzione del Consiglio Europeo del 23 marzo 2001 su una regolamentazione più efficace dei mercati dei valori mobiliari nell’unione europea (2001/C 138/01). La procedura prevede una regolazione del mercato mobiliare su quattro livelli: principi quadro, modalità di applicazione di tali principi, cooperazione tra le autorità di vigilanza degli Stati Membri e verifica dell’applicazione della disciplina da parte degli Stati Membri, unita eventualmente all’attivazione della procedura di infrazione. Più dettagliatamente sul tema si veda, I. PORCHIA, P. SPATOLA, *La direttiva di primo e di secondo livello - definizione - le esenzioni obbligatorie e facoltative*, in *MIFID, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di L. Zitiello, Torino, ITA, 2007, p. 1 e ss.

servizi di investimento – che in termini soggettivi – creando “uno spostamento sismico...verso un regime di particolare tutela per l’investitore al dettaglio”¹⁵, giustificato, oltre che dalla necessità di adempiere agli obblighi di attuazione, anche dai numerosi scandali finanziari che avevano lasciato il segno nella coscienza sociale¹⁶. Ma la rivoluzione non si è certo fermata qui e la crisi finanziaria che ha travolto il mercato globale ha imposto l’intervento ancor più pregnante della c.d. MiFID II¹⁷, frutto della Direttiva 2014/65/UE e del Regolamento (UE) n. 600/2014 (il c.d. MIFIR). Si assiste ad un decisivo rafforzamento dei precedenti indirizzi assunti a livello regolatorio ed improntati alla tutela dell’investitore, a causa della moltiplicazione degli attori del mercato e della crescente complessità caratterizzante i prodotti finanziari offerti¹⁸. Ed il nuovo impianto si è tradotto a livello interno nella modifica del Testo unico della finanza¹⁹ e negli interventi dell’Autorità di vigilanza sui regolamenti attuativi e, in particolare, sul Regolamento Intermediari²⁰.

¹⁵ A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, in *L’attuazione della direttiva MiFID in Italia*, (a cura di) R. D’Apice, Il Mulino, Bologna, 2010, p. 507. Sul recepimento della MIFID in Italia si veda, S. BASTIANON, *L’integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Dir. Un. Eur.*, 2, 2008, p. 255 ss.; C. SAVERIO, *L’attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Il Foro Italiano*, 2008, 131(2), p. 57 ss.; A. IRACE, M. RISPOLI FARINA, *L’attuazione della direttiva MIFID: Decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164*. Giappichelli, Torino, 2010; V. SANTORO, L. FREDIANI, *L’attuazione della direttiva MiFID*, Giuffrè, Milano, 2009; ZITIELLO L., *MIFID, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, ITA, 2007.

¹⁶ Si veda sul punto BASTIANON, *L’integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, cit., ma anche V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno resp.*, 2005, p. 624 ss.; V. SANGIOVANNI, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell’intermediario*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 874 ss.

¹⁷ Anche in questo caso, è stata utilizzata la procedura Lamfalussy, la quale però è stata revisionata in modo da comporsi di tre livelli: i) l’utilizzo di strumenti legislativi ordinari al fine di dettare una normativa di dettaglio tale da ridurre considerevolmente lo spazio di discrezionalità degli Stati Membri; ii) l’emanazione da parte della Commissione europea di atti non legislativi delegati e di attuazione che applichino gli standard tecnici suggeriti dalle Autorità di vigilanza europee; iii) strumenti di *soft law* adottati dalle Autorità di vigilanza europee quali linee guida e raccomandazioni.

¹⁸ A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell’investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2019, p. 7, il quale sottolinea che la MIFID II ha introdotto “un’ulteriore strategia a tutela dell’investitore che completa la parabola verso il paternalismo iniziata dalla *law in action* nel vigore della MiFID” fondata non solo più su regole di trasparenza, ma anche su “regole assai stringenti sulla “produzione” e sulla distribuzione degli strumenti finanziari, sinteticamente identificate con l’espressione «product governance»”.

Si segnalano inoltre i seguenti interventi normativi che hanno modificato la versione originale della direttiva: Regolamento (UE) n. 909/2014 del 23 luglio 2014; Direttiva (UE) 2016/97 del 20 gennaio 2016; Direttiva 2016/1034/UE del 23 giugno 2016; Direttiva 2019/2034/UE del 27 novembre 2019; Regolamento 2019/2115/UE del 27 novembre 2019.

¹⁹ Il D. Lgs. 17 settembre 2007, n. 164 ha dato attuazione alla direttiva MIFID I e il D.lgs. 3 agosto 2017 n. 129 ha recepito la direttiva MiFID II.

²⁰ La Consob, con l’attuazione della MiFID I, aveva adottato il Regolamento Intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007, sostituito a seguito del recepimento da parte del TUF della normativa dettata dalla MiFID II

L'aspetto più moderno dell'ispirazione unionale si può intravedere proprio nella stessa concezione dell'investitore e nel superamento delle teorie finanziarie tradizionali. Cede il passo l'originaria convinzione per cui "se il *financial citizen* è pienamente informato, farà una scelta d'investimento razionale; vale a dire, valuterà attentamente il rischio e il rendimento di tutte le possibili opzioni d'investimento per arrivare a un portafoglio d'investimento che si adatti al suo livello di avversione al rischio"²¹. A seguito della crisi finanziaria e con l'emanazione della MiFID II, infatti, emerge prepotentemente una figura peculiare di investitore, bisognosa di specifica attenzione tutela, ossia il consumatore di servizi (e prodotti) finanziari.

Come si tenterà di dimostrare nel prosieguo, a partire dall'analisi dei principi costituzionali che ispirano la materia, anche l'ordinamento nazionale non è rimasto insensibile all'avanzare di questo nuovo approccio tanto che sembra oggi potersi confermare quello che già una parte della dottrina andava affermando agli inizi degli anni '80²², vale a dire che l'investitore (o il cliente) al dettaglio altro non è che una *species* del genere consumatore.

2.1. Il formante costituzionale: dalla tutela del risparmiatore alla tutela del (consumatore) investitore. Cenni.

La Costituzione italiana non si occupa esplicitamente della nozione di consumatore, probabilmente sulla scia della spinte ideologiche che muovevano i costituenti al finire della seconda guerra mondiale²³, pur dedicando invece richiami "all'«uomo», all'«individuo», al «lavoratore», al «cittadino», alla «persona», ecc., e lo stesso art. 43 Cost., nell'indicare le «comunità di lavoratori o di utenti», ha inteso individuare, in primo luogo, il movimento cooperativo, senza perciò operare alcun riferimento specifico alla

mediante il Regolamento Intermediari n. 20307/2018 in vigore dal 20 febbraio 2018, da ultimo modificato con delibera n. 21755 del 10 marzo 2021, in vigore dal 31 marzo 2021. Si ricorda che anche il Regolamento n. 18593/2013 sull'equity crowdfunding è stato modificato per essere adeguato alle novità legislative.

²¹ Liberamente tradotto da D. KINGSFORD SMITH, O. DIXON, *The Consumer Interest and the Financial Markets*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, p. 707 (e *ivi*, 707 ss. per approfondimenti anche bibliografici). Sul tema, anche G. SPINDLER, *Behavioral Finance and Investor Protection Regulations*, in *Journal of Consumer Policy*, 34.3, 2011, p. 315 ss.; A. PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 525 ss.; A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., p. 1 ss.

²² Cfr. V. ALLEGRI, *Nuove esigenze di trasparenza nel rapporto banca-impresa nell'ottica di tutela del contraente-debole*, in *Banca, borsa, tit.cred.*, 1987, 38 ss.; G. ALPA, *L'informazione del risparmiatore*, in *Banca, borsa, tit.cred.*, 1990, p. 476 ss.; MARTI, *La vendita «porta a porta» di valori mobiliari e il sistema delle fonti*, in BUSNELLI, BESSONE (a cura di), *La vendita porta a porta di valori mobiliari*, Milano, 1992, p. 33 ss.

²³ Sul punto e per approfondimenti, R. FERRARA, *Contributo allo studio della tutela del consumatore: profili pubblicistici*, Giuffrè, Milano, 1983, p. 504 ss.

nozione di utente”²⁴. Tuttavia, da tempo la dottrina ha tentato di rintracciare nel testo costituzionale le basi per la tutela del consumatore rinvenendole, con percorsi interpretativi non sempre uniformi, nell’identificazione della figura del consumatore in quella del lavoratore subordinato, nel principio di libertà dell’iniziativa economica *ex art. 41, co. 1, cost.* e nei diritti inviolabili dell’uomo tutelati dall’*art. 2 cost.*²⁵.

Allo stesso modo, la protezione costituzionale degli interessi degli investitori affonda le radici nell’originaria tutela costituzionale del risparmio, proclamata dall’*art. 47*²⁶ e si presta ad una rivisitazione in chiave più attuale alla luce del processo di armonizzazione europea²⁷.

Dapprima, infatti, la norma veniva letta “nel suo complesso quasi unicamente come una prescrizione in tema di politica monetaria dello Stato”²⁸ e, pertanto, “la disposizione risultava finalizzata alla stabilizzazione del valore della moneta all’interno di un rapporto (dinamico) risparmio-credito che avrebbe dovuto garantire l’equilibrio economico finanziario”²⁹. La lettura risentiva di una prospettiva settoriale, che prescindeva dalla logica redistributiva della ricchezza e della proprietà invocata dal secondo comma.

Negli anni ’70, con la liberalizzazione del sistema bancario e finanziario nazionale e l’applicazione dei principi del mercato unico, questa interpretazione era sottoposta ad un ripensamento, raggiungendo il suo completo sviluppo con la modifica dell’*art. 117 cost.*, che, da un lato, improntava l’azione del legislatore al rispetto degli obblighi derivanti dall’ordinamento comunitario e internazionale e, dall’altro, riservava la tutela del risparmio, della moneta, del mercato finanziario e della concorrenza alla potestà legislativa esclusiva dello Stato. In questo contesto, “la tutela del risparmio muta d’aspetto e viene a impernarsi non più tanto sul meccanismo economico e sulla sua stabilità, ma anche, per certi versi, soprattutto sul singolo risparmiatore in quanto potenziale investitore all’interno dell’intero circuito finanziario europeo...Nella nuova ottica ...è proprio l’investitore a rappresentare il punto focale (soggettivo) di ogni politica di tutela (oggettiva) del risparmio.”³⁰. A livello costituzionale, i beni protetti dal

²⁴ R. FERRARA, *Consumatore (protezione del) nel diritto amministrativo*, in *Digesto disciplina pubblicistiche*, 1989, p. 517. Cfr. anche F. PEDRINI, *Consumo, risparmio, finanza*, Giappichelli, Torino, 2019, p. 70.

²⁵ Sia veda F. PEDRINI, *Consumo, risparmio, finanza*, cit., 73 ss., per una ricostruzione approfondita delle correnti dottrinali che si sono espresse in materia.

²⁶ Per commenti alla norma, si vedano, tra gli altri, S. BARONCELLI, *Art. 47*, in *Commentario alla Costituzione*, R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti (a cura di), Torino, Utet, 2006, p. 946 ss.; M. GIAMPIERETTI, *Art. 47*, in *Commentario breve alla Costituzione*, S. Bartole, R. Bin (a cura di), Padova, Cedam, 2008, p. 474 ss.

²⁷ F. PEDRINI, *Consumo, risparmio, finanza*, cit., p. 283 e ss.

²⁸ F. PEDRINI, *Consumo, risparmio, finanza*, cit., p. 276.

²⁹ F. PEDRINI, *Consumo, risparmio, finanza*, cit., p. 281.

³⁰ F. PEDRINI, *Consumo, risparmio, finanza*, cit., p. 284. Secondo questa ricostruzione (*ivi*, p. 286 e ss.), l’*art. 47 cost.*, però, proteggerebbe l’investitore in quanto tale, mentre, al contrario, nell’ordinamento

risparmiatore/investitore vengono individuati nella sicurezza – quale interesse a non subire ingiuste lesioni dell'integrità patrimoniale – e dignità – quale garanzia dei mezzi essenziali per l'uomo – sanciti dall'art. 41 cost., come limiti alla libera iniziativa economica privata³¹. Tale interpretazione integra il precedente formante dottrinale, che già aveva rinvenuto nel combinato disposto degli artt. 41 e 47 cost. e nella crisi di sicurezza e risparmio il fondamento per il riconoscimento costituzionale della figura del consumatore finanziario³².

Seguendo tali linee direttrici, mediante l'analisi delle norme costituzionali, del confronto tra la definizione di consumatore contenuta nel Codice del Consumo e quella di cliente al dettaglio delineata dal t.u.f., allora ecco che affiora il consumatore di servizi finanziari tutelato nei limiti in cui "è meno informato (in termini di conoscenze) e infinitamente meno formato (in termini di competenze)"³³, il quale è certamente riconducibile al c.d. cliente al dettaglio, pur non coincidendo pienamente, come si vedrà, con il consumatore del Codice del consumo.

3. La definizione di consumatore nella prospettiva europea ed interna.

Punto di partenza dell'indagine è la nozione di consumatore³⁴, quale emerge dall'art.3 Codice del Consumo, oggetto di ampio dibattito a livello giurisprudenziale e dottrinale.

europeo i suoi interessi sarebbero salvaguardati in funzione della tutela del buon funzionamento del mercato, in quanto il risparmio non è tra i beni protetti direttamente dai Trattati.

³¹ F. PEDRINI, *Consumo, risparmio, finanza*, cit., p. 295 ss.

³² L. VESPIGNANI, *Produzione e consumo fra diritti e tutele*, in *Istituzioni e dinamiche del diritto. Multiculturalismo, Comunicazione, Federalismo*, A. Vignudelli (a cura di), Torino, Giappichelli, 2005, p. 420 ss.

³³ F. PEDRINI, *Consumo, risparmio, finanza*, cit., p. 295-296.

³⁴ Sulla nozione di consumatore, senza pretesa di esaustività, si veda G. ALPA, *Consumatore (protezione del) nel diritto civile*, in *Digesto Disc. priv., sez. civ.*, UTET giuridica, 1988, p. 542 ss.; G. ALPA, G. CHINÉ, *Consumatore (protezione del) nel diritto civile*, in *Digesto Disc. priv., sez. civ.*, UTET giuridica, 1997; L. GATT, *Sub. Art. 1496-bis, 2° co.*, in *Commentario al capo XIV-bis del codice civile: dei contratti del consumatore*, Cedam, Padova, 1999, p. 841 ss.; D. MAFFEIS, *Ambito soggettivo di applicazione degli artt. 1469 bis e seguenti c.c. - Il commento*, in *Contratti*, 2000, 5, p. 442 ss.; G. ALPA, *Ancora sulla definizione di consumatore e utente*, in *Contratti*, 2001, p. 205 ss.; L. DELOGU, *Leggendo il Codice del consumo alla ricerca della nozione di consumatore*, in *Contratto e impresa. Europa*, 2006, p. 87 ss.; G. CHINÉ, *La nozione di consumatore nel diritto vivente*, in *Lezioni di diritto privato europeo*, G. Alpa, G. Capilli (a cura di), Cedam, Padova, 2007, p. 895 ss.; BARTOLINI, *Il consumatore: chi era costui? – Il commento*, in *Danno e Resp.*, 2009, 4, p. 385 ss.; C. M. BIANCA, *Le definizioni dei soggetti e dell'oggetto dell'atto di consumo (art. 3 D.Lgs. 6.9.2005, n. 206)*, in *Codice commentato della concorrenza e del mercato*, A. Catricalà, P. Troiano (a cura di), UTET giuridica, Torino, 2010, p. 1661 ss.; G. DE CRISTOFARO, *Sub. Art. 3, sez. I e II*, in *Commentario breve al diritto dei consumatori*, G. De Cristofaro, A. Zaccaria (diretto da), Cedam, Padova, 2010, p. 64 ss.; F. L. ANTONIOLLI, *Contratti del consumatore nel diritto dell'Unione europea*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Aggiornamento*, 2011, p. 208 ss.; G. CHINÉ, *Sub art. 3*, in *Codice del consumo*, V. Cuffaro (a cura di), Giuffrè, Milano, 2019, p. 18 ss.

I primi interventi risalgono agli anni '70, con la risoluzione del Consiglio CEE del 14 aprile 1975 ed il (primo) Programma per una politica di protezione e di informazione del consumatore del 25 aprile 1975. Sempre a livello europeo, un'importante svolta si ha con il Trattato di Maastricht, entrato in vigore nel novembre 1993, e quindi con la devoluzione all'Unione delle competenze necessarie per contribuire "al conseguimento di un livello elevato di protezione dei consumatori", mediante la garanzia minima della tutela della salute e degli interessi economici e di un'informazione adeguata. Ed è proprio in questo periodo, per i fini qui di interesse, che il regolatore europeo tiene per la prima volta in considerazione gli interessi dei consumatori nei rapporti mobiliari nell'ambito del Libro Verde "Servizi finanziari come soddisfare le aspettative dei consumatori" del 1996. Ulteriori capisaldi della disciplina sono l'art. 153 TCE, poi ripreso dal Trattato di Lisbona, oggi in vigore, all'art. 169 TFUE, con il quale ancora una volta si afferma la volontà dell'Unione europea di "tutelare la salute, la sicurezza e gli interessi economici dei consumatori, nonché a promuovere il loro diritto all'informazione, all'educazione e all'organizzazione per la salvaguardia dei propri interessi" e l'elevato livello di protezione del consumatore diventa una delle politiche dell'UE (principio poi ribadito altresì nella Carta europea dei diritti fondamentali). E' così che la posizione del consumatore non è più subordinata ad altri scopi inerenti all'edificazione del mercato interno³⁵, ma acquisisce sempre maggiore autonomia nelle politiche di protezione.

Tradizionalmente, il legislatore europeo ha preferito guidare il processo di armonizzazione del diritto dei consumatori mediante lo strumento delle direttive, promuovendo l'adeguamento degli stati attraverso strumenti più o meno discrezionali a seconda dell'obiettivo perseguito³⁶, che quindi si caratterizzano per una forte frammentarietà, legata al lungo percorso verso la costruzione del mercato interno³⁷. Nel fitto panorama delle Direttive emanate a tutela del consumatore attualmente in vigore, si possono ricordare la direttiva 93/13/CEE sulle clausole abusive, la direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali, la direttiva 2009/22/CE sulle azioni rappresentative (che in realtà è già stata abrogata e sostituita dalla direttiva 2020/1828/UE, ma che dovrà essere

³⁵ Intendendosi per tale "uno spazio senza frontiere interne, nel quale è assicurata la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali" ex art. 26 TFUE.

³⁶ Sui profili dell'armonizzazione del diritto europeo dei contratti si veda R. TORINO, *I contratti del consumatore nella prospettiva europea*, in ALPA G., *I contratti del consumatore*, Milano, Giuffrè, 2014, p. 115 ss.

³⁷ R. TORINO, *I contratti del consumatore nella prospettiva europea*, cit., p. 53, spiega i profili di armonizzazione su cui si è orientato il legislatore europeo suddividendo le varie direttive in tre gruppi di intervento: "i) specifiche modalità di stipulazione del contratto da parte dei consumatori, in ragione del luogo o delle tecniche di stipulazione utilizzate, ii) singole tipologie contrattuali, individuate in base all'oggetto del contratto stipulato dal consumatore e iii) condotte e attività dell'operatore economico professionale che possono incidere negativamente sulla libertà e la piena consapevolezza del consumatore nel perseguimento dei propri interessi economici inducendolo ad addivenire alla stipulazione di contratti che altrimenti non avrebbe concluso".

applicata nel 2023), la direttiva 2011/83/UE sui diritti dei consumatori, la direttiva 2014/104/UE sulle azioni per il risarcimento del danno ai consumatori. Pur nella diversità delle aree di intervento, che hanno indotto anche disallineamenti (determinati dall'ambito applicativo) nella definizione³⁸, si colgono immediatamente alcuni tratti comuni, che diventano i capisaldi della tutela del consumatore, quali l'inderogabilità della disciplina, la nullità di protezione, il diritto di recesso, gli obblighi di informazione e di consegna del documento contrattuale, accanto a forme di tutela stragiudiziale³⁹.

Proprio tale poliedrica nozione è stata in seguito acquisita dalla legislazione nazionale tramite la codificazione⁴⁰, - riproducendo quella, dell'ormai abrogato art. 1469-bis c.c.⁴¹ - giacché come noto, la disciplina domestica a tutela dei consumatori deriva dall'*acquis* europeo e ha quindi origine sovranazionale. Più precisamente, "l'opera di armonizzazione nell'Unione europea prende ... le mosse dai sistemi giuridici nazionali, ma li modifica in funzione della necessità e degli obiettivi propri dell'ordinamento europeo, e determina poi a sua volta delle modifiche a cascata nei sistemi giuridici nazionali in una interazione che genera tanto elementi di convergenza che di divergenza e frizione"⁴².

L'art. 3 del Codice Consumo definisce il consumatore o utente "la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta". Tale nozione ha l'ambizione di porsi come "generale"⁴³ ed è attorno ad essa che la disciplina consumeristica intende essere impostata ed articolata⁴⁴.

La nozione di consumatore dunque si fonda su un elemento positivo connesso alla qualità di persona fisica e alla relazione che instaura con il professionista e su un elemento negativo, ossia il non agire per scopi imprenditoriali o professione.

³⁸ R. TORINO, *I contratti del consumatore nella prospettiva europea*, cit., p. 73.

³⁹ L. ANTONIOLLI, *Contratti del consumatore nel diritto dell'Unione europea*, cit., p. 237 ss.

⁴⁰ Secondo G. ALPA, A. CATRICALÀ (a cura di), *Diritto dei consumatori*, Bologna, Il mulino, 2016, p. 19, la nozione giuridica di consumatore "è costruita, nella sua veste formale, ... sulla base delle analisi economiche e sociologiche ..." e "il fatto che di consumatore si parli a proposito della concorrenza e quindi a proposito delle regole di mercato è il segno l'origine della nozione si deve rinvenire proprio nell'analisi degli economisti".

⁴¹ All'articolo è stato aggiunto altresì il carattere "commerciale e artigianale" dell'attività. Sottolinea l'importanza rivestita dall'art.1469-bis, in quanto solamente dopo la sua introduzione, l'ordinamento italiano ha "introdotto, definendone i contorni, la figura del consumatore in un'ottica squisitamente giuridica, scevra da quei connotati di carattere socio economico che lo avevano caratterizzato sino al recepimento della direttiva", E. GRAZIUSO, *La tutela del consumatore contro le clausole abusive*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 119.

⁴² L. ANTONIOLLI, *Contratti del consumatore nel diritto dell'Unione europea*, cit., 2011, p. 237.

⁴³ Cfr. G. CHINÉ, *Uso ed abuso della nozione di consumatore nel codice del consumo*, in *Corr. merito*, 2006, 4, p. 432 ss.

⁴⁴ Come osservato da G. ALPA G., A. CATRICALÀ, *Diritto dei consumatori*, Bologna, Il Mulino, 2016, p. 143, "Il consumatore è *homo economicus*, ma si distingue dal «contraente» contemplato dal codice civile del 1942, per una sostanziale posizione di squilibrio che ne caratterizza e condiziona l'agire, in rapporto alla sua controparte".

3.1 Il consumatore come persona fisica.

La nozione di consumatore (cui l'art.3 assimila la figura dell'utente⁴⁵) è innanzitutto circoscritta alla sola persona fisica, il cui significato "trattandosi di una definizione naturale...non può suscitare alcun dubbio"⁴⁶, escludendosi quindi la persona giuridica. Giova qui precisare che con persona giuridica si intende qualunque ente collettivo, dotato o meno di personalità giuridica; questa lettura deriva sia dalla espressa previsione del requisito della "fisicità" della persona, ma anche dal fatto che la formulazione originaria dell'art. 18 cod. cons. comprendeva nella definizione di consumatore anche le persone giuridiche nel definire l'ambito applicativo della disciplina della pubblicità commerciale⁴⁷. La ragione fondante tale limitazione deriverebbe dal fatto che la persona giuridica "non possa debordare dai limiti dell'agire professionale, giacché la sua attività è vincolata agli scopi cristallizzati nell'atto costitutivo e nello statuto, i quali soltanto ne giustificano l'esistenza e la capacità di agire nel mondo del diritto"⁴⁸.

Nondimeno, la scelta del legislatore è stata oggetto di numerose critiche da parte della dottrina⁴⁹, che invocava, sostanzialmente, l'estensione analogica della nozione agli enti personificati che si trovassero in una situazione di disparità contrattuale non dissimile da quella del consumatore⁵⁰. Tali considerazioni, già in riferimento al previgente testo dettato dall'art. 1469-bis c.c., vennero portate avanti alla Corte Costituzionale la quale però respinse due incidenti di costituzionalità ritenendo la questione, in un'occasione,

⁴⁵ Secondo alcuni, mentre il consumatore sarebbe essenzialmente un acquirente di beni, l'utente sarebbe invece un fruitore di servizi, così consentendo di considerare i due termini come veri e propri sinonimi, anche alla luce della congiunzione disgiuntiva "o" (E. MINERVINI, *Dei contratti del consumatore in generale*, Giappichelli, Torino, 2014, p. 36 e ss.). Tale interpretazione è stata successivamente criticata, giacché risulterebbe in contrasto sia con la normativa europea, ove non si rileva tale equiparazione, sia in un'ottica di interpretazione sistematica delle altre norme del codice relative all'utente come persona giuridica, così che le due figure costituirebbero un rapporto di genere e specie, caratterizzato dal fatto che l'utente è fruitore di servizi pubblici (G. DE CRISTOFARO, *La nozione di consumatore o utente*, in *Commentario breve al diritto dei consumatori*, G. De Cristofaro, A. Zaccaria (diretto da), Cedam, Padova, 2010, p. 67-68.) Per simili ragioni, secondo questo stesso orientamento, non si potrebbe fare quivi riferimento ai servizi "privati", mentre altri hanno suggerito di comprendervi i servizi finanziari (bancari, assicurativi e mobiliari), cfr. G. CHINÉ, *Sub art. 3*, in *Codice del consumo*, cit., p. 21.

⁴⁶ A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, Cedam, Milano, 2017, p. 15.

⁴⁷ In questi termini, G. DE CRISTOFARO G., *Sub. Art. 3, sez. II*, cit., p. 67-68.

⁴⁸ G. CHINÉ, *Sub art. 3*, in *Codice del consumo*, cit., p. 21.

⁴⁹ Cfr., *ex multis*, U. RUFFOLO, *Clausole vessatorie e abusive: gli artt. 1469-bis ss. cod. civ. e i contratti col consumatore*, Giuffrè, 1997, 11 ss.; A. BARENGHI, *Sub. art. 1469-bis*, in *La nuova disciplina delle clausole vessatorie*, Jovene, 1996, p. 23 ss.; M. BIN, *Clausole vessatorie: una svolta storica (ma si attuano così le direttive comunitarie?)*, in *Contr. e impr. Eur.*, 1997, p. 437 ss.. V. RIZZO, *Le clausole « abusive »: realtà e prospettive. La direttiva CEE del 5 aprile 1993*, in *Rass. dir. civ.*, 1993, p. 588 ss.

⁵⁰ Per la ricostruzione del dibattito si veda GRAZIUSO E. *La tutela del consumatore contro le clausole abusive*, Milano, Giuffrè, 2010, p. 121 e ss. e *ivi* la dottrina.

manifestamente inammissibile⁵¹ e, in un'altra, manifestamente infondata⁵², fondando il suo convincimento sul diverso atteggiarsi dello squilibrio negoziale, che per il consumatore riguarderebbe il momento della valutazione dell'abusività delle clausole, mentre per l'ente personificato farebbe riferimento al potere dell'impresa. Peraltro, attenta dottrina ha osservato che "il ragionamento appare, allo stato, condivisibile; va tuttavia tenuto presente che in determinati campi ... è lo stesso legislatore che equipara una certa categoria di imprese, le cosiddette microimprese ai consumatori, con ciò superando il ragionamento della Corte"⁵³.

Anche a livello europeo, la Corte di Giustizia ha disatteso qualsiasi interpretazione estensiva, confermando in più occasioni che la nozione di consumatore dovesse essere riferita esclusivamente alle persone fisiche⁵⁴.

Negli stessi termini si è pronunciata nel corso del tempo la giurisprudenza di legittimità⁵⁵, la quale conferma ancora oggi tale impostazione escludendo che la riferibilità della nozione di consumatore - riservata alle persone fisiche - alle "società regolari di tipo commerciale con oggetto commerciale [le quali] sono istituzionalmente imprenditori commerciali ed acquistano la veste imprenditoriale in dipendenza del mero fatto della loro costituzione, anche se in concreto lo svolgimento della loro attività di impresa non ha ancora avuto inizio"⁵⁶.

Tuttavia, la giurisprudenza italiana si è dimostrata abbastanza elastica nell'estendere la nozione di consumatore a quei soggetti che non possono dirsi né persone fisiche né di

⁵¹ Corte Cost., ord., 30 giugno 1999, n. 282, con nota di A. PALMIERI, *L'ibrida definizione di consumatore e i beneficiari (talvolta pretermessi) degli strumenti di riequilibrio contrattuale*, in *Foro Italiano*, 1999, I, p. 3118 e ss.

⁵² Corte Cost., ord., 22 novembre 2002, n. 469 con nota di A. PALMIERI, *Consumatori, clausole abusive e imperativo di razionalità della legge: il diritto privato europeo conquista la Corte costituzionale*, in *Foro Italiano*, 2003, I, p. 337 e ss.; A. PLAIA, *Nozione di consumatore, dinamismo concorrenziale e integrazione comunitaria del parametro di costituzionalità*, in *Foro Italiano*, 2003, I, p. 340 e ss.

⁵³ E. DESANA, *L'impresa tra tradizione e innovazione*, Giappichelli, Torino, 2018, p. 290.

⁵⁴ Corte Giust. 22 novembre 2001, cause riunite C-541/99 e 542/99, *Cape s.n.c.*, in *Foro Italiano*, 2001, IV, c. 502 con nota di R. CONTI, *La Corte CE a tutto campo sulla nozione di consumatore e sulla portata della dir. 93/13/CEE in tema di clausole abusive*, in *Corriere giuridico*, 2002, 4, p. 445 e ss.; E. GUERINONI, *Sulla nozione di consumatore – Il commento*, in *Contratti*, 2002, 5, p. 519 ss.; P. FIORIO, *Professionista e consumatore, un discrimine formalista?*, in *Giur. It.*, 2002, p. 3 ss.

⁵⁵ Cass. civ., ord., 11 ottobre 2002, n. 14561, con nota di R. CONTI, *Le giurisdizioni superiori di nuovo a confronto sulla nozione di consumatore - Il commento*, in *Corriere Giuridico.*, 2003, 8, p. 1005 ss.; P. BONOFILIO, *L'ambito soggettivo di applicazione dell'art. 1469-bis cod. civ.*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2003, 2, p. 10174 ss.; Cass. civ., 8 giugno 2007, n.13377; Cass. civ., 10 luglio 2008, n. 18863 con nota di F. GARATTI, *Alla ricerca di una nozione unitaria di consumatore - Il commento*, in *Danno e Resp.*, 2009, 10, p. 944 ss.; F. BARTOLINI, *Il consumatore: chi era costui? - Il commento*, in *Danno e Resp.*, 2009, 4, p. 385 ss.

⁵⁶ Cass. civ., 19 luglio 2017, n.17848, con nota di R. VILLANI, *Le società sono imprenditori commerciali a prescindere dal concreto esercizio dell'attività*, in *Diritto & Giustizia*, 124, 2017, p. 47 ss.

persone giuridiche, *rectius* enti collettivi⁵⁷. Il riferimento va naturalmente al condominio, il quale secondo gli indirizzi della Suprema Corte è “un ente di gestione sfornito di personalità giuridica distinta da quella dei suoi partecipanti”. Pertanto, gli atti compiuti dall’amministratore di condominio, in forza del rapporto di mandato, sono ascrivibili ai singoli condomini proprietari delle unità immobiliari, i quali sono consumatori in quanto persone fisiche che agiscono per scopi estranei all’attività professionale eventualmente svolta⁵⁸.

Sul punto, al contrario, si è dimostrata molto più rigida la Corte di giustizia dell’Unione europea⁵⁹, che ha avuto modo di pronunciarsi proprio sulla questione a seguito del rinvio pregiudiziale operato dal giudice di merito. Infatti, la Corte in maniera sufficientemente lapidaria afferma che se l’ente di diritto nazionale non può essere considerato una persona fisica, di conseguenza non può considerarsi un consumatore, in quanto manca di uno dei suoi necessari requisiti. Tale circostanza, secondo la Corte, naturalmente, non impedisce alla giurisprudenza nazionale di estendere la normativa consumeristica anche oltre l’ambito applicativo minimo delineato dal diritto europeo, non essendo neppure vietato agli Stati membri, allo scopo di rafforzare la tutela del consumatore, di adottare misure più severe, compatibili con i trattati, specie, in un settore, come quello della proprietà, estraneo alle competenze dell’Unione.

Lasciando per un momento da parte la nozione di professionista che, come anticipato, contribuisce a determinare i confini della nozione di consumatore, passiamo ad esaminare l’elemento negativo della definizione.

3.2 L’elemento negativo della definizione. La teoria dello scopo dell’atto e i suoi limiti.

L’elemento negativo della definizione di consumatore, ossia “il non agire per scopi” connessi all’attività professionale, commerciale, imprenditoriale o artigianale, ha posto dal principio due questioni.

In primo luogo, la dottrina si è interrogata sulla natura oggettiva o soggettiva dello scopo, pur concordando che non possa essere riferito al motivo personale che muove l’atto di consumo. Diversamente, la norma potrebbe introdurre una deroga alla regola

⁵⁷ La giurisprudenza tendenzialmente esclude che le società di persone possano rientrare nella definizione di consumatore in quanto “la normativa a tutela del consumatore, ivi compresa quella che individua il foro competente per le relative controversie, può essere applicata solo in favore di persone fisiche, con esclusione dunque delle società di qualsiasi tipo in quanto le società, per definizione, non possono svolgere attività che esulino dallo scopo sociale”, così Corte appello Ancona, 21/07/2022, n.982, consultabile su *dejure.it*. Nello stesso senso, meno recentemente, Cass. civ., 08/06/2007, n.13377 in *Giust. civ.* 2008, 4, I, p. 996 ss.

⁵⁸ Tra le altre, Cass. civ., sez. III, 24 luglio 2001, n. 10086, Cass. civ., sez. VI, 22 maggio 2015, n.10679; Cass. civ., sez. III, 12 gennaio 2005, n. 452.

⁵⁹ Corte giustizia UE, 2 aprile 2020, n.329, sez. I, in causa C-329/19.

sull'irrelevanza dei motivi nell'ambito dei rapporti contrattuali privati⁶⁰, finendo per imporre al giudice una complessa indagine sulle intenzioni del consumatore, a discapito del possibile affidamento ingenerato nel professionista⁶¹.

Pertanto, la dottrina e la giurisprudenza⁶² si sono assestate su di una interpretazione oggettiva del dato normativo, incentrando l'indagine sull'atto⁶³ e, quindi, sulle “modalità dell'atto, le forme utilizzate, le circostanze di tempo e di luogo, le condizioni di pagamento, e pertanto indagare se l'oggetto dell'atto possa o meno ritenersi destinato al soddisfacimento di bisogni privati ovvero professionali”⁶⁴. Da qui è stata elaborata la teoria dello scopo dell'atto che mira ad analizzare in senso funzionale e oggettivo l'atto di consumo posto in essere, giungendo a considerare un atto di consumo - e di conseguenza la controparte del professionista può definirsi un consumatore - solamente quell'atto che non possa collegarsi funzionalmente ad una attività professionale o imprenditoriale. Tale collegamento funzionale viene, dunque, considerato sussistente ogniqualvolta il contratto venga stipulato per esigenze delle attività *latu sensu* professionali e non per l'esercizio stesso dell'attività, così attribuendo al contrario la natura di atto di consumo solamente al rapporto instaurato per soddisfare esigenze relative alla vita quotidiana⁶⁵. In questi termini, si oggettivizza l'ambito di applicazione della disciplina, che prescinde da un'assai difficile indagine sulla sussistenza dello squilibrio contrattuale o di *gap* informativi tra le parti.⁶⁶

Ciò, peraltro, anche qualora l'atto compiuto faccia riferimento ad una attività non ancora avviata, essendo irrilevante il momento di inizio dell'attività professionale o imprenditoriale o dell'assunzione della qualifica di professionista o imprenditore⁶⁷.

⁶⁰ G. ALPA, G. CHINÈ, *Consumatore (protezione del) nel diritto civile*, in *Digesto Disc. priv., sez. civ.*, UTET giuridica, 1997, par. 6, versione telematica disponibile su www.pa-leggiditalia.it. Contrario anche U. RUFFOLO, *Le clausole vessatorie, abusive, inique, e la ricodificazione negli artt. 1469 bis – 1469 sexies c.c.*, in *Clausole vessatorie e abusive*, U. Ruffolo (a cura di), Milano, 1997, p. 27.

⁶¹ Così come rilevato da E. PODDIGHE, *I contratti con i consumatori*, Giuffrè, Milano, 2000, p. 41.

⁶² Sul punto le già citate Cass. civ., ord., 11 ottobre 2002, n. 14561 e Corte Giust. 22 novembre 2001, cause riunite C-541/99 e 542/99.

⁶³ L. GATT, *Ambito soggettivo di applicazione della disciplina. Il consumatore e il professionista*, in AA. VV. (a cura di BIANCA, BUSNELLI) *Commentario al capo XIV-bis del Codice civile: dei contratti del consumatore*, Padova, 1999, p. 113.

⁶⁴ G. CHINÉ, *Sub art. 3*, in *Codice del consumo*, cit., p. 25.

⁶⁵ A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, Wolters Kluwer, Milano, 2018, p. 20, fa notare come curiosamente tale interpretazione non sia cambiata con la modifica normativa operata nella definizione di professionista passando dall'art. 1469-bis all'art. 3 cod. cons: in particolare, nella versione del codice civile era professionista colui che operava “nel quadro” dell'attività professionale e imprenditoriale, mentre il codice del consumo fa riferimento a colui che agisce “nell'esercizio” di tale attività.

⁶⁶ E. GABRIELLI, *Il consumatore e il professionista*, in E. GABRIELLI ed E. MINERVINI (a cura di), *I contratti del consumatore*, in *Trattato contratti* Rescigno-Gabrielli, Torino, Utet, 2005, I, p. 18 ss. Per gli esempi riscontrabili in giurisprudenza si veda, CHINÉ, *Sub art. 3*, cit. p. 25 ss.

⁶⁷ Come osserva GABRIELLI, *Il consumatore e il professionista*, cit., p. 17.

Si può certamente concludere che la teoria dello scopo dell'atto abbia un merito ed un limite.⁶⁸ Il primo consiste nell'aver individuato l'ambito di applicazione soggettivo della disciplina consumeristica nell'atto di consumo oggettivo grazie al collegamento funzionale dato dal "consumo finale privato". Tuttavia, il limite della definizione di consumatore, così come prevalentemente interpretata, consiste nel non aver fornito copertura altresì al "consumo strumentale o professionale", laddove cioè il professionista si ponga come consumatore nei confronti della controparte professionale proprio a causa di quel *gap* informativo che affligge il rapporto, così tradendo la stessa *ratio* della disciplina posta a tutela consumatore.

3.2.1 (segue) Il problema dell'uso promiscuo e le soluzioni della dottrina: il criterio della prevalenza e della competenza.

Gli accennati limiti della teoria dello scopo dell'atto ben si individuano dinnanzi al c.d. uso promiscuo ossia quell'atto che può ricondursi tanto ad attività di natura privata che ad attività imprenditoriale o professionale.

Sulla questione vi sono orientamenti dottrinali che marcatamente propendono per l'esclusione totale dell'applicazione soggettiva della disciplina a tutela del consumatore agli atti misti e quelli che invece favorirebbero un'estensione senza distinzioni a quell'atto che anche solo in parte è destinato al consumo privato. Accanto a queste tesi contrapposte, si è via via affermato un orientamento mediano, volto ad individuare criteri sulla base dei quali analizzare le situazioni concrete, riconducendole alla sfera personale ovvero a quella professionale. Tra i criteri proposti, si contrappongono quello della prevalenza, fondato sul dato quantitativo, e quello della competenza, ancora to all'elemento teleologico.

Secondo il filone dottrinale⁶⁹ che promuove il criterio della prevalenza, il giudicante sarebbe chiamato a valutare se l'atto compiuto possa considerarsi un atto di consumo in virtù della preponderanza delle finalità domestiche rispetto agli scopi professionali. Gli Autori che hanno sostenuto questa soluzione, pur consci delle problematiche connesse all'applicazione concreta della norma, richiamano a sostegno della propria tesi la pronuncia n. 464 del 2005 della Corte di Giustizia, che si è trovata a decidere in ordine all'applicabilità del criterio del foro del consumatore in relazione ad un perfetto caso di uso promiscuo: un acquisto da parte di un agricoltore di materiali per la propria fattoria, la quale tuttavia aveva altresì la funzione di abitazione privata. Come si evince dalla lettura della sentenza, secondo la Corte di giustizia⁷⁰ "emerge chiaramente già dall'obiettivo degli artt. 13-15 della Convenzione di Bruxelles, vale a dire quello di

⁶⁸ GABRIELLI, *Il consumatore e il professionista*, cit., p. 18 ss.

⁶⁹ E. MINERVINI, *Dei contratti del consumatore in generale*, cit., p. 31.

⁷⁰ Corte giustizia UE, 20/01/2005, n. 464, sez. II, in causa C-464/01.

proteggere efficacemente la persona che presumibilmente si trova in posizione di debolezza rispetto alla sua controparte, che il beneficio di tali disposizioni non può essere fatto valere, in linea di principio, da un soggetto che conclude un contratto per un uso relativo in parte alla sua attività professionale e quindi solo in parte estraneo a quest'ultima. ... dal momento che una persona conclude un contratto per un uso connesso alla sua attività professionale, si deve considerare che essa agisce su un livello di parità con la sua controparte, di modo che la particolare protezione riservata ai consumatori dalla Convenzione di Bruxelles in tal caso non è giustificata”.

Ebbene, tale decisione sembra confermare la teoria della prevalenza, pur giungendo “a conclusioni sbilanciate”, in quanto consente di considerare atto di consumo un uso promiscuo generato da un rapporto contrattuale che abbia ad oggetto la soddisfazione di un'esigenza privata che solamente in maniera del tutto trascurabile o marginale si interseca con esigenze di natura professionale⁷¹. Invero, è stato giustamente osservato⁷² che la decisione non sembra costituire il risultato dell'applicazione della teoria della prevalenza. La Corte, infatti, chiede ai giudici nazionali di “prendere in considerazione non solo il contenuto, la natura e la finalità del contratto, bensì anche le circostanze oggettive che hanno portato alla sua conclusione”.

Una corretta applicazione della teoria della prevalenza avrebbe portato a diversamente indagare il rapporto di maggiore o minore funzionalità del complesso immobiliare per l'attività agricola; invece, la Corte ha negato che fosse necessario un uso “preponderante” del bene per fini professionali, così evidentemente giungendo non ad “un giudizio di prevalenza, bensì ad uno, affatto diverso, di sostanziale irrilevanza, nel contesto dell'operazione negoziale, considerato nella sua complessità, dell'uso professionale pur concretamente riscontrabile”⁷³.

La Suprema Corte⁷⁴ è giunta a conclusioni simili legando la nozione di consumatore esclusivamente a quegli atti di consumo privato e quindi ai rapporti contrattuali conclusi al solo fine di soddisfare “esigenze della vita quotidiana estranee all'esercizio di detta attività”.

Pertanto, il criterio della prevalenza sembra non riuscire a superare l'obiezione di chi⁷⁵ sottolinea che l'indagine sullo scopo finisce per essere sconosciuta altresì dall'impianto normativo, che non incentra la tutela sul “bene o servizio oggetto di una cessione che avviene su un particolare segmento del mercato (il mercato finale, gli acquisti personali,

⁷¹ E. MINERVINI, *Dei contratti del consumatore in generale*, cit., p. 31.

⁷² G. CHINÈ, *La nozione di consumatore nel diritto vivente*, cit., p. 908-909.

⁷³ G. CHINÈ, *La nozione di consumatore nel diritto vivente*, cit., p. 909.

⁷⁴ Cass. civ., 25 luglio 2001, n. 10127, cit. nt. 35; Cass. civ., 13 giugno 2006, n. 13643, cit. nt., 31; Cass. civ., 8 giugno 2007, n. 13377, cit. nt. 20.

⁷⁵ In merito, A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, cit., p. 22-25.

la destinazione ad uso privato e quindi il mero consumo)”, ma sull’”oggetto dell’attività in sé e per sé”⁷⁶.

Il criterio della competenza - proposto in dottrina⁷⁷ in riferimento all’art. 1469-bis c.c. sulla scorta della giurisprudenza francese - individua il fulcro dell’indagine nella valutazione dell’attività, rispetto al cui oggetto, al fine di confermare o meno la qualifica di consumatore, è possibile distinguere tra atti relativi alla professione e atti della professione. In tal senso, gli atti della professione sono quelli che l’imprenditore, l’agricoltore, il commerciante o il professionista compie per esercitare la propria attività e che sono espressione di quella stessa attività. Al contrario, sono atti relativi alla professione quelli strumentali all’attività, ma che non sono manifestazione di essa, ad esempio l’acquisto di un cellulare da parte di un avvocato o il servizio di sicurezza dei locali da parte di un commerciante.

Per giungere a tale soluzione, la dottrina è partita dalla definizione che l’art. 1469-bis c.c. dava del professionista, che, era “la persona fisica o giuridica, pubblica o privata che, *nel quadro* della sua attività imprenditoriale o professionale, utilizza il contratto” concluso con il consumatore”. Quindi, è consumatore “chi non utilizza il contratto nel quadro della sua attività professionale, cioè chi non pone in essere atti che realizzano direttamente obiettivi professionali, limitandosi ad utilizzare – anche in ambito professionale – il bene acquistato”⁷⁸.

Gli esiti applicativi di questa teoria non sono andati esenti da critiche. Si è lamentata la violazione della lettera della legge e dei principi comunitari, considerando che tale interpretazione finisce per attribuire la qualifica di consumatore anche alle persone giuridiche e che, trattandosi di professionista o imprenditore – sì persona fisica ma contraente forte –, il problema dell’asimmetria informativa può essere risolto con l’ausilio di consulenti, mediante l’acquisizione delle informazioni necessarie o comunque con l’esperienza conseguita con l’abitudine nel compimento di uno specifico atto⁷⁹.

Le critiche avanzate sembra che possano essere superate con un temperamento dell’interpretazione proposta. Pur accogliendo la lettura oggettiva della definizione, quindi facendo dipendere la qualifica dall’atto e non dalla incompetenza (soggettiva) del

⁷⁶ A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, cit., p. 24

⁷⁷ L. GATT, *Ambito soggettivo di applicazione della disciplina. Il consumatore e il professionista*, cit., p. 100 ss.

⁷⁸ L. GATT, *Ambito soggettivo di applicazione della disciplina. Il consumatore e il professionista*, cit., p. 151.

⁷⁹ In questi termini D. MAFFEIS, *Ambito soggettivo di applicazione degli artt. 1469 bis e seguenti c.c. - Il commento*, in *Contratti*, 2000, 5, p. 452. E. DESANA, *L’impresa fra tradizione e innovazione*, cit., p. 301 osserva che “va però osservato che non sempre l’imprenditore sia qualificabile come contraente forte, laddove può in determinati frangenti rivestire la parte di contraente debole, e richiedere per tali motivi meccanismi correttivi che non si volgono soltanto a suo favore, ma che perseguono *in primis* (o anche l’interesse del mercato)”.

consumatore, secondo alcuni⁸⁰ sarebbe maggiormente opportuno evitare un eccessivo ampliamento della categoria degli atti relativi alla professione. Pertanto, si propone di considerare atti della professione “non soltanto quelli che realizzino direttamente l’oggetto dell’attività professionale o imprenditoriale, bensì anche quelli che si trovino in rapporto di strumentalità diretta e/o non occasionale con l’esercizio della professione”⁸¹ ossia “quelli senza i quali la professione non potrebbe essere svolta, ma non già quelli genericamente compiuti per interesse professionale o che tale interesse soddisfino soltanto occasionalmente”⁸².

In definitiva, la non occasionalità dell’atto quale limite discrezionale tra atti della professione e atti relativi alla professione recupera il tema dell’asimmetria informativa che determina lo squilibrio tra le parti e, quindi, appare maggiormente in linea con la *ratio* della tutela⁸³.

3.3 Il professionista.

Come anticipato, la controparte del consumatore può essere solamente il “professionista” così come declinato dall’art. 3 Codice del consumo. Si tratta di una definizione “speculare”⁸⁴ alla nozione di consumatore e che, come visto, contribuisce a delinearne i confini, giacché certamente non può essere consumatore colui che è invece professionista. Infatti, la nozione di consumatore individua un elemento “relazionale ... ai cui fini rilevano non già le caratteristiche strutturali del soggetto, bensì la posizione da questi assunta in un dato ambito di contrattazione con un professionista”⁸⁵.

⁸⁰ A. FICI, “Consumatore” e “Professionista” e criteri di vessatorietà nei contratti del consumatore, in *Corriere giur.*, 2002, p. 1627 ss.

⁸¹ A. FICI, “Consumatore” e “Professionista” e criteri di vessatorietà nei contratti del consumatore, cit., p. 1627.

⁸² *Ibidem*.

⁸³ Sul punto, G. ALPA, A. CATRICALÀ (a cura di), *Diritto dei consumatori*, cit., p. 153; E. GABRIELLI, *Il consumatore e il professionista*, cit., nt. 42, p. 21-22. Pare qui opportuno ricordare che la dottrina - attesi i limiti definitori del codice - ha altresì elaborato la teoria del c.d. “terzo contratto”, che vede due soggetti imprenditori posti in situazione di squilibrio contrattuale (sul tema, per tutti, G. COLANGELO, *L’abuso della dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un’indagine comparata*, Giappichelli, Torino, 2004) la quale però è stata criticata da parte della dottrina che ne ha escluso l’operatività, si veda V. ROPPO, *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul terzo contratto)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 695. Avverso tale categoria contrattuale, si è opposta quella del “contratto asimmetrico” (si veda V. ROPPO, *Ancora su contratto asimmetrico e terzo contratto. Le coordinate del dibattito con qualche elemento di novità*, in *La vocazione civile del giurista*, G. Alpa, V. Roppo (a cura di), GLF Editori Laterza, Roma-Bari, 2013, p. 178 ss.) che comprenderebbe i rapporti contrattuali caratterizzati da un’asimmetria fisiologica, includendo i contratti sia tra consumatori e professionisti sia i contratti tra imprenditori.

⁸⁴ G. CHINÉ, *Sub art. 3*, in *Codice del consumo*, cit., p. 31.

⁸⁵ E. GABRIELLI, *Sulla nozione di consumatore*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 4, 2003, p. 1158 ss.

In particolare, la controparte del consumatore è quella “*persona fisica o giuridica che agisce nell’esercizio della propria attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale, ovvero un suo intermediario*” (art. 3, co. 1, lett. c), cod. cons.). Si ritiene che tale nozione abbia valenza generale, anche se non viene replicata in tutte le sezioni del Codice del Consumo; infatti, il professionista viene specificato (ma non sostituito, trovandosi in rapporto di genere e specie) ricorrendo ad altre figure - quali, ad esempio, il fornitore di servizi finanziari o il finanziatore nel credito al consumo - che meglio rappresentano la controparte del consumatore in riferimento ad una determinata fattispecie contrattuale.

Si tratta dunque dell’imprenditore che intenda concludere un contratto con il consumatore, e, al contrario di quest’ultimo, può ben assumere la forma di ente collettivo, sia pubblico⁸⁶ che privato, con o senza personalità giuridica, giacché si ritiene che “l’espressione persona giuridica non [vada] intesa nel suo significato tecnico-giuridico”⁸⁷. Bisogna però precisare, che, secondo la dottrina e la giurisprudenza, l’ente collettivo è professionista, e quindi imprenditore, solamente laddove svolga “un’attività che deve avere natura economica, essere svolta in modo non occasionale ed essere connotata da (un minimo) di organizzazione”⁸⁸.

Infine, rientra nella nozione di professionista anche colui che svolge una professione intellettuale regolata, nonostante la sussistenza di un rapporto fiduciario, non commerciale, privo di standardizzazione⁸⁹.

3.4 L’assenza di una nozione unitaria di consumatore.

Come detto, la nozione di consumatore posta dall’art. 3 del Codice ha la volontà di essere generale. Tuttavia, ciò è vero solamente in parte giacché nella medesima normativa troviamo diverse nozioni di consumatore, laddove ciò sia reso necessario dall’ambito settoriale della disciplina e dalle esigenze della protezione.

⁸⁶ G. DE CRISTOFORO, *Le discipline settoriali dei contratti dei consumatori*, in *Mercati regolati*, V, del Trattato dei contratti diretto da V. ROPPO e A. BENEDETTI, Milano, Giuffrè, 2014, p. 50 – 51 e *ivi* la giurisprudenza. Nello stesso senso, tra gli altri, G. CHINÉ, *Sub art. 3*, in *Codice del consumo*, cit., p. 4.

⁸⁷ E. MINERVINI, *Dei contratti del consumatore in generale*, cit., p. 27.

⁸⁸ G. DE CRISTOFORO, *Le discipline settoriali dei contratti dei consumatori*, cit., p. 56, il quale esclude che sia necessario il perseguimento dello scopo di lucro. Tale considerazione non potrebbe essere revocata in dubbio guardando alla definizione che il codice civile dà di “imprenditore” e in cui la dottrina maggioritaria ricomprende senz’altro gli enti senza scopo di lucro, purché l’attività sia svolta con metodo economico, ossia sia volta almeno al pareggio degli utili con le perdite.

⁸⁹ Così A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, cit. p. 37 e la giurisprudenza *ivi* citata. Dello stesso avviso, G. CHINÉ, *Sub art. 3*, in *Codice del consumo*, cit., p. 31, il quale ricorda che “la ragione storica dell’unificazione risiede nell’origine francese del termine usato dal legislatore comunitario per riferirsi al professionista (*professionnel*)”.

In merito, si è osservato che “settori importanti del codice del consumo considerano così un soggetto differente, rispetto al consumatore classico, con la conseguenza che le disposizioni del codice del consumo presentano ambiti applicativi di differente ampiezza. Insomma, non vi è un consumatore identico a se stesso per tutto il codice del consumo. L’opera di riordino, ideata per celebrare la specificità delle norme di tutela del consumatore, rischia di demolirne la figura: travolto dalla molteplicità delle definizioni, il consumatore sembra perdere la sua identità”⁹⁰.

Ancora si individua il c.d. “consumatore medio” ossia quel soggetto “normalmente informato e ragionevolmente attento e avveduto”, che rileva, ad esempio, nell’ambito delle pratiche commerciali scorrette, in contrapposizione ad un peculiare tipo di consumatore, quello “vulnerabile”, destinatario della disciplina sulla sicurezza dei prodotti⁹¹.

Tali considerazioni, insieme con le critiche mosse dalla dottrina in merito alla riconducibilità della nozione di consumatore specialmente al requisito della persona fisica, ma anche della non professionalità dell’attività svolta, ha sollevato un dibattito circa l’unitarietà della nozione di consumatore che si estende al settore dei mercati finanziari e in particolar modo al ruolo del consumatore come investitore.

Si è osservato che “la questione ... verte sulla *ratio* della disciplina di favore che accompagna il consumatore nel suo rapporto col mondo della produzione e della distribuzione...Se infatti è vero che la Costituzione, per il tramite dei limiti di cui all’art. 41, comma 2, (ed anzi impone) le necessarie compressioni della iniziativa economica privata (e contrattuale) a tutela della controparte svantaggiata, proprio in tale situazione di debolezza sembrerebbe riconoscersi anche la ragione sufficiente di tale tutela differenziata (e rafforzata) a livello legislativo”⁹².

In questi termini, allora andrebbero ripensati il requisito della “fisicità” e della “non professionalità”, soprattutto se si considera il settore dell’intermediazione finanziaria, atteso, come si vedrà la forte asimmetria informativa tra le parti, dovuta anche dalla sussistenza di una spiccata tecnicità del settore, e l’elevato livello di standardizzazione del rapporto. Sulla “non professionalità”, però, bisognerebbe precisare che ove lo squilibrio tra le parti sia solamente economico e non anche informativo, sembra altrettanto persuasiva chi sottolinea come la mancanza del secondo segna la definitiva differenza tra le due figure⁹³.

La nozione di consumatore risulta dunque caratterizzata da una poliedricità tale da escludere che possa appartenergli uno *status*, almeno non in un’accezione tecnica, ma

⁹⁰ E. MINERVINI, *Status delle parti e disciplina del contratto*, in *Obb. e Contr.*, 2008, 1, p. 9-10.

⁹¹ Si veda diffusamente, N. GALGANO ZORZI, *Contratto di consumo e libertà del consumatore*, Cedam, Assago, 2012, p. 1 ss.

⁹² PEDRINI, *Consumo, risparmio, finanza*, cit. p. 238 – 239.

⁹³ G. ALPA, A. CATRICALÀ (a cura di), *Diritto dei consumatori*, cit., p. 144

invero, una posizione contrattuale da accertare caso per caso⁹⁴, laddove la figura del consumatore muta a seconda delle esigenze dettate da diverse condizioni di vulnerabilità.⁹⁵

La disparità informativa è dunque “un dato strutturale”⁹⁶, ma nell’ambito dell’intermediazione finanziaria, ove considerata l’alta tecnicità del settore, essa può sussistere altresì ove i contratti siano conclusi da soggetti che operano nell’ambito della propria attività. Infatti, come si vedrà, l’individuazione della parte debole del rapporto dipende esattamente da tale condizione e la disciplina posta a tutela dell’investitore è caratterizzata da molteplici regole che esprimono il principio di trasparenza⁹⁷.

4. La tutela dell’investitore e i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento. I profili oggettivi, gli “strumenti finanziari” e “i servizi di investimento”

Dal punto di vista regolatorio, la tutela dell’investitore nell’ambito del settore mobiliare è stata perseguita attraverso l’utilizzo dello strumento contrattuale, il quale “assolve ora l’ulteriore finalità di fornire mezzi cognitivi agli investitori”⁹⁸ e uno strumento all’autorità di controllo per attuare il proprio ruolo di supervisore nella vigilanza del settore mobiliare. Il contratto avente ad oggetto i servizi di investimento diviene dunque uno degli strumenti di tutela prescelto dal regolatore europeo e dal legislatore nazionale per garantire la protezione dell’investitore che si muove nel mercato finanziario. Appare quindi opportuno analizzare brevemente i possibili contratti che l’investitore può concludere e a cui la disciplina di protezione andrà ad applicarsi⁹⁹.

⁹⁴ A. VALONGO, *Profili di tutela individuale dell’investitore tra nullità e responsabilità civile*, cit., p. 42. Per approfondimenti si veda anche per gli approfonditi rinvii, S. KIRSCHEN, *Sub art. 3*, in *Codice del consumo, Commentario*, G. Alpa, L. Rossi Carleo (a cura di), Napoli, 2005, p. 47 ss.

⁹⁵ L. ROSSI CARLEO, *Consumatore, consumatore medio, investitore e cliente: frazionamento e sintesi nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Europa e dir. priv.*, 3, 2010, p. 685-710.

⁹⁶ G. ALPA, A. CATRICALÀ (a cura di), *Diritto dei consumatori*, cit., p. 144

⁹⁷ A. VALONGO, *Profili di tutela individuale dell’investitore tra nullità e responsabilità civile*, cit., p. 47, nt. 3.

⁹⁸ G. ALPA, A. CATRICALÀ (a cura di), *Diritto dei consumatori*, cit., p. 295.

⁹⁹ Al contrario della disciplina consumeristica, la definizione di “investitore” o “cliente” (al dettaglio o professionale che sia) ha un ambito ben specifico di applicazione e non ha la stessa portata “generale” dell’art. 3 cod. cons. Ad esempio, non troveremo norme nel Testo unico della finanza come quelle dedicate alla disciplina delle clausole vessatorie del Codice del consumo, le quali tendono a trovare applicazione in i contratti che hanno come controparti un consumatore o un professionista, indipendentemente dal settore del mercato ove tale contratto possa collocarsi (salvo che la stessa legge non disponga diversamente), e per i quali rilevano quindi esclusivamente i profili soggettivi. Al contrario, la definizione di “investitore” o “cliente a dettaglio o professionale” ha rilevanza esclusivamente nel settore mobiliare e, per quanto interessa nel presente lavoro, nell’ambito specifico dei servizi di investimento, i cui profili oggettivi, pertanto necessitano di essere qui brevemente descritti.

Nella disciplina europea non si fa mai riferimento espressamente ai “contratti di investimento”, benché chiaramente tale dato possa dirsi sottointeso. Al contrario, nel t.u.f. - oltre alla disciplina delle regole di comportamento ex artt. 21 e ss. - l’art. 23 viene appunto rubricato i “Contratti” ed esordisce con “i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento...”¹⁰⁰.

I singoli servizi di investimento hanno ad oggetto gli “strumenti finanziari” che, come anticipato, hanno fatto ingresso nel nostro ordinamento già dalla Direttiva Eurosim. Il legislatore italiano, sulla scorta delle disposizioni della MiFID e MiFID II, ha scelto la strada dell’elencazione parzialmente chiusa, ma temperata dalla possibilità di ampliarne il contenuto tramite lo strumento regolatorio in accordo con le esigenze evolutive dei mercati finanziari¹⁰¹. In particolare, ai sensi dell’art. 1, co. 2, per “strumento finanziario” si intende qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell’Allegato I e quindi: i valori mobiliari¹⁰², gli strumenti del mercato monetario¹⁰³, le quote di un

¹⁰⁰ Invero, la disciplina utilizza la nomenclatura “servizi e attività di investimento”. Secondo R. COSTI, *Il mercato mobiliare: Aggiornamento alla Mifid 2*, Giappichelli, Torino, 2018, p. 126, secondo il quale “non è dato individuare una realtà fenomenica delle «attività di investimento» diversa da quella di servizio di investimento ... L’introduzione di tale nuova nozione si rivela, pertanto, un’inutile innovazione terminologica”.

¹⁰¹ Ai sensi dell’art. 18, comma 5, lett. a) t.u.f.: “Il Ministro dell’economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d’Italia e la Consob: a) può individuare, al fine di tener conto dell’evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività”.

¹⁰² Ai sensi dell’art. 1, co. 1-bis, t.u.f.: “Per “valori mobiliari” si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure”. In questo caso, secondo R. COSTI, *Il mercato mobiliare: Aggiornamento alla Mifid 2*, cit., p. 10, il legislatore si è orientato nel senso di fornire “un catalogo aperto ...”, in questi termini, “i valori mobiliari appartengono e contribuiscono nello stesso tempo a definire i confini del mercato dei capitali”.

¹⁰³ Ai sensi dell’art. 1, co. 1-ter, t.u.f.: “Per “strumenti del mercato monetario” si intendono categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i buoni del Tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali”. Di nuovo, come rilevato nella nota precedente, il catalogo degli strumenti del mercato monetario non è tassativo.

organismo di investimento collettivo¹⁰⁴, la complessa categoria dei contratti derivati¹⁰⁵ e, infine, le quote di emissione¹⁰⁶.

¹⁰⁴ Ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. k), t.u.f.: "l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi dai consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata".

¹⁰⁵ I contratti derivati sono così elencati: - Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti. - Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward»), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto. - Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica. - Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al numero 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati. - Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito. - Contratti finanziari differenziali. - Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione.

Si veda F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare: aggiornamento a MiFID e Market Abuse Regulation*, Giappichelli, Torino, 2017, p. 99 e ss. per una proposta di sistematizzazione.

¹⁰⁶ Le quote di emissione consistono in qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE relativa al sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare: aggiornamento a MiFID e Market Abuse Regulation*, cit., p. 96, ricorda come la direttiva MiFID II abbia emancipato tali strumenti dal loro antecedente stato di sottostante dei derivati, in accordo con la "progressiva tendenza della disciplina del mercato finanziario ad invadere settori, o ambiti, propri della regolamentazione non finanziaria, e che, nel caso di specie, sembra trovare la propria giustificazione nell'evoluzione che hanno conosciuto i mercati di scambio delle quote di emissioni, sviluppatasi nel contesto delle misure attuative degli accordi internazionali in materia, a partire dal protocollo di Kyoto".

Il sistema ideato dal legislatore prevede quindi un catalogo di strumenti finanziari che al suo interno si dirama in ulteriori particolari *species*¹⁰⁷, ma che a sua volta, si ricorda, è esso stesso una sottocategoria di un più ampio genere, quella del “prodotto finanziario” a cui invece viene assegnata una definizione generale. I prodotti finanziari sono infatti “gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria”¹⁰⁸, ai quali però, non si applica la disciplina relativa ai servizi di investimento, se non sono riconducibili alla specie dello strumento finanziario¹⁰⁹.

La determinazione normativa dei servizi di investimento segue la stessa struttura degli strumenti finanziari, nel senso che i primi, come i secondi, vengono tipizzati in un catalogo tassativo ampliabile tramite l'intervento della regolazione secondaria. È stato osservato, peraltro, che tale carattere di tassatività è dovuto alla mancanza di una definizione generale, la quale però non impedisce di identificare “un minimo comune denominatore che giustifichi la ricomprensione dei servizi di investimento tipizzati in quel catalogo e questo comune denominatore va rintracciato nella rilevanza che tali servizi, se esercitati professionalmente, hanno per il buon funzionamento del mercato finanziario”¹¹⁰.

In particolare, l'art. 1, co. 5, t.u.f. elenca otto tipi di servizi di investimento, alcuni arricchiti e precisati da ulteriori definizioni normative fornite dai commi successivi: a) la negoziazione per conto proprio, ossia l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta; b) l'esecuzione di ordini per conto dei clienti, ossia la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione. Esso, inoltre comprende la ricezione e la trasmissione di ordini, nonché l'attività di mediazione necessaria a mettere in contatto gli investitori interessanti all'operazione; c) l'assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; c-bis) il collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; d) la gestione di portafogli, la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti; e) la ricezione e trasmissione di ordini; f) la consulenza in materia di investimenti, ossia la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari; g)

¹⁰⁷ F. ANNUNZIATA., *La disciplina del mercato mobiliare: aggiornamento a MiFID e Market Abuse Regulation*, cit., p. 97-98, sottolinea che la caratteristica comune degli strumenti finanziari è rappresentata dalla loro “negoziabilità” o “normale negoziabilità” sul mercato di capitali (non necessariamente regolamentato).

¹⁰⁸ Con esclusione dei depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti, ex art. 1 co. 1, lett. u), TUF.

¹⁰⁹ Per questa ricostruzione e il rapporto tra strumenti finanziari e prodotti finanziari, nonché tra specie degli strumenti finanziari, si veda R. COSTI, *Il mercato mobiliare: Aggiornamento alla Mifid 2*, cit., p. 10 – 11.

¹¹⁰ R. COSTI, *Il mercato mobiliare: Aggiornamento alla Mifid 2*, cit., p. 125.

la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, ossia un sistema che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte II; g-bis) la gestione di sistemi organizzati di negoziazione, ossia un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III. Naturalmente, gli ultimi due servizi, che forse in questo caso possono essere meglio considerati come attività, non andranno ricompresi nell'ambito dei servizi forniti direttamente al cliente¹¹¹ e quindi non saranno nel prosieguo annoverati come "oggetto" dei contratti di investimento tra cliente e intermediario.

Infine, accanto ai servizi di investimento meritano di essere almeno nominati i servizi accessori¹¹² elencati nell'Allegato I, sezione B (*ex art. 1, co. 6, t.u.f.*), che rappresentano l'attività collaterale che i soggetti abilitati a fornire i servizi di investimento possono svolgere nonostante la riserva di attività¹¹³. Salvo diversamente previsto mediante espressa deroga, gli intermediari – e solo gli intermediari abilitati – nel prestare tali attività sono vincolati alle medesime regole di condotta previste dalla normativa mobiliare per i servizi di investimento¹¹⁴.

¹¹¹ In argomento, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare: aggiornamento a MiFID e Market Abuse Regulation*, cit., p. 100, nt. 18.

¹¹² I servizi accessori di cui all'Allegato 1, sezione B, t.u.f. sono: "(1) Custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, inclusi la custodia e i servizi connessi come la gestione di contante/garanzie reali ed esclusa la funzione di gestione dei conti titoli al livello più elevato. (2) Concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a uno o più strumenti finanziari, nella quale interviene l'impresa che concede il credito o il prestito. (3) Consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese. (4) Servizio di cambio quando detto servizio è legato alla fornitura di servizi di investimento. (5) Ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari. (6) Servizi connessi con l'assunzione a fermo. (7) Servizi e attività di investimento, nonché servizi accessori del tipo di cui alle sezioni A o B, collegati agli strumenti derivati di cui alla sezione C, punti (5), (6), (7) e (10), se legati alla prestazione di servizi di investimento o accessori".

¹¹³ Sul punto, R. COSTI, *Il mercato mobiliare: Aggiornamento alla Mifid 2*, cit., p. 130.

¹¹⁴ Sul punto, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare: aggiornamento a MiFID e Market Abuse Regulation*, cit., p. 117 osserva che "ovviamente, tale soluzione non può trovare applicazione quando i servizi accessori in quanto attività non soggette a riserva sono prestati da soggetti diversi dagli intermediari abilitati: si assiste, pertanto, alla curiosa situazione in base alla quale gli intermediari abilitati sono soggetti a vincoli più stringenti, rispetto a soggetti non sottoposti ad alcuna forma di controllo o di vigilanza, in merito alla prestazione dei servizi in questione".

Questi servizi sono regolati in parte a livello di fonte primaria e in parte a livello di fonte secondaria, la quale, nel regolamento Consob, detta il contenuto minimo obbligatorio e inderogabile dei contratti di investimento. Viene così ad esistere un quadro normativo così complesso che porta inevitabilmente a chiedersi se ci si trovi di fronte ad un tipo contrattuale unico ovvero suddivisibile in tanti sottotipi quanti sono i servizi di investimento.

Secondo autorevole dottrina¹¹⁵, invero, la corretta classificazione dei contratti in esame non può essere articolata nel rapporto tipo e sottotipo, laddove questo è saldamente ancorato alla teoria della causa in concreto. Tale conclusione dipende necessariamente dall'assenza di una definizione a livello normativo (non sussistente nemmeno nell'art. 23), né dalla disciplina è ricavabile una causa di detti contratti, emergendo al contrario "una disciplina di protezione destinata a realizzare, in via mediata, gli obiettivi generali che il testo unico si prefigge, e cioè l'integrità del mercato finanziario, soprattutto sotto il profilo della trasparenza e dell'adeguata e corretta informazione agli investitori"¹¹⁶. Più opportunamente, dunque, si individua la categoria come elemento classificatore dei contratti di investimento, utilizzata come tecnica di intervento legislativa ove il fine sia la tutela della parte debole del rapporto contrattuale. Il risultato quindi è il raggruppamento all'interno di una singola categoria, cosciente dell'operazione economica sottesa, di più tipi contrattuali, precisamente come avviene per i contratti dei consumatori, al fine di assicurare l'applicazione trasversale di un'unica disciplina di protezione in un'ottica di correzione dei fallimenti del mercato¹¹⁷.

4.1 (segue) Profili soggettivi dei contratti relativi ai servizi di investimento. I soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento

Al fine di determinare l'ambito soggettivo che caratterizza i contratti aventi ad oggetto i servizi di investimento, è necessario individuare le caratteristiche che il legislatore assegna alle parti che concludono tale rapporto negoziale.

Sul punto, si individuano preliminarmente due parti: da un lato, il fornitore del servizio, ossia quel soggetto che, unitariamente, ma in maniera atecnica, può essere indicato come "intermediario" e, dall'altro, il destinatario del servizio stesso che può chiamarsi "investitore" o "cliente". Entrambe le figure sono definite dal legislatore il quale ne delinea minutamente le caratteristiche: la prima è condizionata dai servizi che la stessa può fornire considerato il regime di riserva di attività previsto nel mercato

¹¹⁵ E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, cit., p. 37 ss.

¹¹⁶ E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, cit., p. 40

¹¹⁷ E. GABRIELLI, R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, cit., p. 46 e 47, e *ivi* la dottrina.

mobiliare, mentre la seconda si articola in diversi soggetti, le cui qualità mutano in base alla necessità di protezione.

Quanto ai soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento, il titolo II del t.u.f. dedicato ai “servizi e attività di investimento”, così come individuati nei precedenti paragrafi, dedica il primo dei suoi articoli ai “Soggetti”, ai quali solamente è consentito l’esercizio di tale attività, a condizione del rilascio della relativa autorizzazione da parte della Autorità di Vigilanza¹¹⁸. Il sistema europeo di mutuo riconoscimento consente peraltro ai soggetti abilitati di prestare i servizi anche al di fuori dei confini dei singoli Stati Membri.

Più nel dettaglio, tra i soggetti cui può essere rilasciata l’autorizzazione si annoverano, in primo luogo, le banche, le Sim e le imprese di investimento, le quali possono esercitare l’attività in riferimento a tutti i servizi di investimento e accessori, oltre che, naturalmente per la prima, l’attività bancaria. Vi sono poi anche le società di gestione del risparmio che, oltre a fornire l’attività di gestione in monte, sono abilitate a prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti e di gestione (individuale) di portafogli nonché, a determinate condizioni, il servizio di trasmissione e ricezione di ordini.

La riserva di attività a favore di questi soggetti, tuttavia, sussiste solamente in presenza di una duplice condizione: l’esercizio della prestazione dei servizi di investimento deve essere “professionale” e svolgersi “nei confronti del pubblico”.

Per la determinazione dei confini del primo dei due requisiti è necessario far riferimento al d.m. 26 giugno 1997, n. 329, emanato in attuazione dell’ormai abrogato Decreto Eurosim, il quale rappresenta ancora oggi un’importante guida interpretativa, poiché il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, pur avendo introdotto un regime specifico per le “esenzioni” alla riserva mediante l’art. 4-terdecies t.u.f., non ha fornito una definizione della nozione di “professionalità” o di “pubblico”. In particolare, il decreto ministeriale prevedeva tra i casi di esenzione i “servizi prestati in via occasionale ed accessoria, senza predisposizione di idonei schemi organizzativi per il loro svolgimento, in quanto non esercitati professionalmente”. Oggi, il requisito dell’accessorietà è variamente disciplinato l’art. 4-terdecies t.u.f., ma resta tutt’ora rilevante il riferimento all’occasionalità e all’inidoneità organizzativa, la cui presenza integra quindi un’ipotesi di eccezione. Tali requisiti peraltro possono ricavarsi *a contrario* anche dalla disciplina sull’imprenditore di cui all’art. 2082 c.c., analogamente al discorso affrontato per il professionista del Codice del Consumo¹¹⁹.

¹¹⁸ Per quanto riguarda i soggetti abilitati aventi sede in Italia, la competenza per il rilascio dell’autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento viene assegnata alla Consob (ad esempio, per le SIM) o alla Banca d’Italia (ad esempio, per le banche, gli intermediari ex art. 106 TUB e le SGR) con obbligo di interpello di una con l’altra. Per una disamina sull’argomento si veda R. COSTI, *Il mercato mobiliare: Aggiornamento alla Mifid 2*, cit., p. 134 e ss.

¹¹⁹ ANNUNZIATA., *La disciplina del mercato mobiliare: aggiornamento a MiFID e Market Abuse Regulation*, cit., p. 121, l’autore inoltre precisa: “la nozione di “organizzazione”, che pur si ritrova nella definizione di imprenditore, ma che, in quella sede, viene enunciata distintamente rispetto a quella di

Per quanto riguarda invece la nozione di pubblico, non vi sono particolari indicazioni nel d.m. se non la rilevanza dell'esenzione per i servizi prestati nell'ambito del rapporto di controllo, come definito dal t.u.b., "in quanto non esercitati nei confronti del pubblico". L'attuale art. 4-terdecies t.u.f. ha sostanzialmente replicato la previsione del decreto in merito, statuendo che "ai soggetti che prestano servizi di investimento esclusivamente nei confronti di soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo" non si applica la disciplina relativa agli intermediari, di cui alla parte II. Risulta, pertanto, ancora attuale l'orientamento della dottrina che nell'interpretazione del d.m. ha inteso richiamare la nozione di pubblico formatasi nell'ambito del settore bancario, ritenendo tali tutti i "soggetti o economie terze"¹²⁰ rispetto all'intermediario.

4.2 L'evoluzione della figura dell'investitore in forza del principio di graduazione della tutela.

Come si dirà meglio nel prosieguo e pare qui opportuno accennare, la regolazione del settore dei mercati finanziari, qui inteso come comprensivo del settore mobiliare, bancario e assicurativo, tradizionalmente non ha interessato i programmi legislativi relativi alla tutela del consumatore. Anche per tale ragione, pertanto, la nomenclatura giuridica relativa ai contratti stipulati in questi settori ha sempre preferito riferirsi alla controparte dell'impresa con termini dizione quali cliente, utente o investitore.

Tornando quindi ai servizi di investimento disciplinati dal t.u.f. e dai relativi Regolamenti, si troverà esclusivo riferimento alla nozione di "cliente"¹²¹, la cui figura però è analiticamente frammentata in base a determinate caratteristiche soggettive che indicano, riducono o eliminano la necessità di protezione esprimendo, così il principio di graduazione della tutela che ispira la disciplina del rapporto di intermediazione mobiliare.

Prima dell'intervento della Direttiva MiFID, già la direttiva 93/22/CEE e di conseguenza il t.u.f. avevano iniziato a dare voce a tale principio prevedendo che nell'implementazione delle regole di comportamento cui erano tenuti gli intermediari si tenesse conto anche della professionalità degli investitori.

Non solo. Prima dell'intervento del regolatore europeo e prima ancora dell'emanazione del t.u.f., quando era in vigore la legge Sim, la Consob, all'art. 13 della

professionalità. Ne deriva che la disciplina secondaria conferma ciò che già poteva ricavarsi in base ad ordinari criteri interpretativi, ma, allo stesso tempo, circoscrive ulteriormente la portata della riserva, introducendo un elemento (quello riferito, per l'appunto, all'"organizzazione" del soggetto), che non si ricaverebbe di per sé dalla sola nozione di "professionalità"¹²⁰.

¹²⁰ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare: aggiornamento a MiFID e Market Abuse Regulation*, cit., p. 122.

¹²¹ Il legislatore, oggi, non distingue più tra investitore o cliente, considerandoli direttamente sinonimi. In arg. art. 1 t.u.f. che si rivolge a entrambi.

Delibera Consob 2 luglio 1991, n. 5387, aveva previsto una distinzione tra investitori sulla falsariga della disciplina delle esenzioni dell'obbligo di prospetto. In particolare, si era esclusa la necessità di rispettare la disciplina degli obblighi informativi previsti dall'art. 6 della legge Sim, ove il cliente fosse stato un "operatore qualificato". L'operatore qualificato si identificava, in primo luogo, con banche e Sim, ma anche con "ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari espressamente dichiarata per iscritto". La *ratio* della norma si rinveniva nella riduzione dei costi transattivi – relativi a quei rapporti privi del particolare squilibrio informativo che distingue l'intermediazione mobiliare – i quali, diversamente, sarebbero stati compresi nella provvigione, al fine di recuperare gli altrettanti costi di organizzazione sostenuti dall'intermediario.

Tale distinzione tuttavia era stata prevista esclusivamente su base regolamentare e non aveva una copertura a livello di fonte primaria. Si lamentava, infatti, che l'art. 9 della legge Sim non avesse delegato la Consob ad operare una distinzione tra clienti e pertanto l'art. 3 costituiva una evidente violazione degli artt. 2 e 4 delle disposizioni sulla legge in generale, relativi alla gerarchia delle fonti. Siffatto contesto aveva dato dunque vita a problemi interpretativi di non scarso rilievo risolti dalla giurisprudenza di legittimità solamente con sentenza del 26 maggio 2009, a favore dell'art. 13 del Reg. Consob, attesa la delega operata dall'art. 9 della legge Sim, in forza della quale era consentito alla Consob determinare "le regole di comportamento che le società di intermediazione mobiliare devono osservare nello svolgimento delle attività per le quali sono autorizzate, anche con riferimento allo svolgimento congiunto di più attività"¹²², avuto però anche riguardo alla successiva evoluzione normativa.

Ed effettivamente, l'art. 6 del d.lgs. n. 58 del 1998 e l'art. 31 del regolamento Consob n. 11522/1998, prima dell'attuazione della direttiva MiFID, consentivano la graduazione degli obblighi informativi in riferimento al tipo di cliente. Più precisamente, si distingueva tra clienti al dettaglio e operatori qualificati. I primi erano individuati in negativo essendo tutte le persone fisiche o giuridiche che non erano inquadrabili nella

¹²² La Corte ha quindi espresso il seguente principio di diritto "in tema di contratti di intermediazione mobiliare, l'art. 13 reg. Consob 2 luglio 1991 n. 5387, il quale esclude l'applicabilità di alcune norme di protezione (di cui all'art. 6 l. n. 1 del 1991) nei confronti di determinati operatori qualificati ... non contrasta con la legge, atteso che, pur mancando un'espressa previsione della possibilità di tale esclusione, la disposizione risponde ad esigenze di tutela differenziata degli investitori, presenti nell'intero sistema della stessa legge, e che hanno trovato espressa conferma nella legislazione successiva". Cass., 26 maggio 2009, n.12138, con nota di L. C. APPIANI, *Valore probatorio della «dichiarazione di operatore qualificato» e doveri informativi passivi dell'intermediario*, in *Giur. comm.*, 2, 2011, p. 276 ss. Tale principio è stato poi accolto da Trib. Rimini, 28 maggio 2010 e Trib. Forlì, 14 aprile 2010, entrambe con nota di G. B. BARILLÀ, *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2011, p. 281 ss.; A. DOLMETTA, U. MINNECI, *Borsa (contratti di)*, in *Enc. dir., Agg.*, Milano, 2001, p. 174, secondo i quali il principio di gradualità sarebbe immanente all'ordinamento e quindi non necessiterebbe di una fonte primaria che lo preveda.

definizione di operatore qualificato. Questi ultimi erano a loro volta suddivisibili in operatori qualificati “di diritto” (banche, Sim, SGR, imprese di assicurazione e persone fisiche con un particolare ruolo professionale, ecc.)¹²³ e “su dichiarazione”. Questi ultimi erano “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”.

Mentre la definizione di ‘operatore qualificato di diritto’ non dava adito ad alcun dubbio interpretativo, giacché tale qualifica poteva quasi dirsi intrinseca al loro stesso – si passi il termine – codice genetico, al contrario destava non poche perplessità l’ultimo inciso dell’art. 31. Infatti, non si aveva contezza dei contenuti che tale dichiarazione dovesse avere tanto che si era instaurata una prassi “minimalista”, standardizzata e ripetitiva di quanto indicato nella norma¹²⁴, senza spiegazione alcuna delle conseguenze ad essa connesse.

Sul punto, si erano formati due orientamenti, uno “formalista” – sostenuto, per ragioni che risulteranno presto ovvie, dal ceto bancario – e “uno sostanzialista”.

Il primo tendeva dare rilevanza alla mera dichiarazione unilaterale rilasciata dal legale rappresentante – che fosse amministratore unico di una piccola s.r.l. o amministratore delegato di una multinazionale quotata in borsa non aveva alcuna rilevanza – giacché non poteva chiedersi all’intermediario il gravoso (e costoso) onere di verificare il possesso delle competenze nel settore del mercato mobiliare “autocertificate” dallo stesso cliente¹²⁵. Qui risuona in maniera assordante la preponderante rilevanza del principio di “autoresponsabilità”¹²⁶, ancora forte nel settore mobiliare in quanto ancorato alla visione

¹²³ Ai sensi dell’abrogato art. 31 vecchio Reg. Intermediari: “per operatori qualificati si intendono gli 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”.

¹²⁴ Cfr. C. MOTTI, *L’attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. It.*, 2008, 5, p. 1167 ss.

¹²⁵ U. MINNECI, *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell’attività*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2012, 570 ss. e nt. 23 p. 575, che (ivi p. 572) osserva “quella cioè tendente a risolvere la dichiarazione di cui all’art. 31 in una mera attestazione generica (per non dire, apodittica se non auto-referenziale) della esistenza in capo all’ente di un adeguato grado di «perizia» in materia finanziaria”.

¹²⁶ Cfr. F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. il problema dell’effettività delle regole di condotta*, in *ilcaso.it*, d. n. 159/2009, p. 10 che osserva trattarsi di un’analisi interpretativa effettuata “secondo i principi liberali dell’autodeterminazione e dell’autoresponsabilità formalmente intesi, coerentemente agli insegnamenti della tradizione. In definitiva, secondo il nostro diritto privato chi immette (anche non volendo) una dichiarazione negoziale nel traffico giuridico è assoggettato alle conseguenze di esse secondo il loro obiettivo significato. Tale principio (dell’autoresponsabilità), che

dell'investitore come agente razionale e alla "tradizionale concezione del mercato all'ingrosso come il luogo dove lasciare che *the big boys play entirely by their own rules*"¹²⁷. Nonostante il principio di autoresponsabilità effettivamente ispiri, in parte, anche i rapporti contrattuali regolati dal codice civile, si è osservato come tale indirizzo interpretativo, avallato della giurisprudenza¹²⁸, finisca essenzialmente per dimenticare gli obblighi di buona fede oggettiva derivanti dallo stesso codice ed imposti al soggetto maggiormente informato, per dar spazio quasi unicamente alla legge del mercato¹²⁹.

Il secondo¹³⁰, invece, coglieva maggiormente il sottotesto di una tale interpretazione, che finiva per danneggiare un cliente che non avesse ben compreso le conseguenze di una dichiarazione che si sostanzialmente in una rinuncia alla qualità di cliente al dettaglio, in quanto, da un lato, poco attento alla sottoscrizione di un modulo che si andava ad unire alla mole documentale connessa alla sottoscrizione dei contratti di investimento e, dall'altro, non edotto sul significato di tale dichiarazione, non avendo le necessarie competenze per conoscerlo da sé. La semplice qualifica di amministratore di società, secondo questo orientamento, non era quindi sufficiente ad ammettere la qualità di operatore qualificato del cliente (società), rendendosi necessaria una verifica puntuale da parte dell'intermediario. Il principio qui applicato era quello di una tutela effettiva "facendo assurgere alla "categoria" della "simmetria informativa" il valore di criterio-guida da preferire ai diversi possibili significati della dichiarazione negoziale. ... in aderenza ai valori di efficienza, solidarietà, equità ... uno strumento di selezione degli interessi perseguiti attraverso i contratti di investimento"¹³¹.

Allo stato, non risulta che la Cassazione abbia espressamente risolto il conflitto interpretativo emerso nella giurisprudenza di merito, ma due pronunce meritano di essere analizzate per i significativi principi espressi. La prima è la n. 12138 del 2009 che si incentra sull'esame del Regolamento Consob 5387/1991, ma affronta altresì il successivo sviluppo normativo. Secondo la Corte, la *ratio* della normativa sarebbe stata volta "a richiamare l'attenzione del cliente circa l'importanza della dichiarazione ed a svincolare

trova la giustificazione e il limite nell'esigenza della tutela dell'affidamento, assegna a carico del dichiarante il rischio di una dichiarazione non conforme alla volontà effettiva".

¹²⁷ A. PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2010, p. 525.

¹²⁸ Trib. Milano, 20 luglio 2006, in *Nuova Giur. Comm.*, 2007, I, p. 809 ss., con nota di D. TOMMASINI, *La dichiarazione "autoreferenziale" di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*; Trib. Mantova, 9 giugno 2005, Trib. Milano, 6 aprile 2005, Trib. Rimini, 25 marzo 2005 (ord.), Trib. Mantova, 12 luglio 2004 (ord.), disponibili su www.ilcaso.it; C. Motti, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, cit., p. 1167 e ss.

¹²⁹ U. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Giuffrè, Milano, 2013, p. 21.

¹³⁰ Trib. Novara, 18 gennaio 2007, sul sito www.ilcaso.it; Trib. Torino, 3 febbraio 2005, in *Dir. e Prat. Società*, 2005, p. 68 ss., Trib. Milano, 21 febbraio 1995, in *Banca Borsa*, 1996, II, p. 442 ss.; Trib. Rovigo, 3 gennaio 2008, in ilcaso.it; Trib. Forlì, 12 settembre 2008 e Trib. Catania 13 febbraio 2009, in ilcaso.it.

¹³¹ F. SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. il problema dell'effettività delle regole di condotta*, cit., p. 10.

l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto”, soprattutto considerato che “non si rinviene alcun riferimento alla rispondenza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione di fatto effettiva e non è previsto a carico dell'intermediario alcun onere di riscontro della veridicità della dichiarazione, riconducendo invece alla responsabilità di chi amministra e rappresenta la società dichiarante gli effetti di tale dichiarazione”. Conclude quindi la Corte che “*in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario in valori mobiliari*” la dichiarazione unilaterale del legale rappresentante “pur non costituendo dichiarazione confessoria, in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo - esoneri l'intermediario stesso *dall'obbligo ulteriori verifiche sul punto e, in carenza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, possa costituire argomento di prova*” da cui si potesse desumere la qualità di operatore qualificato dell'investitore.

La seconda pronuncia¹³² riguarda invece la qualità di operatore qualificato che potevano assumere le persone fisiche che, ai sensi dell'art. 31 ex Reg. Consob, avessero documentato il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti per gli esponenti aziendali delle società di intermediazione mobiliare. In merito, la Corte ha affermato che “l'art. 31 del regolamento Consob n. 11522 presuppone la volontà del cliente, manifestata in modo espresso o tacito, ad essere così considerato operatore qualificato *ed impone all'intermediario di accertare, al momento dell'instaurazione del rapporto, il pregresso svolgimento di quei ruoli e compiti da parte dell'investitore per il periodo minimo indicato, senza che, tuttavia, l'intermediario debba avvalersi, a tal fine, esclusivamente della documentazione fornita dal cliente, potendo ricorrere anche altri mezzi di conoscenza, forniti o meno dal cliente stesso, idonei ad attestarne le peculiari qualità*”.

La ragione delle differenze nel trattamento della persona fisica e giuridica, secondo la Corte che richiama la sentenza del 2009, risiederebbe nella lettera della norma: “per le persone fisiche, la normativa secondaria ha dettato invece una previsione che, da un lato, è meno formale, non richiedendo la dichiarazione scritta, ma, dall'altro lato, è nella sostanza più incisiva, perché, ferma restando l'implicita necessità della provenienza di una richiesta del cliente in tal senso, non si affida però alla sua mera autodichiarazione, nè menziona la consegna all'intermediario, al momento della stipula del contratto, di documenti da cui risulti il pregresso svolgimento di quei ruoli e compiti nel periodo minimo indicato dal decreto ministeriale, ma richiede direttamente una c.d. “documentazione” delle qualità possedute”.

Ebbene, la Corte di legittimità in merito alla dichiarazione delle persone giuridiche sceglie una soluzione a metà strada tra l'orientamento sostanzialista e quello formalista, giacché la dichiarazione del cliente persona giuridica avrebbe un valore solamente

¹³² Cass., 27/10/2015, n. 21887, con nota di E. M. NEGRO, *Spetta all'intermediario accertare se l'investitore persona fisica sia operatore qualificato*, in *IlSocietario.it*, 14 dicembre 2015, confermata da Cass., 19/02/2018, n. 3962, Cass., 06/09/2021, n.24046, Cass., 22/06/2022, n. 20179.

presuntivo, suscettibile di prova contraria a carico però dell'investitore, a meno che l'intermediario non avesse a disposizione documentazione che attestasse il contrario. Invece, qualora si tratti di persona fisica, sembra lo stesso legislatore a porre limiti più stringenti, forse alla luce di una *ratio* più protettiva rispetto a quella che era stata prevista per le persone giuridiche.

Non si può negare che siffatti sviluppi interpretativi siano effettivamente aderenti al dettato normativo e alla *ratio* di tutela della disciplina mobiliare che ancora considerava l'investitore come "agente razionale". La critica allora non può che essere rivolta alla scelta del legislatore stesso, giacché la *ratio* delle due norme dovrebbe essere identica: eliminare costi transattivi inutili in assenza di un effettivo squilibrio informativo, sia a livello di competenze che conoscenze. Inoltre, non è comunque pienamente condivisibile la soluzione proposta dalla Corte nel 2009, laddove per escludere la sussistenza di una violazione della legge delega da parte della Consob invoca l'evoluzione normativa che ha seguito subito dopo, mentre ignora totalmente le modifiche che sono state poi introdotte dalla MiFID e che escludono la possibilità per gli intermediari di avvalersi di dichiarazioni standardizzate, tautologiche e minimaliste, nell'ambito dell'attività di classificazione della clientela.

Il solo contenzioso creatosi in Italia rende chiaro che l'impianto creato dalla Direttiva DSI non era in grado di rispondere alle esigenze di tutela degli investitori¹³³. Si è osservato che il sistema di deroga alla normativa di protezione basato sull'autonomia privata, infatti, ha consentito agli intermediari finanziari di porre in essere condotte opportunistiche, che non avrebbero superato il vaglio di legittimità se la classificazione della clientela si fosse basata su condizioni normative chiare e più rigorose¹³⁴.

L'esigenza di un nuovo e più evoluto impianto regolatorio è stata ben percepita a livello europeo, come sottolinea la Commissione osservava che "la DSI contiene norme di tutela di investitori ormai obsolete: le tutele offerte devono essere aggiornate, tenendo conto dei nuovi modelli aziendali, delle nuove pratiche di mercato e dei rischi connessi. Le norme di tutela degli investitori devono essere riviste anche per costringere le imprese operanti per conto degli investitori finali a fare un uso più attivo delle nuove possibilità di negoziazione, così da ottenere le migliori condizioni possibili per i loro clienti. Ciò

¹³³ Si veda la "Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati e che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CE e del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio (COM/2002/0625 final)", p. 7.

¹³⁴ Sul punto A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, in D'APICE R. (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, il Mulino, Bologna, 2010, p. 508 che afferma "una buona classificazione della clientela risulta, pertanto, dipendere dal tasso di imperatività della relativa disciplina e da un'adeguata proporzione nella disapplicazione delle norme di protezione. Particolarmente decisiva si dimostra, più nello specifico, la definizione normativa delle condizioni necessarie per la classificazione in una categoria meno protetta ... rimettere il meccanismo di *opt out* alla sola autonomia privata apre, infatti, ampi spazi per comportamenti opportunistici".

garantirà che la concorrenza tra i diversi tipi di sedi di esecuzione degli ordini vada a vantaggio degli investitori finali e non a loro svantaggi”.

Pertanto, le regole di comportamento dettate dalla MiFID – confermando, ma approfondendo, le soluzioni della direttiva DSI – avrebbero dovuto rispondere all’esigenza di un’applicazione differenziata in ragione del grado di protezione necessario all’investitore, in applicazione del principio di graduazione della tutela, così come stabilito dal considerando 31 della direttiva. Per questa ragione, rispetto alla precedente struttura bipartita, si è scelto di operare una tripartizione¹³⁵ dettando i criteri per l’individuazione delle figure del “cliente professionale”, della “controparte qualificata” e della categoria residuale del “cliente al dettaglio”. La profilatura della clientela, che si effettua mediante la raccolta ed elaborazione di un determinato set di informazioni, “costituisce un prodromo di tutti i principali strumenti di tutela contrattuale dell’investitore contenuti nella direttiva in parola”¹³⁶.

Si è inoltre considerata la possibilità di un’ulteriore e ancora più concreta diversificazione in ragione del servizio di investimento prestato. Infatti, “è previsto che le norme di dettaglio siano applicate in maniera differenziata in funzione dei vari servizi di investimento e a seconda se il cliente sia un investitore professionale o un investitore al dettaglio, il quale richiede una tutela di forma e d’intensità diverse. ... Le misure di esecuzione dettagliate saranno applicate in maniera differenziata anche ai servizi di investimento e ai servizi accessori e/o alle diverse forme di servizio (ad esempio gestione di portafogli e attività di negoziazione per conto terzi limitata all’esecuzione degli ordini) o di strumenti”¹³⁷.

Da tale scelta deriva un corollario rilevante: un investitore inquadrabile nella categoria, ad esempio, di cliente al dettaglio, in riferimento a determinati servizi, ma non per altri, può essere considerato (su richiesta) un cliente professionale così rinunciando ad alcuni strumenti di tutela predisposti dal legislatore per la categoria più debole.

Il principio di graduazione della tutela e la correlata disciplina di classificazione è stata in seguito sostanzialmente confermata dalla direttiva MiFID II¹³⁸, la quale si è al più

¹³⁵ Sulla identificazione della controparte qualificata con la qualità di cliente non è d’accordo A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, cit., p. 513, secondo il quale la controparte qualificata non può essere considerata alla stregua di un cliente, non sussistendo quel rapporto fiduciario che caratterizza il rapporto di quest’ultimo con l’intermediario.

¹³⁶ R. MONTRONI, *La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari*, in *Rivista di Diritto dell’Economia, dei Trasporti e dell’Ambiente*, XIII, 2015, p. 425.

¹³⁷ Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai servizi di investimento e ai mercati regolamentati e che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CE e del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio (COM/2002/0625 final), p. 29 – 30.

¹³⁸ Nella Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (COM/2011/0656 definitivo - 2011/0298), p. 9, la Commissione afferma “la direttiva MiFID distingue fra clienti al dettaglio, professionali e controparti qualificate. Tale classificazione presenta un grado di flessibilità adeguato e soddisfacente e pertanto dovrebbe, in linea di massima, restare invariata. Tuttavia, il fatto che le autorità

concentrata sull'intensificazione di alcuni strumenti di tutela, stabilendo però una sorta di tutela "minima" laddove al considerando 86 precisa che "al fine di migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi a prescindere dalle categorie di clienti interessate, è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell'agire in modo onesto, equo e professionale e l'obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti".

Il legislatore nazionale, con l'attuazione della direttiva MiFID II, ha sostanzialmente replicato "*l'approccio cut and paste*"¹³⁹ già utilizzato per la trasposizione delle norme della direttiva MiFID, con le modifiche operate al t.u.f. dal d.lgs. 129/2017.

4.3 Il cliente al dettaglio e il cliente professionale

Oggi le nozioni che sono attribuibili alla figura dell'investitore (o cliente) sono disciplinate a livello di disposizione sia primaria che secondaria. Come anticipato, infatti, è lo stesso legislatore che ha assegnato alla Consob il potere di graduare gli obblighi dei soggetti abilitati in funzione delle esigenze di tutela degli investitori determinate dal grado professionalità e dalle qualità proprie del cliente¹⁴⁰.

In particolare, ai sensi dell'art. 1 del t.u.f. rubricato, appunto, "Definizioni", i "clienti al dettaglio o investitori al dettaglio" sono "i clienti o gli investitori che non sono clienti professionali o investitori professionali" (co. 1 lett. m-duodecies). Il cliente al dettaglio, pertanto, assume la prima e forse ultima caratteristica che la avvicina alla definizione di "consumatore" ossia la sua individuazione in negativo. Pertanto, sarà cliente al dettaglio solamente quell'investitore che non possiede gli elementi distintivi del cliente professionale. L'individuazione in negativo del cliente al dettaglio e la professionalità genetica – che non necessita di indagine – della controparte qualificata sposta, quindi, il centro dell'analisi sulla nozione di cliente professionale.

Spetta alla Consob, sentita la Banca d'Italia, determinare le caratteristiche dei "clienti o investitori professionali". L'autorità di vigilanza ha provveduto mediante l'emanazione

locali e i comuni effettuino operazioni in strumenti complessi ha evidenziato che la loro classificazione non è adeguatamente riflessa nella direttiva MiFID. In secondo luogo, sebbene molte norme di comportamento non riguardino la relazione tra le controparti qualificate nelle loro negoziazioni giornaliere multiple, è necessario applicare il principio generale di livello superiore relativo ad una condotta onesta, equa e professionale e all'obbligo di comportarsi in modo equo, chiaro e non ingannevole, indipendentemente dalla classificazione della clientela. Infine, le controparti qualificate dovrebbero poter usufruire di maggiori informazioni e di una documentazione migliore per i servizi offerti".

¹³⁹ Sul punto, A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, cit., p. 508

¹⁴⁰ Il riferimento normativo attuale è l'art. 6, co. 2, t.u.f.: "La Consob, sentita la Banca d'Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi, disciplina con regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati..."

del Regolamento Intermediari – versione attuale¹⁴¹ - all’Allegato 3 (per rinvio operato dall’art. 35, co. 1, lett d) prima di tutto enuncia la *ratio* con cui viene individuata la macro categoria dei “clienti professionali”.

Il sistema, dunque, distingue tra cliente (o investitore¹⁴²) al dettaglio e clienti (o investitore) professionali, ponendo come linea di confine il requisito della “professionalità”, il quale si sostanzia nell’esperienza, nelle conoscenze e nella competenza necessarie per assumere in maniera consapevole le scelte di investimento e per valutare correttamente i relativi rischi. Al contrario, tutti gli altri clienti privi di tale qualità saranno ritenuti clienti al dettaglio. La categoria può ulteriormente suddividersi in due tipologie di clienti professionali (privati)¹⁴³, di “diritto” e “su richiesta”, che a loro volta sono dotati di caratteristiche soggettive specifiche e su elementi quantitativo-monetari ben definiti. Come si dirà più avanti, non sarà possibile trattare come clienti professionali gli investitori che non rispondano alle caratteristiche individuate precipuamente dal legislatore, sul generico assunto che siano dotati della competenza, esperienza e conoscenza necessaria, dovendo l’intermediario procedere ad una adeguata valutazione. Ed è proprio qui che si delinea il fondamentale passaggio dalla disciplina *ante* MiFID, che fondava la classificazione dell’operatore qualificato persona giuridica sulla base di una semplice dichiarazione unilaterale non necessariamente corredata, come confermato da parte della giurisprudenza, da specifiche verifiche fatte dall’intermediario, le quali avrebbero comunque avuto un carattere di discrezionalità.

Iniziando dai clienti professionali “di diritto”, tra questi rientrano le “controparti qualificate”¹⁴⁴, che, secondo un orientamento ricorrente in dottrina¹⁴⁵, non assurgono ad autonoma categoria di clienti, giacché la loro individuazione avrebbe il solo fine di “isolare la disciplina applicabile, relativamente a taluni servizi, in favore di determinati soggetti, già di per sé rientranti nell’ambito della clientela professionale”¹⁴⁶

I primi sono individuati mediante la tecnica dell’elencazione e si tratta in primo luogo dei soggetti che necessitano di apposita autorizzazione per operare nei mercati finanziari,

¹⁴¹ Regolamento Consob n. 20307/2018.

¹⁴² Come sopra evidenziato, senza distinzione alcuna.

¹⁴³ Nel presente lavoro si farà riferimento esclusivamente ai “clienti professionali privati”, con esclusione quindi dei “clienti professionali pubblici”, i quali, ai sensi dell’art. 6, co. 2-sexies, sono individuati dal Ministro dell’economia e delle finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob, con regolamento.

¹⁴⁴ Ai sensi dell’art. 6, co. 2 quater, lett. d, sono controparti qualificate i servizi di cui all’articolo 1, comma 5, lettere a), b) ed e), si intendono per controparti qualificate: le Sim, le imprese di investimento UE, le banche, le imprese di assicurazione, gli Oicr, i gestori, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti nell’albo previsto dall’articolo 106 del Testo Unico bancario, le società di cui all’articolo 18 del Testo Unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico.

¹⁴⁵ Cfr. A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, cit., p. 513; U. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Giuffrè, Milano, 2013, p. 135.

¹⁴⁶ U. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, cit., p. 135.

siano essi italiani o esteri quali a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio sui mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (locals); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio. A questi sono anche aggiunti gli investitori istituzionali la cui attività principale consiste nell'investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

Per tali soggetti risulta evidente la ragione che consente di ridurre considerevolmente gli strumenti di tutela predisposti dal legislatore. Non sarebbe infatti ragionevole onerare gli intermediari finanziari dei costi di *compliance* necessari ad adeguarsi alla normativa di protezione in riferimento ad investitori che operano direttamente nel mercato finanziario in termini professionali e per i quali si può ragionevolmente presumere possano assumere consapevolmente le decisioni di investimento e valutarne correttamente i rischi, operando su un piano di piena parità con l'intermediario.

Un simile ragionamento non può però applicarsi altresì alle grandi imprese che sono tali in presenza di almeno due dei seguenti requisiti dimensionali, a livello di singola società: totale di bilancio per 20.000.000 €, fatturato netto per 40.000.000 €, fondi propri per 2.000.000 €. Questi ultimi, però, devono essere espressamente informati “prima di qualunque prestazione di servizi, che, sulla base delle informazioni di cui dispone, essa viene considerata di diritto un cliente professionale e verrà trattata come tale a meno che l'intermediario e il cliente convengano diversamente”, accordo che può essere modificato anche nel corso del rapporto.

Le differenze tra le controparti qualificate e i clienti professionali “grandi imprese”, giacché solo i primi rispondono alla *ratio* generale che tende a distinguere tra cliente al dettaglio e cliente professionale sulla base di parametri invece “cognitivi”, mentre, si è osservato, come la previsione di criteri esclusivamente monetari mal si attagli a tale criterio guida, dovendosi attribuire tale scelta alle esigenze del mercato di far riferimento a requisiti obiettivi a fronte della necessità di celerità delle operazioni¹⁴⁷.

Forse la logica della previsione potrebbe risiedere nella convinzione che imprese di tali dimensioni abbiano una capacità di assorbire le perdite talmente elevata da consentire una deroga però, come a breve si dirà, solo “presuntiva” alla *ratio* di protezione. Anche se potrebbe sostenersi che tale circostanza dovrebbe essere verificata caso per caso in connessione ai profili di rischio delle singole operazioni, il problema potrebbe essere risolto con le nuove regole sulla *product governance* che, come si vedrà, trovano

¹⁴⁷ A. TUCCI, “Servizio” e “contratto” nel rapporto fra intermediario e cliente, in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) Gabrielli, Lener, nel Trattato *dei contratti*, (dir.) Rescigno, Gabrielli, Utet, Torino, 2011, p. 196 -197.

applicazione a livello organizzativo – quindi a monte rispetto alla classificazione della clientela – il quale tiene conto dei profili di rischio dei prodotti finanziari in coerenza con la tipologia di clienti potenziali.

Peraltro, si noti che “al riscontro dei suddetti requisiti dimensionali la norma non fa seguire alcun automatismo”¹⁴⁸, giacché, superando l’impostazione precedente, è onere dell’intermediario informare il cliente circa la sussistenza dei requisiti e la conseguente riduzione delle tutele, mediante una “procedura di natura garantista”¹⁴⁹.

In ogni caso, la “presunzione” di professionalità può essere superata su domanda di tutti i clienti professionali, in quanto, una volta informati, possono richiedere al prestatore del servizio un trattamento quale cliente al dettaglio convenendo con gli intermediari di ricevere il relativo grado di protezione. Spetta al cliente considerato professionale di diritto chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. A tal fine, i clienti considerati professionali di diritto concludono un accordo scritto con il prestatore del servizio che stabilisca i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica il trattamento quale cliente al dettaglio. Si delinea così il c.d. “sistema degli ascensori”¹⁵⁰, giacché la volontà del cliente, in possesso di determinate caratteristiche, può aumentare così come ridurre i presidi di protezione.

I clienti professionali “su richiesta”, invece, sono soggetti privi delle qualità dei clienti professionali di diritto, ma che comunque possiedono la competenza, esperienza e conoscenza necessaria e, pertanto, richiedono (necessariamente) per iscritto di non essere trattati come clienti al dettaglio.

A seguito della richiesta del cliente, il passo fondamentale per procedere ad un “*upgrade*” della posizione e, di conseguenza, ad una riduzione della tutela, consiste nella valutazione, da parte dell’intermediario delle qualità del soggetto richiedente, non potendo, come sopra accennato, presumere che questi abbia un bagaglio cognitivo e conoscitivo comparabile a quelle del cliente professionale sulla base della domanda del cliente.

Si ritiene che tale procedimento valutativo si componga di due passaggi che, tra di loro, si trovano in un rapporto di necessità reciproca. Infatti, in primo luogo, l’intermediario dovrà verificare il possesso di requisiti di natura soggettiva, ossia la competenza, l’esperienza e le conoscenze del cliente, in relazione alla natura delle operazioni o dei servizi, tali da adottare consapevolmente le proprie decisioni e di comprenderne i rischi. A questi fini, il Regolamento Intermediari ammette che il possesso dei requisiti di professionalità previsti per dirigenti e amministratori dei soggetti

¹⁴⁸ F. PROIETTO, *La nozione di operatore qualificato tra vecchia e nuova disciplina*, in *Contratti*, 12, 2008, p. 1141.

¹⁴⁹ *Ibidem*.

¹⁵⁰ Espressione coniata da A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, S. Amorosino (a cura di), Giuffrè, Milano, 2008, p. 105.

autorizzati a norma delle direttive dell'Unione europea nel settore finanziario sia un elemento da tenere in considerazione ai fini della valutazione.

A ciò si aggiunga che il Regolamento Intermediari, in ossequio alle disposizioni europee, detta alcuni requisiti che dovranno essere considerati nel procedimento valutativo¹⁵¹; in particolare, il soggetto richiedente deve soddisfare due delle seguenti caratteristiche: i) il cliente abbia 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 euro; 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.

Il rapporto di necessità reciproca è individuabile laddove l'intermediario, come già osservato, non potrà prescindere da questo ultimo passaggio valutativo, ma allo stesso tempo l'integrazione di due dei requisiti "oggettivi" non sarà di per sé sufficiente per consentire all'intermediario di accogliere la domanda del cliente.

Privilegiando un'interpretazione letterale della norma, si è infatti osservato¹⁵² come si renda sempre necessaria una valutazione delle capacità "cognitive" del cliente in quando la verifica dei requisiti oggettivi avviene "nel corso" della stessa¹⁵³. Diversamente, secondo tale ricostruzione, non avrebbe ragion d'essere il riferimento ai requisiti di professionalità degli amministratori delle società regolate, e a suo corollario, la disciplina sull'onere della prova prevista dall'art. 23 t.u.f. impone all'intermediario di dimostrare di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

Non parrebbe dunque formarsi una "presunzione semplice"¹⁵⁴ di consapevolezza del cliente che integri due dei citati requisiti, in quanto da soli questi non sono idonei a fondare il convincimento in merito alla "competenza, esperienza e conoscenze del cliente".

Invero, le caratteristiche elencate sono "oggettive" solamente in certa misura, in quanto sono mantenuti elementi di discrezionalità. In particolare, il parametro non meglio precisato della "significativa" delle operazioni, né pare che la semplice frequenza delle medesime se non accompagnata anche dalla valutazione dei risultati, eventualmente negativi, degli investimenti sia tale da fondare il giudizio di professionalità del cliente. Così come l'ammontare del patrimonio è un dato totalmente avulso da considerazioni circa le capacità del cliente, in quanto volto solamente a dimostrare l'idoneità del

¹⁵¹ Il Regolamento precisa che "in caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata a effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima".

¹⁵² U. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, cit., p. 144 – 145.

¹⁵³ Della stessa opinione, F. PROIETTO, *La nozione di operatore qualificato tra vecchia e nuova disciplina*, cit., p. 1136.

¹⁵⁴ Così A. PERRONE, *La classificazione della clientela*, cit., p. 511.

medesimo a sopportare le perdite. O ancora la mancata indicazione della “posizione professionale” rilevante ai fini della norma lascia un margine di apprezzamento circa le mansioni effettivamente assegnate al cliente¹⁵⁵.

Un’inversione dell’onere della prova non potrebbe nemmeno assumersi in considerazione del fatto che sia il cliente a presentare la domanda, giacché mediante la richiesta si configura un regime eccezionale che consente la disapplicazione potenziale di norme protettive. Al contrario, la regola vuole che tutti gli investitori (ad eccezione dei clienti professionali di diritto) siano considerati, e di conseguenza trattati, come clienti al dettaglio.

Del resto, quanto sopra può ricavarsi dalla lettera delle disposizioni dello stesso Regolamento Intermediari il quale prevede espressamente che “gli intermediari possono trattare i clienti diversi da quelli [professionali di diritto], che ne facciano espressa richiesta, come clienti professionali, *purché siano rispettati i criteri e le procedure menzionati ... Non è comunque consentito presumere* che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato [ad essi] comparabili”. Tale formulazione esclude che l’intermediario possa procedere alla valutazione della professionalità dei clienti mediante un giudizio presuntivo. Ed anzi gli è appunto richiesto di adottare “tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi i requisiti indicati”.

Di conseguenza, i requisiti c.d. oggettivi hanno solamente il fine di orientare la condotta dell’intermediario indicandogli quali elementi può, positivamente, tenere in considerazione nel procedimento valutativo e la cui assenza, allo stesso, tempo determina un esito negativo del relativo giudizio.

In un sistema così delineato appare quindi ragionevole che l’intermediario si attivi per adottare i provvedimenti necessari di fronte al verificarsi di condizioni che cambino la classificazione del cliente non solo dietro indicazione del medesimo, ma anche qualora sia l’intermediario stesso ad avvedersi di tale mutamento.

Per svolgere tale indagine, è altresì richiesto che gli intermediari adottino per iscritto misure interne appropriate per classificare i clienti che devono altresì prevedere la seguente sequenza procedimentale: “ i) i clienti devono comunicare per iscritto all’intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto a 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”.

Individuato, quindi, il cliente professionale si può dunque affermare che il cliente al dettaglio è quel soggetto che *non* ha la competenza, l’esperienza e le conoscenze del

¹⁵⁵ Così U. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, cit., 145-147 per l’individuazione degli elementi di discrezionalità descritti.

cliente professionale e pertanto l'intermediario *non* può 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. Non solo. Egli può essere infatti sia un cliente privo dei requisiti indicati all'All. 1, ma anche un cliente che, pur possedendoli, non abbia fatto richiesta di rinunciare alle tutele previste, anche limitatamente a singoli servizi o prodotti, che sia persona fisica o giuridica (salvo i clienti professionali di diritto).

La normativa europea e quella nazionale tendono quindi a dare rilevanza per l'applicabilità delle regole di condotta alle qualità soggettive dei clienti distinguendo tra esperti e meno esperti, questo in base ad un vero e proprio obbligo imposto dal legislatore sovranazionale. La logica di un siffatto impianto normativo si ravvisa nel bilanciamento delle esigenze di flessibilità ed efficienza del mercato finanziario con gli interessi economici e di protezione di cui gli investitori sono portatori. I costi transattivi saranno evitati laddove non sia ritenuto ragionevole in quanto non necessario addossare i relativi costi di struttura all'intermediario. Questo però nei limiti in cui il cliente pur avendo i requisiti di un cliente professionale di diritto o su richiesta non preferisca garantirsi l'applicabilità della normativa di protezione e, di conseguenza, sostenere i relativi oneri.

5. Comparazione delle qualifiche soggettive: (ir)rilevanza delle differenze nell'interpretazione della Corte di giustizia. Il cliente al dettaglio come *species* del genere consumatore?

Dall'analisi delle definizioni sopra proposte risulta che la definizione di consumatore e cliente al dettaglio possano solamente parzialmente coincidere. Sul tema, si è recentemente espressa la Corte di giustizia europea¹⁵⁶ in riferimento all'applicabilità del regolamento n. 1215/2012 e, propriamente, del principio di inderogabilità del foro del consumatore, in una fattispecie contrattuale riconducibile all'ambito di applicazione della MiFID II.

Ai giudici europei si chiede di chiarire se "l'articolo 17, paragrafo 1, del regolamento n. 1215/2012 debba essere interpretato nel senso che una persona fisica che, in forza di un contratto come un CFD concluso con una società di intermediazione finanziaria, effettua operazioni sul mercato FOREX tramite tale intermediario, può essere qualificata come «consumatore» ai sensi di tale disposizione, e se ai fini di tale qualificazione siano rilevanti fattori quali il valore delle operazioni effettuate in forza di tali contratti, l'entità dei rischi di perdita finanziaria connessi alla loro stipulazione, le eventuali conoscenze o competenze di detta persona nel settore degli strumenti finanziari o il suo comportamento

¹⁵⁶ Corte Giust., 3 ottobre 2019, n. 825, in causa C-208/18, confermata da Corte Giust., 2 aprile 2020, n. 264, in causa C-500/18.

attivo nell'ambito di tali operazioni, nonché il fatto che gli strumenti finanziari non rientrino nell'ambito di applicazione dell'articolo 6 del regolamento Roma I o che la persona sia un «cliente al dettaglio» ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 12, della direttiva 2004/39”.

La Corte di giustizia nella sentenza in commento effettua un'indagine comparativa tra la nozione di consumatore e il cliente al dettaglio, laddove il primo viene identificato come “una persona che agisce a fini estranei alla sua attività professionale” che conclude un contratto con il professionista. Il cliente al dettaglio invece, differisce laddove consente anche ad una persona giuridica di definirsi tale e non si pone in un'ottica relazionale, nel senso che non necessita di operare al di fuori della propria attività professionale.

La domanda posta ai giudici europei dunque indaga sulla necessità di verificare, nell'ambito di un contratto di investimento, se il consumatore dotato di una particolare conoscenza e competenza nel settore degli strumenti finanziari o l'entità dei rischi di perdite possano essere rilevanti ai fini di tale definizione così da finire per escluderla e quindi impedire l'applicazione della disciplina sul foro del consumatore.

Sul punto, la Corte osserva che le due definizioni sono posti a tutela di fini tra loro diversi, mentre il fine della qualifica del consumatore è individuata in correlazione al proposito della direttiva. Quindi nel caso di specie, si farebbe riferimento alla determinazione del giudice competente in materia civile e commerciale quando una delle parti sia il consumatore e, si può aggiungere, alla *ratio* stessa del foro del consumatore, il quale “si spiega in virtù dell'assunto in base al quale il consumatore patisce nei confronti del professionista una posizione di inferiorità dovuta alla sostanziale differenza di potere contrattuale tra le parti, nonché alla conseguente-probabile disinformazione circa le condizioni generali o talune clausole particolari del contratto, ciò che è ancor più vero ogni qualvolta il contratto venga predisposto unicamente dal professionista, non restando al consumatore altra scelta che quella di aderirvi o meno”¹⁵⁷.

Al contrario, la nozione del “cliente al dettaglio” avrebbe il fine di individuare l'investitore in ordine alla “portata delle informazioni che l'impresa di investimento è tenuta a fornirgli”. Pertanto, conclude la Corte, “tenuto conto della loro diversa portata e dei diversi obiettivi perseguiti dalle disposizioni che li prevedono, non si sovrappongono perfettamente” e ai fini della determinazione della qualità di consumatore non hanno alcuna rilevanza le competenze e conoscenze in merito alle operazioni di investimento effettuate dal cliente al dettaglio, di tal che il cliente al dettaglio può ben essere un consumatore.

Dalla risultante della sentenza in commento, risulta dunque evidente l'applicazione ulteriormente trasversale della disciplina consumeristica e del generale ambito di protezione del consumatore anche nell'ambito del settore mobiliare.

¹⁵⁷ G. LIPARI, *Il «foro del consumatore» al vaglio delle sezioni unite. Dimensione intertemporale e portata precettiva dell'art. 1469-bis, comma 3, n. 19, c.c.*, in *Giust. civ.*, 11, 2004, p. 2701.

Le pretese differenze tra consumatore e cliente al dettaglio – quali l’acquisto un bene che non vede, che non è tangibile e che quindi non rileva per le sue caratteristiche strutturali, in quanto si tratta di un bene immateriale destinato, normalmente, ad appagare l’aspettativa di mettere a profitto il denaro investito” – risulterebbero del tutto irrilevanti alla luce del riconoscimento dell’operatività della nozione di consumatore anche nell’ambito della disciplina mobiliare. L’investimento può dunque essere atto di consumo ove sia posto in essere da un consumatore. Pertanto, non si può pienamente concordare con chi afferma che “il risparmiatore è fundamentalmente assoggettato ad una debolezza relativa, circoscritta e predeterminata, a differenza di quanto accade, più in generale, con il consumatore: il suo *status* di soggetto debole rispetto alla controparte contrattuale, infatti, è rinvenibile esclusivamente in occasione della singola contrattazione e mai in maniera indipendente da quest’ultima”. Invero, si tende ad escludere, come già rilevato, che il consumatore sia destinatario di uno *status*, giacché si tratta di una posizione *contrattuale* da accertare caso per caso e per ogni contratto il consumatore si differenzierà in forza delle diverse condizioni di bisogno e debolezza che andrà riscontrando in riferimento all’operazione economica posta in essere. La natura proteiforme dell’investitore o del risparmiatore o cliente è dunque comune a quella dello stesso consumatore la cui definizione, per quanto intenda essere generale, non è unitaria. Inoltre, come risulterà dalla successiva analisi della disciplina, vi sono alcune ipotesi in cui le esigenze del mercato finanziario finiscono per “relativizzare” la tutela del consumatore.

Inoltre, non pare priva di rilievo la circostanza che esclude qualsiasi presunzione di “professionalità” nell’investitore che si avvicina all’intermediario, in quanto anche se dotato dei requisiti che possano renderlo professionale¹⁵⁸, deve essere trattato, al primo contatto con la controparte, come un cliente al dettaglio. Una presunzione di debolezza dunque assimilabile, sotto questo aspetto, a quella del consumatore. Né pare possa essere esclusa dalla possibilità, in presenza di certe condizioni di professionalità, per il cliente al dettaglio di rinunciare ad alcune norme di protezione, laddove la specificità delle esigenze del mercato finanziario rendono necessaria tale forma di flessibilità; esigenze che in alcuni casi soccombono di fronte a determinati bisogni di protezione che, non a caso, trovano la loro collocazione proprio del codice del consumo anche quando si tratti di servizi di investimento e di un cliente professionale (come ad esempio nella commercializzazione a distanza dei servizi finanziari). Non risulta poi convincente l’opinione¹⁵⁹ di chi trova una distinzione tra le figure in esame nella circostanza che per

¹⁵⁸ Discorso che per ovvi motivi non si può estendere alle controparti qualificate, i quali si trovano in un rapporto di piena parità con l’intermediario, ma che in parte può invece essere rilevante per la grande impresa, laddove rinunci ad essere trattata come cliente professionale di diritto (circostanza di cui, si ripete, deve essere messo a conoscenza dall’intermediario, senza automatismo alcuno) ritenendo di aver necessità di quella tutela informativa cui la normativa consente di derogare alla luce delle capacità finanziarie della stessa.

¹⁵⁹ M. ATELLI, *Commento all’art 23*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di BEDOGNI, Milano, 1998, p. 207.

il cliente al dettaglio si abbia riguardo alla condizione di debolezza rispetto ad una sola attività, mentre per il consumatore si faccia riferimento ad ogni attività non professionale, considerato che la generalità della seconda può facilmente comprendere la prima.

Certamente, rimangono le distinzioni rilevabili dall'esame delle norme e ricordate dalla Corte di giustizia che rendono impossibile una completa sovrapposizione delle fattispecie, potendosi però ricondurle in un rapporto di genere e specie che risponde al convincimento di assicurare una tutela *de minimis* tale da evitare qualunque vuoto di tutela. Il Consiglio di Stato, nel noto parere 3999/2008, si era espresso in termini non dissimili affermando “sicché, per la materia che qui interessa (le pratiche commerciali scorrette, nell’allocazione di prodotti finanziari, tra i professionisti che operano nei servizi finanziari e i consumatori), all’elemento oggettivo della specialità (che si risolve a favore della CONSOB) costituito dall’ambito di riferimento (il mercato mobiliare rispetto al mercato generale) si aggiunge quello soggettivo dalla coerente tipologia sociale ed economica del beneficiario. L’investitore, come il risparmiatore (che è un investitore non professionale), del resto si presenta, conformemente alla tendenza del diritto comunitario, in sostanza come una specie del genere consumatore, in quanto destinatario finale di un prodotto standardizzato seppur finanziario: un consumatore di servizi finanziari”¹⁶⁰.

Possono trovarsi conferme di quanto sopra rilevato anche tramite l’analisi della normativa che a breve andrà a considerarsi e che porta ulteriormente a chiedersi se, invero, il cliente al dettaglio non possa essere un consumatore di servizi finanziari, anche nell’ipotesi in cui si tratti di persona giuridica.

5.1 Gli indirizzi programmatici europei: il consumatore come attore del mercato mobiliare e destinatario degli obiettivi di protezione del regolatore.

Dall’analisi della definizione del consumatore e del cliente al dettaglio e professionale risulta evidente che il discorso non può ridursi al confronto descrittivo di questi soggetti, giacché non solo merita approfondimento, ma la tesi della sovrapposibilità delle due figure potrebbe trovare supporto altresì nelle tecniche di tutela dell’investitore, che, secondo dottrina¹⁶¹ concorde, hanno finito per realizzare il c.d. “*consumerism*” della disciplina mobiliare.

¹⁶⁰ Per un commento (negativo) cfr. F. GRECO, *Informazione precontrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria*, Quaderni Banca Borsa tit. cred., Giuffrè, Milano, 2020, p. 5 ss.

¹⁶¹ N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU’s Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, in *European Business Organization Law Review*, 13, 2012, p. 169 ss.; A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell’investitore*, cit., p. 1 ss., V. RICCIUTO, *La tutela dell’investitore finanziario. prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. MIFID II*, in V. TROIANO, R. MOTRONI, *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Cedam, Edizione del Kindle.

L'evoluzione della nozione dell'investitore di cui si è accennato nei paragrafi che precedono segue il cambiamento di direzione della disciplina, ma anche dell'incidenza del diritto europeo nei mercati finanziari. Il ruolo svolto dal regolatore europeo in questa transizione è da più parti confermato. Mentre agli albori dell'“interventismo” europeo l'attenzione era posta sugli strumenti necessari al realizzarsi del mutuo riconoscimento e alla costruzione di un mercato comune integrato, gli scandali pre-crisi e la crisi finanziaria stessa hanno determinato un deciso cambio di rotta nell'incidenza delle fonti comunitarie. A questo proposito, non si può negare come il Testo unico della finanza abbia perso di centralità considerando come “la politica economica di cui era espressione si [sia] spostata a Bruxelles”¹⁶².

Come è stato osservato, si è sostanzialmente passati dall'immagine di un investitore capace di assumere le proprie scelte, alla rivoluzione introdotta con la MiFID I e approfondita con la MiFID II. Man mano che gli scandali finanziari si avvicendavano sul mercato europeo e globale, si prendeva infatti coscienza della posizione di debolezza dell'investitore rispetto ai suoi interlocutori: la tutela informativa dell'investitore risulta uno degli obiettivi principali degli interventi normativi europei. Il riferimento va oltre che alle MiFID, alla direttiva sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)¹⁶³, al regolamento sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati¹⁶⁴ e alla direttiva sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari¹⁶⁵.

Tuttavia, anche prima della crisi finanziari, i programmi europei non hanno mancato di realizzare tale associazione che ha portato il consumatore (non solo l'investitore) al centro degli obiettivi dell'azione europea sul mercato finanziario. Infatti, già agli albori del mercato unico dei servizi di investimento, nota dottrina, sottolineava come “nei programmi comunitari e negli indirizzi emergenti dal diritto comunitario la distinzione tra risparmiatore e consumatore è ormai superata; il risparmiatore non professionale è considerato come “consumatore” di prodotti e servizi finanziari”¹⁶⁶. Il “Libro Verde” dal titolo “Servizi finanziari come soddisfare le aspettative dei consumatori”¹⁶⁷ viene

¹⁶² G. FERRARINI, *Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo*, in *Rivista delle Società*, 2019, p. 19.

¹⁶³ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)

¹⁶⁴ Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

¹⁶⁵ Direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 settembre 2002, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori.

¹⁶⁶ G. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, cit., p. 372.

¹⁶⁷ Per un commento, G. ALPA, A. BARCA, *Servizi finanziari e tutela del consumatore*, in *I contratti di finanziamento e le garanzie reali nella prospettiva europea*, cit. p. 28 e ss. il quale osserva (ivi p. 28-29) “può stupire il giurista italiano l'uso dell'espressione “consumatore”, intesa, in questo stesso, ma anche in

considerato quale espressione di tale tendenza. In questo testo programmatico, la Commissione prende in considerazione i “servizi finanziari”, intendendosi per tali tutti i servizi prestati nel settore bancario, assicurativo e - ai nostri fini – mobiliare. Il fine del documento è porre l’attenzione sulla tutela dei c.d. “consumatori privati”, i quali, posti in contrapposizione con “altri utenti più esperti o influenti”, necessitano di un maggior livello di protezione. Le linee portanti del programma, dunque, ruotavano già attorno agli interessi dei consumatori.

Questa tendenza non è venuta meno con l’evolversi della disciplina europea a tutela dell’investitore come dimostra il più recente Libro Verde del 2015 “sui servizi finanziari al dettaglio. Prodotti migliori, maggiore scelta e più opportunità per consumatori e imprese”¹⁶⁸. In questo documento, i servizi finanziari, “al dettaglio”, del settore bancario, assicurativo e mobiliare sono nuovamente oggetto di osservazione e, con l’evoluzione del mercato, la preoccupazione del regolatore europeo converge altresì sulle nuove tecnologie e il c.d. universo “Fintech”. L’obiettivo dichiarato della Commissione è quello di “massimizzare i vantaggi pratici del mercato unico nei servizi finanziari al dettaglio per il maggior numero possibile di consumatori europei, aprendo il mercato e migliorando il suo funzionamento, cosicché tali consumatori possano godere di una maggiore e migliore scelta di prodotti finanziari”.

Al Libro Verde del 2015 sono seguiti diversi successivi interventi programmatici. Il 20 settembre 2020, la Commissione europea ha emanato il nuovo Capital Markets Union (o CMU) Action Plan¹⁶⁹. Per i fini del presente lavoro, desta particolare interesse l’azione n. 8 “sviluppare la fiducia degli investitori al dettaglio nei mercati dei capitali”. Nell’ambito di tale azione, la Commissione si propone di valutare le norme relative agli incentivi e all’informativa, così che gli investitori al dettaglio possano ricevere una “consulenza equa e adeguata” nonché “informazioni chiare e comparabili sui prodotti”. In riferimento alla distribuzione, tra l’altro, la Commissione si propone di migliorare l’ambito della trasparenza¹⁷⁰ e, in riferimento all’informativa stessa garantire, “il miglioramento del coinvolgimento dei consumatori, della prestazione digitale e

gran parte delle direttive o dei progetti di direttiva inerenti il settore della circolazione dei capitali, come il “cliente”, il risparmiatore, comunque come la controparte della banca o e dell’esercente finanziario” – del resto – “Per ragioni culturali, terminologiche e strettamente normative, nella maggior parte dei Paesi europei non si fa distinzione tra consumatore (di beni di consumo), utente (di servizi pubblici e privati) e risparmiatore (investitore non istituzionale)”.

¹⁶⁸ COM(2015) 630 def.

¹⁶⁹ Per un commento, si veda G. FERRARINI, *Il Testo Unico della Finanza 20 anni dopo*, cit., p. 1 ss.; G. TROVATORE, F. SAVASTA, *Il progetto della Capital Markets Union e l’art. 47 della Costituzione, in federalismi.it-Rivista di diritto pubblico italiano, comparato, europeo*, 7, 2021, p. 248 ss.

¹⁷⁰ In particolare, “nel settore della distribuzione, la valutazione terrà conto tra l’altro di possibili misure per: i) allineare i livelli di tutela degli investitori di cui alla IDD con quelli applicabili a norma della MiFID II; ii) chiedere ai distributori di informare i clienti in merito all’esistenza di prodotti di terzi; iii) migliorare la trasparenza degli incentivi per i clienti; e iv) introdurre obblighi di comunicazione specifici per i distributori di prodotti al dettaglio per consentire un controllo di vigilanza”.

dell'interazione con informazioni chiave che consentono raffronti, interazione e personalizzazione” comprese le “comunicazione di informazioni relative alla sostenibilità” La Commissione non esclude inoltre di ridurre il carico informativo relativo a quegli investitori che sono ora clienti al dettaglio, ma che, attese le loro particolari conoscenze, potrebbero rientrare in una diversa qualificazione, rivedendo quella già sussistente tra clienti al dettaglio e professionali oppure una nuova ridefinizione di investitori qualificati.

Dunque, dopo trent'anni dalla nascita di un mercato unico per i servizi di investimento e nonostante l'evolversi del linguaggio normativo, il consumatore continua ad essere il protagonista e il destinatario degli sforzi del legislatore nella creazione di un mercato unico dei servizi finanziari “al dettaglio” così come del mercato unico dei capitali.

A livello legislativo, inoltre, non mancano casi in cui la tutela del “consumatore” è richiamata sia come obiettivo della disciplina sia come suo diretto destinatario.

Il riconoscimento del “consumatore” come cliente dei servizi di investimento è avvenuto a livello legislativo con la direttiva sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori, che sarà oggetto dei successivi paragrafi, in considerazione della sua trasposizione nell'ordinamento interno. Tale direttiva conferma come il regolatore europeo ove intenda riferirsi al mercato finanziario nel suo complesso, ossia luogo della domanda e dell'offerta dei servizi bancari, assicurativi e di investimento, renda destinatario della normativa il “consumatore”, dimostrando come la declinazione terminologica del cliente o utente abbia solamente finalità connesse al sub-settore considerato, ove spesso il cliente non consumatore potrebbe necessitare di un livello di tutela simile a quello del consumatore stesso.

Persino nella MiFID II, che riprende la distinzione tra cliente al dettaglio e professionale introdotta dalla MiFID I, richiama spesso il consumatore tra i suoi considerando, in riferimento alla disciplina sulle remunerazioni¹⁷¹, sulle pratiche di vendita abbinata¹⁷², agli investimenti relativi a contratti assicurativi¹⁷³, prevedendo, al n. 156, che le “norme tecniche nel settore dei servizi finanziari garantiscano un'armonizzazione coerente e una protezione adeguata degli investitori, ..., e dei consumatori in tutta l'Unione”. Tra i suoi ultimi considerando – il 166 – si conferma che

¹⁷¹ Considerando 77: “per tutelare ulteriormente i consumatori, è altresì opportuno garantire che le imprese d'investimento non remunerino o valutino i risultati del loro personale in contrasto con il loro dovere di agire nel migliore interesse dei clienti, ad esempio mediante una remunerazione, obiettivi di vendita e altri mezzi che forniscano un incentivo a raccomandare o vendere un particolare strumento finanziario allorché uno strumento diverso potrebbe rispondere meglio alle necessità del cliente”.

¹⁷² Considerando 81: “Le pratiche di vendita abbinata rappresentano una strategia comune per i prestatori di servizi finanziari al dettaglio in tutta l'Unione ... Il ricorso a tali pratiche dovrebbe essere valutato attentamente per promuovere la concorrenza e la scelta del consumatore”.

¹⁷³ Considerando 87; “Gli investimenti che riguardano contratti assicurativi sono spesso messi a disposizione dei consumatori come potenziali alternative agli strumenti finanziari regolamentati dalla presente direttiva o in sostituzione degli stessi”.

la direttiva è stata emanata nel rispetto del diritto alla protezione dei consumatori. Infine, gli articoli 74 e 75 dedicati all'accesso alla giustizia e ai meccanismi stragiudiziali delle controversie, e di cui si dirà più avanti, si rivolgono direttamente ai "consumatori" senza distinzione alcuna in merito alla professionalità – e quindi all'esperienza, alle conoscenze e alla competenza necessarie per assumere in maniera consapevole le scelte di investimento e per valutare correttamente i relativi rischi – del cliente.

Infine, appare opportuno, e concludente, ricordare che il regolamento istitutivo dell'ESMA, ossia l'autorità preposta alla vigilanza degli strumenti finanziari e dei mercati, tra gli obiettivi dell'Autorità annovera, oltre che la generale integrità, la trasparenza, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari, anche l'aumento della protezione dei consumatori. I consumatori, pertanto, vengono evidentemente considerati tra gli attori operanti nel mercato mobiliare e gli interlocutori dei prestatori dei servizi di investimento, senza necessità di alcuna trasposizione nell'ordinamento interno, attesa la diretta applicabilità del regolamento.

5.2 La tutela dell'investitore al dettaglio e i confini mobili della disciplina mobiliare: tra testo unico della finanza e disciplina consumeristica.

L'assimilazione del consumatore con l'investitore al dettaglio è normalmente rinvenibile nelle modalità della contrattazione con l'intermediario finanziario. La dottrina, benché non concorde circa l'identificazione delle due figure, tende ad individuare nella standardizzazione del rapporto e nell'intenso squilibrio informativo gli elementi di maggior similitudine nei rapporti contrattuali tra consumatori e professionisti, da un lato, e tra investitori al dettaglio e professionisti, dall'altro¹⁷⁴.

La debolezza informativa, dunque, è stata identificata come il principale motivo di comunanza tra i due soggetti, tanto che, pur in termini negativi, si è affermato "volendo porre la questione nei termini di un sillogismo, potrebbe ottenersi facilmente che il risparmiatore è debole, perché disinformato, e la disinformazione rende strutturalmente debole il consumatore, e, a chiusura del ragionamento, il risparmiatore è a tutti gli effetti un consumatore"¹⁷⁵.

Tale semplificazione, tuttavia, sembra riduttiva, giacché al di là di tali caratteristiche, che lo stesso autore concorda essere condivise da tali figure, non esauriscono gli elementi di comunanza che distinguono i rapporti in questione. Né si può effettivamente affermare

¹⁷⁴ Enfatizza il ruolo della crisi finanziaria come momento in cui la regolazione ha segnato il sovrapporsi tra le figure del consumatore e dell'investitore R. RESTUCCIA, *La figura dell'investitore e la graduazione della tutela*, in *Riv. trim. dir. economia*, 4/2013, p. 227 ss.

¹⁷⁵ F. GRECO, *Informazione precontrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, cit., 2020, p. 10. ID. *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, 2, 2017, p. 398 ss.

che il cliente al dettaglio si un “investitore un po’ anomalo”¹⁷⁶ perché non consuma, laddove si è già osservato come l’atto di consumo non sia affatto estraneo al mercato dei servizi finanziari.

Invero, come si intende dimostrare nei paragrafi che seguono, i tradizionali strumenti di tutela posti a difesa degli interessi contrattuali del consumatore sono stati gradualmente introdotti nella disciplina mobiliare per assicurare altresì la protezione dell’investitore al dettaglio.

5.2.1 La trasparenza, la *disclosure*, la forma informativa e la nullità di protezione fino alla *product governance*.

Come noto, atteso che il diritto dei consumatori ha il principale fine di impedire che le asimmetrie informative possano influenzare negativamente i rapporti tra consumatore e professionista, esso assume come punto di partenza il diritto alla trasparenza e all’informazione, accompagnato altresì dal diritto all’educazione, oltre che ad una corretta pubblicità.

Nel realizzare tali indirizzi programmatici, il legislatore addossa al professionista precisi obblighi informativi che vengono associati alla redazione in forma scritta e alla determinazione di un contenuto minimo del contratto. Tali obblighi sono intesi sia come strumenti di corretta realizzazione della volontà contrattuale sia come espressione del più generale principio di trasparenza¹⁷⁷.

Concordemente, nel codice del consumo *ex art. 2*, la trasparenza governa l’intera disciplina dei contratti dei consumatori¹⁷⁸ e ne rappresenta un diritto fondamentale, insieme con l’informazione e l’educazione. Essa, si pone inoltre in maniera diverso rispetto al diritto generale dei contratti, in quanto, nel diritto del consumatore “la trasparenza interviene proprio come strumento di strutturazione del mercato, volto a modellarne condizioni di funzionamento che siano idonee a superare i fallimenti e la strutturale asimmetria informativa che vi si riscontra”¹⁷⁹. Per questa via, le scelte del consumatore possono dunque essere libere garantendo così il funzionamento ottimale del mercato, tutelando sia il singolo contraente sia il mercato stesso, mediante la corretta formazione del consenso e il controllo sul contenuto e i comportamenti delle parti¹⁸⁰, così

¹⁷⁶ F. GRECO, *L’onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all’information overload(ing)*, cit., p. 35.

¹⁷⁷ M. GAMBINI, *Il nuovo statuto del consumatore europeo: tecniche di tutela del contraente debole*, in *Giur. merito*, 12, 2004, p. 2605. Sulla trasparenza nei contratti dei consumatori, si veda, F. Di GIOVANNI, *La regola della trasparenza*, in *I contratti dei consumatori*, E. GABRIELLI, E. MINERVINI (a cura di), Utet giuridica, Torino, 2005, p. 301 ss.

¹⁷⁸ V. RIZZO, *Trasparenza e “contratti del consumatore”*, Esi, Napoli, 1997, già affidava alla trasparenza il ruolo di clausola generale rafforzata.

¹⁷⁹ A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, cit., p. 146.

¹⁸⁰ F. Di GIOVANNI, *La regola della trasparenza*, cit. p. 306.

che tale modello di trasparenza si allontani dal tradizionale paradigma dell'autoresponsabilità¹⁸¹

La trasparenza svolge un ruolo fondamentale altresì nella disciplina dei contratti del mercato finanziario come forma di tutela dell'investitore, a causa dell'asimmetria informativa che caratterizza tale rapporto e dei rischi di inefficienza degli investimenti ad essa connessi, anche avuto riguardo all'incontestabile potere contrattuale dell'intermediario quanto alla definizione del contenuto del contratto.

L'articolo 21 t.u.f. – quale risultato dello sviluppo del diritto europeo dei mercati finanziari – rispecchia tale impostazione prescrivendo all'intermediario di comportarsi con “trasparenza”, oltre che diligenza e correttezza, “per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati”, nonché di “acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati” e “utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti”, oltre che di “disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività”. La tutela dell'investitore, inoltre, si pone tra gli obiettivi della vigilanza operata dalla Consob, in forma strumentale alla tutela dell'efficienza del mercato e del tessuto economico e finanziario che passa dalla corretta allocazione del risparmio.

La tutela informativa viene poi associata sia alla regola della forma scritta nella redazione del contratto avente ad oggetto i servizi di investimento, sancito a livello di normativa primaria dall'art. 23 t.u.f., sia alla determinazione di un contenuto minimo del contratto, come definito dalla Consob mediante regolamento¹⁸². Tale tecnica legislativa garantisce al cliente “uno strumento di informazione oggettiva”¹⁸³ capace di rendere conoscibili le condizioni contrattuali e i termini dell'accordo, così da rimediare ad una oggettiva situazione di asimmetria informativa. Inoltre, l'obbligo di consegnare un “esemplare” del contratto¹⁸⁴ fornisce un supporto scritto tale da servire come parametro di riferimento per la corretta e puntuale esecuzione da parte dell'intermediario degli impegni assunti. La violazione dell'obbligo formale è sanzionata dalla nullità che può

¹⁸¹ Per dirla con le parole di A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori*, cit., p. 136, si traduce in “una vecchia massima che per avere il soccorso del diritto si deve vigilare e non dormire”. Sul principio di autoresponsabilità, cfr. E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, UTET, Torino, 1960.

¹⁸² R. LENER, *Forma contrattuale a tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 1996, p. 13., secondo il quale, (*ivi*, p. 10 ss.) riscontriamo questa tendenza nella legislazione speciale di numerosi sotto-settori del diritto commerciale, tant'è che si è parlato di ritorno al “formalismo negoziale”, preceduto da quella fase storica che sembrava essere approdata al “principio di libertà delle forme”. Tuttavia non si tratta del formalismo degli “antichi”, poiché nel formalismo “moderno” il legislatore “non ignora la teoria dei vizi della volontà o gli obblighi di informazione della controparte, ma al contrario li sublima nella forma”.

¹⁸³ LENER, *Forma contrattuale a tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, cit., p. 14.

¹⁸⁴ Questa norma ricalca la previsione dell'articolo 117 del Tub, in relazione ai contratti bancari.

essere fatta valere solamente dal cliente, sul modello della nullità di protezione elaborato dalla disciplina consumeristica e ora consacrato nell'art. 36 cod. cons.

Come si vedrà, la più recente giurisprudenza di legittimità, sembra aver ricondotto tale modello di tutela alla c.d. forma informativa, cioè un nuovo *genus* incentrato sulla funzione informativa della forma, la quale realizza nuovi requisiti formali, che mutano il modo di intendere la forma contrattuale. Il dibattito si muove all'interno di quel panorama legislativo europeo che mira ad eliminare o a ridurre le asimmetrie informative, che si pongono fisiologicamente nell'ambito dei rapporti tra consumatori e operatori professionali. In quest'ottica, si abbandona il problema dell'imputazione del documento contenente le informazioni richieste dal legislatore, attesa la sua irrilevanza al fine di conseguire la ratio informativa.

Nonostante, gli evidenti parallelismi tra le due discipline – tutela della libertà di scelta e informazione come mezzo di regolazione, buon funzionamento del mercato, tutela informativa, nullità di protezione – la trasparenza nella disciplina mobiliare non si associava alla protezione del consumatore. Al contrario, il presupposto della disciplina si fondava sul “il modello neoclassico di agente economico razionale orientato alla massimizzazione dell'utilità individuale”¹⁸⁵, in grado, se dotato del corretto bagaglio informativo di valutare i correttamente i rischi ed assumere pertanto le scelte di investimento più adeguate. L'investitore era dunque affiancato alle immagini di “attività discrezionali, *caveat emptor* e responsabilità personale”¹⁸⁶.

Tuttavia tale tecnica regolatoria ha infine dimostrato i suoi limiti con la crisi finanziaria¹⁸⁷, la quale ha messo in luce come l'elevato tecnicismo dell'informazione del mercato finanziario di fatto non consenta all'investitore non professionale di comprendere appieno il bagaglio conoscitivo messo a disposizione dall'intermediario finanziario. Ed anzi si è spesso rilevato come “un eccesso di informazioni equivale quasi sempre a una carenza di informazioni”¹⁸⁸. L'evoluzione della finanza comportamentale ha infatti reso “eclatante la rilevanza sistemica dei limiti cognitivi dei partecipanti al mercato e la possibilità che le molteplici dinamiche della libertà morale conducano a scelte individuali non coerenti con il modello dell'agente economico razionale”¹⁸⁹.

¹⁸⁵ A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., p. 3

¹⁸⁶ N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, cit., p. 174.

¹⁸⁷ Cfr. U. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, p. 38 ss.

¹⁸⁸ Viene affermato dal Presidente della Consob, Dott. Giuseppe Vegas, nel suo discorso in occasione dell'incontro annuale con il mercato finanziario, del 9 maggio 2016, disponibile, sul sito dell'autorità. Per un commento e un'analisi essenzialmente negativa della tutela informativa nel mercato finanziario, F. GRECO, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, cit., p. 398 ss.

¹⁸⁹ A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., p. 3.

Secondo un noto e attento studio¹⁹⁰, a seguito della crisi finanziaria, il regolatore europeo, nella determinazione dei meccanismi di protezione dell'investitore, sembra aver creato una disciplina il cui destinatario sia il consumatore, più che l'investitore, come sopra identificato. In merito, si è giustamente osservato come “un approccio orientato al consumatore suggerisce il riconoscimento del fatto che i prodotti di investimento in questione sono essenziali per la vita quotidiana, che il consumo è una conseguenza del ritiro del governo dal welfare e che la protezione del consumatore rispetto alle perdite e ai rischi potenziali è giustificata”¹⁹¹.

Con ciò, non si vuole affermare che la trasparenza abbia perso il suo ruolo. Invero, gli obblighi informativi rimangono centrali nella tutela dell'investitore, ma, da un lato, la regolazione si è evoluta nel senso di mettere l'accento non solo *nell'informare*, ma anche *sul come informare* – comprendendosi in tale dicitura anche gli strumenti di educazione dell'investitore – e, dall'altro, la trasparenza è stata affiancata da interventi maggiormente “paternalistici” e “anticipatori” nella disciplina di protezione.

Quanto al primo profilo, la disciplina sull'informativa è stata fortemente influenzata dagli studi di finanza comportamentale¹⁹². Essa caratterizza sia i prodotti finanziari, tramite il prospetto informativo, la normativa in materia di investimenti collettivi e il famoso KIID¹⁹³, nonché il KID disciplinato dal Regolamento (UE) n. 1286/2014 per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs), sia i servizi di investimento, ai quali viene dedicato il Regolamento delegato UE n 565/2017 agli artt. 44 e ss. oltre che numerose nuove disposizioni della MiFID II, che come anticipato, si concentra non tanto sulla qualità delle informazioni – profilo già affrontato dalla precedente MiFID – quanto sulla *qualità* delle stesse¹⁹⁴. Ciononostante, il quantitativo delle informazioni che viene fornito agli investitori è particolarmente rilevante: si può distinguere intanto in fasi dell'informativa, la quale deve essere resa sia durante la fase precontrattuale che quella contrattuale. Si possono, poi, identificare diversi tipi di informazioni quali quelle sugli strumenti finanziari, sulla classificazione della clientela, sui conflitti di interesse, sugli incentivi, sulla strategia di esecuzione o trasmissione di

¹⁹⁰ N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, cit., p. 169 ss.

¹⁹¹ N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, cit., p. 173.

¹⁹² G. SPINDLER, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, cit., p. 316 ss. N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, cit., p. 177 ss. A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., p. 3.

¹⁹³ Il c.d. *Key Investor Information Document*, ossia il documento informativo che contiene solo informazione chiave relative alle quote e azioni degli OICV. Per un'analisi sul KIID e sul KID, si veda A. LUPOI, *Il tramonto dell'informazione letterale, l'alba dell'informazione numerica?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2017/2018, p. 219 ss.

¹⁹⁴ G. GIOLA, *L'informativa ai clienti e potenziali clienti*, in *I servizi di investimento dopo la Mifid*, L. Gaffuri, S. Belleggia (a cura di), Giuffrè, Milano, 2019, p. 208 ss.

ordini, sui rischi generali degli investimenti, sulla valutazione dell'appropriatezza, sull'adeguatezza, sui costi e oneri, sulla consulenza in materia di investimenti e così via.

Peraltro, tali riforme si sono mosse nel solco dei numerosi interventi programmatici del regolatore europeo¹⁹⁵, in merito all'educazione finanziaria considerabile come strumento aggiuntivo per rafforzare la tutela dell'investitore ove si osservi che “nei mercati bancari e finanziari la protezione del consumatore può essere favorita dal combinarsi di tre differenti elementi: la trasparenza delle condizioni contrattuali, un efficace sistema di risoluzione extragiudiziale delle controversie intermediari/clientela, l'educazione finanziaria del cittadino consumatore”¹⁹⁶. Mentre in un primo momento, si poteva sostenere che “semplificando ed esagerando, l'educazione finanziaria mira a fare in modo che le persone si comportino da agenti economici razionali, condizione necessaria perché i mercati siano efficienti”¹⁹⁷, finendo quindi per escludere il consumatore come destinatario, oggi si può affermare che questa non può che rispecchiare il diritto all'educazione del consumatore come previsto dall'art. 4 cod. cons¹⁹⁸. Invero, lo stesso legislatore, all'art. 24-bis del decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237¹⁹⁹, ha dettato disposizioni intese a sviluppare l'educazione finanziaria, le quali “*riconoscono l'importanza dell'educazione finanziaria quale strumento per la tutela del consumatore e per un utilizzo più consapevole degli strumenti e dei servizi finanziari offerti dal mercato*”. L'educazione finanziaria viene quindi definita come “*il processo attraverso il*

¹⁹⁵ Cfr. M. T. PARACAMPO, *Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, in *ilcaso.it*, 2012, che ne cita alcuni a titoli esemplificativo: “Comunicazioni della Commissione Europea COM(2005) 115 def. del 6 aprile 2005, Migliorare la salute, la sicurezza e la fiducia dei cittadini: una strategia in materia di salute e di tutela dei consumatori; COM(2007) 99 def. del 13 marzo 2007, Maggiori poteri per i consumatori, più benessere e tutela efficace; COM(2007) 226 def. del 30 aprile 2007, Libro Verde sui servizi finanziari al dettaglio nel mercato unico; COM(2007) 808 def. del 18 dicembre 2007, educazione finanziaria; COM(2009) 204 def. del 30 aprile 2009, relativa ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati; la risoluzione del Parlamento europeo del 18 novembre 2008 sulla protezione del consumatore: migliorare l'educazione e la sensibilizzazione del consumatore in materia di credito e finanza [P6_TA(2008)0539]; decisione della Commissione (2008/365/CE) del 30 aprile 2008, adottata sulla scorta delle indicazioni già formulate dalla Commissione europea [COM(2007) 808 def. del 18 dicembre 2007, Educazione finanziaria]”.

¹⁹⁶ M. TRIFILIDIS, *L'educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, n. 2/2009, p. 58 ss., al quale si rinvia in merito agli interventi di carattere internazionale. Tra i più recenti, OECD (2020), *OECD/INFE 2020 International Survey of Adult Financial Literacy*,

¹⁹⁷ M. NOVARESE, *Educazione finanziaria e regolamentazione: riflessioni di economia cognitiva*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2012, p. 102.

¹⁹⁸ Cfr. M. T. PARACAMPO, *Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, cit. L'educazione al consumatore intende dotarlo di “mezzi di difesa di fronte a una controparte economicamente e “culturalmente” più forte curando che questo sviluppi l'attitudine ad apprendere gli strumenti giuridici e commerciali per agire sul mercato in modo consapevole” così, L. VALLE, *sub art. 4 c. cons.*, in *Comm. breve al dir. dei consumatori*, G. De Cristofaro, A. Zaccaria (a cura di), Padova, 2013, p. 92.

¹⁹⁹ Convertito con la legge di conversione 17 febbraio 2017, n. 15

*quale le persone migliorano la loro comprensione degli strumenti e dei prodotti finanziari e sviluppano le competenze necessarie ad acquisire una maggiore consapevolezza dei rischi e delle opportunità finanziarie*²⁰⁰. Essa, dunque, mira alla riduzione delle asimmetrie informative svolgendo il medesimo ruolo dell'educazione al consumatore²⁰¹.

Il collegamento tra educazione finanziaria e diritto dei consumatori all'informazione è stato riconosciuto altresì dalla stessa Commissione Europea, la quale, nella sua Comunicazione sull'educazione finanziaria, ha sottolineato che il contesto dell'azione dell'Unione Europea è rappresentato dall'art. 153 del Trattato il quale stabilisce che "la Comunità contribuisce a promuovere il diritto dei consumatori all'informazione e all'educazione al fine di salvaguardarne gli interessi e adotta misure di sostegno, di integrazione e di controllo della politica svolta dagli Stati membri in tale ambito. L'educazione finanziaria può avere inoltre un ruolo utile a sostegno del mercato unico dei servizi finanziari, contribuendo a far sì che i cittadini sappiano scegliere i servizi finanziari che meglio si confanno alle loro esigenze, a prescindere dal luogo di stabilimento delle istituzioni finanziarie. In questo ambito potrebbe inserirsi un'azione a livello della UE".

Non solo. A livello di funzionamento, il Regolamento istitutivo dell'ESMA assegna a questa autorità, tra l'altro, "il ruolo guida nella promozione della trasparenza, della semplicità e dell'equità nel mercato per i prodotti o servizi finanziari destinati ai consumatori in tutto il mercato interno, anche tramite: ... b) il riesame e il coordinamento dell'alfabetizzazione finanziaria e delle iniziative formative da parte delle autorità competenti".

Ancora più di recente, il CMU Action Plan ha stabilito all'azione 7 che "la Commissione effettuerà una valutazione della fattibilità in relazione allo sviluppo di un quadro europeo delle competenze finanziarie. Valuterà inoltre la possibilità di introdurre l'obbligo per gli Stati membri di promuovere misure di apprendimento a sostegno dell'educazione finanziaria, in particolare in relazione all'investimento responsabile e a lungo termine".

E passando al secondo punto in discussione, come osservato, la MiFID II, la Direttiva delegata (UE) 2017/593 e le Guidelines dell'ESMA hanno determinato l'avvento di nuovi strumenti di tutela che si affiancano alla trasparenza e che sono caratterizzati da un

²⁰⁰ Il linea peraltro con quanto già osservato da L. ROSSI CARLEO, *Commento sub art. 4*, in *Codice del consumo. Commentario*, a cura di Alpa e Rossi Carleo, ESI, Napoli, 2005, p 115 - 116, il diritto all' "educazione del consumatore, nella logica sequenziale che ha ispirato il criterio della riaggregazione sistematica, si pone come antecedente indispensabile al fine di sviluppare strutture cognitive idonee alla valutazione delle informazioni dovute, ... in particolare per quanto riguarda prodotti ad elevato contenuto tecnico, come i servizi finanziari".

²⁰¹ Cfr. L. VALLE, *sub art. 4 c. cons.*, cit. p. 92.

approccio “ex ante”, con il quale quindi si è accantonata la tradizionale strategia che vede l’investitore protetto dai meccanismi di mercato²⁰².

Le nuove regole sulla *product governance*²⁰³ – intendendosi sia le norme sulla produzione che sulla distribuzione dei prodotti finanziari – rappresentano quel cambio di rotta nella disciplina mobiliare²⁰⁴, che può essere facilmente associata “all’enfasi sui test e sull’approvazione dei prodotti di consumo in generale prima che raggiungano il mercato, e un certo scetticismo sulla capacità dei meccanismi di mercato di sostenere i consumatori”²⁰⁵.

Invero, il principio guida di questo nuovo impianto normativo, sancito all’art. 21 co. 2 bis t.u.f., in attuazione alla normativa europea, si fonda sull’obbligo per i soggetti abilitati di individuare di un determinato mercato di riferimento di clienti finali al fine di concepire i prodotti finanziari alla luce dell’esigenze della categoria e di distribuire questi stessi prodotti nell’ambito del medesimo *target* di riferimento. Tale disciplina si estende anche a servizi di investimento e in particolare al servizio di collocamento, abbinato o meno al servizio di consulenza, e quindi anche di gestione di portafogli. Si tratta di una vera e propria selezione a monte dei prodotti distribuibili ad una determinata classe di investitori in un’ottica di diminuzione dell’autonomia, non solo dell’impresa, ma anche e soprattutto dell’investitore stesso. In quest’ottica, la *product governance* si accompagna e non si sostituisce a quella della valutazione dell’adeguatezza o appropriatezza e rappresenta un ulteriore applicazione della *know your customer rule* che deve guidare l’attività dell’intermediario.

Per assicurare il rispetto della normativa, viene inoltre conferito alle autorità di vigilanza, sia nazionale che europea, il potere ulteriore di intervenire (*product*

²⁰²Sul punto, N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU’s Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, cit., p. 174, che osserva “gli investitori possono anche essere associati più fortemente ai meccanismi di protezione basati sul mercato, compresi gli strumenti che l’intermediazione e i mercati sempre più completi forniscono, in particolare in termini di copertura e diversificazione”.

²⁰³ Si segnala che il tema della governance del prodotto è stato affrontato da parte delle ESAs in una *joint position* (ESAs, *Joint position of the European Supervisory Authorities on manufacturers’ product oversight & governance processes*, JC-2013-77) dalla quale si deduce un’attenzione intersettoriale da parte delle autorità di controllo del mercato finanziario al tema in discussione e che va ad inserirsi nell’ambito di “serie di iniziative regolamentari, che, sotto il profilo teleologico si addensano intorno alla protezione del soggetto che è fruitore di servizi e prodotti finanziari e, per tale logica, assumono valenza trasversale tra i diversi ambiti settoriali del campo finanziario (bancario, assicurativo, dei servizi di investimento)”, così V. TROIANO, *La product governance*, in *La MiFID II, Rapporti con la clientela – regole di governance – mercati*, cit.

²⁰⁴ Avverte circa i pericoli di una disciplina di tutela incentrata sulla sola *product regulation*, A. PERRONE, *Mercato all’ingrosso e regole di comportamento*, cit. p. 525 ss. pur condividendo “un superamento della posizione che considera a priori inappropriata una *product regulation* e altrettanto rigidamente reputa il mercato superiore al legislatore nel valutare l’utilità di un prodotto” (ivi p. 526).

²⁰⁵ N. MOLONEY, *The Investor Model Underlying the EU’s Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, cit., p. 174.

intervention) in merito all'immissione sul mercato dei prodotti finanziari. Tale nuova forma di vigilanza – che “com'è facile comprendere, sembra muoversi su un piano ulteriore rispetto all'intervento conformativo amministrativo eteronomo dei comportamenti di impresa e dei contratti”²⁰⁶ – si identifica con il potere di limitare se non addirittura proibire la circolazione di prodotti nocivi per i risparmiatori e di conseguenza tossici per la stessa integrità e stabilità del mercato, su un piano chiaramente diverso rispetto al controllo della trasparenza degli attori del mercato.

5.2.3 Il diritto di recesso o lo *ius poenitendi*

Il diritto di recesso rappresenta un'altra delle tecniche di tutela tipiche dei contratti con i consumatori²⁰⁷ e, quando si tratta di offerte a distanza, anche un momento di collegamento da codice del consumo e testo unico della finanza.

Invero, il diritto recesso fu oggetto di disposizioni eccezionali rispetto alle del codice civile proprio nel settore del mercato mobiliare, in riferimento alle vendite a domicilio di valori mobiliari. La norma, art. 18-ter dell'abrogato d.l. 8 aprile 1974, n. 95, stabiliva la sospensione dell'efficacia del contratto a domicilio per cinque giorni dalla data della sottoscrizione durante il quale l'acquirente aveva la facoltà di comunicare il recesso senza corrispettivo all'agente. Questa norma è stata poi replicata nella legge Sim per i contratti di gestione patrimoniale e di nuovo modificata nel decreto Eurosim che la estendeva anche ai contratti conclusi mediante tecniche di comunicazione a distanza aumentando il termine a sette giorni. Tali norme sono poi state riprese dal testo unico dalla finanza e disciplinate separatamente agli articoli 30²⁰⁸ – in merito alle offerte fuori sede “a) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento; b) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività” rivolti ai clienti al dettaglio – e 32 t.u.f. – in merito alle offerte a distanza ossia mediante “tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato” – con applicazione della medesima disciplina: sette giorni di recesso, ma senza limitazioni in

²⁰⁶ V. RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. MIFID II*, cit.

²⁰⁷ Sul tema sia consentito rinviare all'opera di N. G., ZORZI, *Contratto di consumo e libertà del consumatore*, cit., p. 363 ss.

²⁰⁸ Sull'offerta fuori sede, si veda G. ALPA, *Jus poenitendi e acquisto di valori mobiliari*, in *riv. soc.*, 1984, p. 984 ss.; F. CARBONETTI, *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2001, p. 775 ss.; R. DELLA VECCHIA, *Il diritto di recesso del cliente ex art. 30 del T.U.F.: l'interpretazione delle Sezioni Unite ed il successivo intervento legislativo*, in *soc.*, 2014, 1, p. 45 ss.

ordine ai servizi di investimento forniti, con obbligo di darne indicazione nei moduli e formulari a pena di nullità invocabile solamente dal cliente²⁰⁹.

Tuttavia, a seguito del recepimento della direttiva comunitaria sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari adesso la disciplina è dettata dal Codice del Consumo, mentre l'art. 32²¹⁰ è stato modificato nel senso di consentire alla Consob, sentita la Banca d'Italia, di disciplinare la materia in conformità agli artt. 30 e 30 bis nonché il del d.lgs. 190/2005, abrogato e sostituito, si intende, dal Codice del consumo. Le ragioni della modifica normativa dipendono dall'accoglimento da parte del legislatore delle istanze avanzate in sede dottrinale circa la necessità di inserire all'interno del Codice la disciplina diretta alla protezione del consumatore. Questo considerando che la *ratio* della direttiva e così anche della normativa di recepimento mira al conseguimento di un livello elevato di tutela dei consumatori garantendo da un lato la libertà di scelta degli stessi circa i servizi di investimento più confacenti alle loro esigenze e dall'altro il buon funzionamento del mercato interno, rafforzando la fiducia del consumatore.

La modifica normativa dell'art 32 t.u.f., però, ha creato non pochi problemi di coordinamento²¹¹. La Consob ha infatti esercitato la delega nel Regolamento Intermediari non rispettando pienamente i principi indicati nel codice del consumo, giacché ha limitato l'applicabilità della disciplina ai clienti al dettaglio, escludendola per i clienti professionali. Come sopra specificato, però, i clienti professionali possono essere anche consumatori. Tale distinzione comporta l'inapplicabilità delle disposizioni del Regolamento Intermediari e dell'art. 32 t.u.f. ai clienti professionali che siano anche consumatori ai quali potrà essere applicato solamente il Codice stesso.

Queste difficoltà di coordinamento non escludono evidentemente la qualità di consumatore nell'investitore persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività professionale. Anzi può dirsi che la collocazione della disciplina nel codice del consumo, in applicazione della direttiva comunitaria, conferma che l'ambivalente natura dell'investitore e del consumatore. Si esclude al contrario che un cliente professionale, qualora non sia anche un consumatore, possa invocare la tutela prevista dall'art. 32 t.u.f.

²⁰⁹ Prevista altresì per il contratto di consulenza promosso dai consulenti autonomi fuori dal domicilio eletto o dalla sede legale per i clienti al dettaglio, ai sensi del nuovo art. 30 bis t.u.f.

²¹⁰ In arg., tra gli altri, V. ZENO ZENOVICH, *La direttiva sui servizi finanziari a distanza resi dal risparmiatore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, 5, p. 517 ss.; F. ANNUNZIATA, E. GUFFANTI, *Il recesso nei contratti finanziari a distanza*, in *Corr. Giur.*, 2006, p. 5 ss.; A. TORELLI, *Contratti a distanza e tutela del consumatore. La nuova disciplina nella commercializzazione dei servizi finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 3, p. 621 ss.

²¹¹ Per una ricostruzione delle problematiche connesse, si veda B. PETRAZZINI, *Offerte fuori sede e offerte a distanza tra Testo Unico della Finanza e codice del consumo*, in *Giurisprudenza arbitrale*, 2, 2017, p. 259 ss.

5.2.4 Le clausole vessatorie

La MiFID II, così come la direttiva precedente, non dettano una disciplina relativa alle clausole vessatorie²¹², questo rende necessario rivolgersi alle norme poste nel Codice del consumo quando si tratti dei rapporti tra consumatore e professionista. Ciò in quanto il codice assume la “specifica funzione protettiva della parte debole assegnata dal moderno legislatore al controllo di vessatorietà”²¹³.

Come noto, l’art. 33 cod. cons. considera vessatorie tutte “le clausole che malgrado la buona fede, determinato a carico del consumatore un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto”. Per le clausole vessatorie appartenenti alla c.d. “lista grigia” del comma secondo²¹⁴, ossia quelle clausole che sono presunte vessatorie

²¹² Sul tema si veda, M. SEPE, *clausole vessatorie e abusive nei contratti relativi ai servizi finanziari: il regime di specialità*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, tomo II, 2010, p. 787 ss.; M. TONELLO, *art. 1469-bis, co 4,5,6*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 1031 ss.; S. PATTI, *La presunzione di vessatorietà e altri aspetti di diritto delle prove*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, II, p. 513 ss.; M. TESCARO, *Le clausole vessatorie tra codice civile e codice del consumo*, in *Studium iusirs*, 2012, p. 681 ss.

²¹³ L. MEZZASOMA, *Rapporti con la clientela e clausole vessatorie*, in V. TROIANO, R. MOTRONI, *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Cedam, Edizione del Kindle.

²¹⁴ La lista grigia si compone delle seguenti clausole “a) escludere o limitare la responsabilità del professionista in caso di morte o danno alla persona del consumatore, risultante da un fatto o da un’omissione del professionista; b) escludere o limitare le azioni o i diritti del consumatore nei confronti del professionista o di un’altra parte in caso di inadempimento totale o parziale o di adempimento inesatto da parte del professionista; c) escludere o limitare l’opportunità da parte del consumatore della compensazione di un debito nei confronti del professionista con un credito vantato nei confronti di quest’ultimo; d) prevedere un impegno definitivo del consumatore mentre l’esecuzione della prestazione del professionista è subordinata ad una condizione il cui adempimento dipende unicamente dalla sua volontà; e) consentire al professionista di trattenere una somma di denaro versata dal consumatore se quest’ultimo non conclude il contratto o recede da esso, senza prevedere il diritto del consumatore di esigere dal professionista il doppio della somma corrisposta se è quest’ultimo a non concludere il contratto oppure a recedere; f) imporre al consumatore, in caso di inadempimento o di ritardo nell’adempimento, il pagamento di una somma di denaro a titolo di risarcimento, clausola penale o altro titolo equivalente d’importo manifestamente eccessivo; g) riconoscere al solo professionista e non anche al consumatore la facoltà di recedere dal contratto, nonché consentire al professionista di trattenere anche solo in parte la somma versata dal consumatore a titolo di corrispettivo per prestazioni non ancora adempiute, quando sia il professionista a recedere dal contratto; h) consentire al professionista di recedere da contratti a tempo indeterminato senza un ragionevole preavviso, tranne nel caso di giusta causa; i) stabilire un termine eccessivamente anticipato rispetto alla scadenza del contratto per comunicare la disdetta al fine di evitare la tacita proroga o rinnovazione; l) prevedere l’estensione dell’adesione del consumatore a clausole che non ha avuto la possibilità di conoscere prima della conclusione del contratto; m) consentire al professionista di modificare unilateralmente le clausole del contratto, ovvero le caratteristiche del prodotto o del servizio da fornire, senza un giustificato motivo indicato nel contratto stesso; n) stabilire che il prezzo dei beni o dei servizi sia determinato al momento della consegna o della prestazione; o) consentire al professionista di aumentare il prezzo del bene o del servizio senza che il consumatore possa recedere se il prezzo finale è eccessivamente elevato rispetto a quello originariamente convenuto; p) riservare al professionista il potere di accertare la conformità del bene venduto o del servizio prestato a quello previsto nel contratto o conferirgli il diritto

fino a prova contraria, però, il legislatore pone delle importanti deroghe per i servizi finanziari²¹⁵ prevedendo che il professionista possa “recedere, qualora vi sia un giustificato motivo, senza preavviso, dandone immediata comunicazione al consumatore” e “modificare, qualora sussista un giustificato motivo, le condizioni del contratto, preavvisando entro un congruo termine il consumatore, che ha diritto di recedere dal contratto” (art. 33 co. 3). Tali deroghe si intende possono operare esclusivamente se espressamente previste nel contratto relativo ai servizi finanziari²¹⁶. Inoltre, è consentito al professionista “modificare, senza preavviso, sempreché vi sia un giustificato motivo ..., il tasso di interesse o l'importo di qualunque altro onere relativo alla prestazione finanziaria originariamente convenuti, dandone immediata comunicazione al consumatore che ha diritto di recedere dal contratto” (art. 33 co. 4). Infine, per i “contratti aventi ad oggetto valori mobiliari, strumenti finanziari ed altri prodotti o servizi il cui prezzo è collegato alle fluttuazioni di un corso e di un indice di borsa o di un tasso di mercato finanziario non controllato dal professionista, nonché la compravendita di valuta estera, di assegni di viaggio o di vaglia postali internazionali emessi in valuta estera” non si applicano le lettere h), m), n) e o) del comma 2” (art. 33 co. 5).

Dunque, lo stesso legislatore nel disciplinare le clausole vessatorie agli artt. 33 e ss. cod. cons. pone diverse ed espresse eccezioni proprio in riferimento alle “prestazione di

esclusivo d'interpretare una clausola qualsiasi del contratto; q) limitare la responsabilità del professionista rispetto alle obbligazioni derivanti dai contratti stipulati in suo nome dai mandatari o subordinare l'adempimento delle suddette obbligazioni al rispetto di particolari formalità; r) limitare o escludere l'opponibilità dell'eccezione d'inadempimento da parte del consumatore; s) consentire al professionista di sostituire a sé un terzo nei rapporti derivanti dal contratto, anche nel caso di preventivo consenso del consumatore, qualora risulti diminuita la tutela dei diritti di quest'ultimo; t) sancire a carico del consumatore decadenze, limitazioni della facoltà di opporre eccezioni, deroghe alla competenza dell'autorità giudiziaria, limitazioni all'adduzione di prove, inversioni o modificazioni dell'onere della prova, restrizioni alla libertà contrattuale nei rapporti con i terzi; u) stabilire come sede del foro competente sulle controversie località diversa da quella di residenza o domicilio elettivo del consumatore; v) prevedere l'alienazione di un diritto o l'assunzione di un obbligo come subordinati ad una condizione sospensiva dipendente dalla mera volontà del professionista a fronte di un'obbligazione immediatamente efficace del consumatore. È fatto salvo il disposto dell'articolo 1355 del codice civile; v-bis) imporre al consumatore che voglia accedere ad una procedura di risoluzione extragiudiziale delle controversie prevista dal titolo II-bis della parte V, di rivolgersi esclusivamente ad un'unica tipologia di organismi ADR o ad un unico organismo ADR; v-ter) rendere eccessivamente difficile per il consumatore l'esperimento della procedura di risoluzione extragiudiziale delle controversie prevista dal titolo II-bis della parte V”.

²¹⁵ Essenzialmente riprendendo quanto era già disciplinato negli artt. 1469 bis ss. del codice civile.

²¹⁶ L. MEZZASOMA, *Rapporti con la clientela e clausole vessatorie*, in V. TROIANO, R. MOTRONI, *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Cedam, Edizione del Kindle. osserva che “a ben vedere, infatti, se la ratio delle disposizioni in commento è quella di salvaguardare la stabilità del settore finanziario, è naturale circoscrivere le stesse deroghe solo a quelle contrattazioni che, stante la loro durata indefinita, si presentano come maggiormente esposte alle modifiche dettate dalla volubilità dei mercati finanziari. Ciò significa che nessuna deroga sarà ammessa nel caso di contratti che prevedano un termine in quanto in tutte tali circostanze il rischio connesso alle modifiche economiche che possono interessare lo specifico negozio sono limitate nel tempo e, comunque, ampiamente calcolabili”.

servizi finanziari”. Non essendo qui definiti, parte della dottrina ritiene che si possa far riferimento all’ampia categoria indicata dall’art. 67-ter t.u.f. ossia “qualsiasi servizio di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di investimento, di assicurazione o di previdenza individuale”²¹⁷. Si è ritenuto, al contrario, che “per prestazione di servizi finanziari deve intendersi ogni prestazione che, in qualche modo o forma, diretta o indiretta, procuri un finanziamento al soggetto (tramite erogazione del credito e/o investimento in prodotti finanziari)”²¹⁸. Si osserva peraltro che il concetto di servizi finanziari comprende ma è più ampio della definizione di servizi e attività di investimento del t.u.f.²¹⁹ Secondo tale impostazione²²⁰, in primo luogo, bisognerebbe far riferimento alla *ratio* della norma, così che potrebbe farsi riferimento a tali norme eccezionali solamente ove il contratto sia “esposto alle fluttuazioni finanziarie o di mercato”, così escludendosi dal novero la consulenza in materia di investimento, e, in secondo luogo, poi si dovrebbe distinguere tra i commi 3 e 4, da un lato, e il comma 5 dall’altro. Solo quest’ultimo potrebbe essere applicato ai contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari (in cui si comprendono i valori mobiliari, come specificatamente indicato dal testo unico della finanza all’art. 1 comma secondo)²²¹, poiché dallo stesso sono sottratti alla disciplina delle clausole vessatorie.

Il riferimento a tale “categoria” contrattuale non fa che confermare l’applicabilità in astratto delle regole del Codice del Consumo anche ai contratti relativi ai servizi di investimento. Pertanto, la logica della normativa del testo unico finanziario è quella di

²¹⁷ In questi termini, S. MEZZACAPO, *Illiceità delle clausole abusive (tra presidi di giustizia negoziale e tutela amministrativa del mercato)*, in *I contratti dei risparmiatori*, F. Capriglione (a cura di), p. 139; *Contra* F. BRAVO, *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori - Il commento*, in *Contratti*, 2008, 4, p. 378, secondo il quale “l’effetto che si registra, dunque, sembra essere quello di un’estensione della portata applicativa dell’eccezione prevista nell’art. 33 comma 3 Cod. consumo, dato che la definizione di servizi finanziari, introdotta per iniziativa delle istituzioni comunitarie pur sempre nell’ambito dei contratti con i consumatori, finisce per perdere quella riferibilità quasi esclusiva ai contratti di cui al testo unico della finanza, ma va allargata a tutti i contratti relativi a servizi di natura bancaria, creditizia, di pagamento, di investimento, di assicurazione o di previdenza individuale”. Quale che sia l’interpretazione maggiormente corretta, a voler ridurre l’ambito di applicazione escludendo i servizi assicurativi, la dottrina è concorde nell’affermare che vengano in essi ricompresi i servizi di investimento e i servizi bancari o parabancari, sul punto cfr. L. MEZZASOMA, *Rapporti con la clientela e clausole vessatorie*, cit.

²¹⁸ G. LENER, *Le clausole vessatorie nei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, E. Gabrielli, R. Lener (a cura di), Tomo I, UTET giuridica, Torino, p. 135.

²¹⁹ G. LENER, *Le clausole vessatorie nei contratti del mercato finanziario*, cit., p. 174.

²²⁰ G. LENER, *Le clausole vessatorie nei contratti del mercato finanziario*, cit., p. 136 – 137, nt. 19.

²²¹ D.U. SANTOSUOSSO, *Prime note in commento della disciplina sui contratti del consumatore (con particolare riferimento all’intermediazione mobiliare)*, in *Giur. Comm.*, 1996, I, p. 1013, già osservava che non ci fosse vera distinzione tra valore mobiliare e strumento finanziario, potendo l’uno rientrare nella definizione dell’altro. Anche se considerando l’attuale definizione rinvenibile nel testo unico della finanza, sarebbe meglio precisare che i valori mobiliari rientrano nella categoria degli strumenti finanziari, ma non necessariamente tutti gli strumenti finanziari sono valori mobiliari.

assurgere a disciplina “speciale” rispetto a quella consumeristica, in quanto dettata per rispondere a specifiche esigenze di settore²²². Al contrario, queste ultime solo occasionalmente sono considerate nella disciplina consumeristica o per unificare la disciplina protettiva in funzione delle modalità di erogazione dei servizi, come avviene per la commercializzazione a distanza, o, come nel caso delle clausole vessatorie, per evitare l’applicazione generalizzata di norme che in un determinato settore non risponderebbero al necessario bilanciamento tra interessi dei consumatori e interessi del mercato. Il fine, dunque, è assicurare la stabilità e solvibilità del mercato, quale interesse di natura pubblicistica che prevale e sacrifica l’interesse del consumatore alla stipula di un contratto privo di clausole vessatorie²²³.

Questa scelta, tuttavia, insieme alle limitazioni soggettive imposte dal codice, ove strettamente interpretate, impediscono l’applicabilità delle norme che ci accingiamo a commentare ove l’investitore, anche se cliente al dettaglio, non rientri nella definizione dell’art. 3 cod. cons. Ciò nonostante il rapporto tra intermediario e cliente sia caratterizzato da un forte squilibrio contrattuale, dal punto di vista sia informativo sia economico, che renderebbero auspicabile l’estensione di tali norme a tutti i clienti al dettaglio²²⁴.

In definitiva, il Codice del consumo si pone come normativa generale in ordine a tutti i rapporti contrattuali tra consumatore e professionista. Come è stato rilevato “la disciplina generale del contratto diventa pertanto diritto comune nell’area dei rapporti fra imprenditori, fra imprenditori e liberi professionisti e fra “consumatori”, mentre l’atto di consumo finisce col descrivere una disciplina *a latere* che interviene allorché il vincolo giuridico leghi il *professionnel* all’*homme faible*”²²⁵.

5.2.5 Le associazioni dei consumatori e i meccanismi ADR

Gli artt. 32-bis e 32-ter t.u.f. rappresentano altri due esempi di coordinamento tra il testo unico della finanza e la disciplina consumeristica, in riferimento alla tutela giudiziale e stragiudiziale degli interessi dei consumatori.

²²² G. DE NOVA, *Le clausole vessatorie. Art. 25 legge febbraio 1996, n. 52*, Milano, 1996, p. 27; M TONELLO, *Art. 1469-bis, commi 4, 5, 6, in Nuove Leggi civ. comm.*, 1997, p. 1031.

²²³ G. LENER, *Le clausole vessatorie nei contratti del mercato finanziario*, cit., p. 132.

²²⁴ L. MEZZASOMA, *Rapporti con la clientela e clausole vessatorie*, in V. TROIANO, R. MOTRONI, *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Cedam, Edizione del Kindle, “tutto ciò nonostante il concetto di “debolezza” sia un concetto relativo, concretamente apprezzabile solo in relazione alla “forza” dell’altra parte e che dovrebbe ricavarsi non da predefinite caratteristiche soggettive del contraente quanto, piuttosto, attraverso una corretta e puntuale analisi della posizione che si viene a realizzare fra due concreti e specifici contraenti”.

²²⁵ R. CALVO, *I contratti del consumatore*, in *Tratt. Dir. Comm. Dir. Pubbl.*, F. Galgano (diretto da), Padova, 2005, p. 5.

L'art. 32-bis cod. cons. risulta ora abrogata dalla nuova azione di classe introdotta dalla L. 12 aprile 2019, n. 31. Essa stabiliva che le associazioni dei consumatori rappresentative a livello nazionale erano legittimate ad agire a tutela degli interessi collettivi degli investitori relativi ai servizi di investimento e accessori, oltre che alla gestione collettiva del risparmio, nelle forme previste dagli artt. 139 e 140 cod. cons.

Questa norma era il risultato dell'attuazione della direttiva MiFID, poi ripresa dalla seconda direttiva sui servizi di investimento, che ha portato il legislatore ad estendere agli investitori le norme poste a tutela degli interessi collettivi dei consumatori.

La norma consentiva quindi a tali associazioni di esperire l'azione inibitoria, così come di richiedere di adottare le misure idonee a correggere o eliminare gli effetti dannosi delle violazioni accertate, di ordinare la pubblicazione del provvedimento e correggere eliminare gli effetti delle violazioni accertate.

Il testo unico non faceva alcun riferimento all'art. 140bis del cod. cons. ossia l'azione di classe posta a tutela dei diritti individuali omogenei dei consumatori di tipo risarcitorio e restitutorio. Il mancato rinvio aveva dunque portato ad un problema di coordinamento attese le differenze tra la definizione di consumatore e cliente²²⁶. Ciò, tuttavia, non toglieva che le associazioni ex art. 137 cod. cons. potessero agire per gli investitori con tale rimedio processuale ove questi fossero altresì consumatori²²⁷.

Tali problemi di coordinamento sono stati risolti dalla nuova azione di classe come rimedio generale a tutela dei diritti individuali così come dalla nuova azione inibitoria collettiva, ora disciplinate dal codice di procedura civile.

L'art. 32-ter nell'attuare la direttiva MiFID consentiva l'applicazione dell'art. 141 cod. cons., ossia la norma sulla risoluzione stragiudiziale delle controversie tra professionisti e consumatori, fino alla costituzione da parte del legislatore delle procedure di conciliazione e arbitrato, previste dalla legge sul risparmio del 2005²²⁸, ed introdotte dal d.lgs. 179/2007.

L'art. 32-ter è stato poi modificato dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 che ha dato attuazione alla MiFID II con la seguente formulazione “i soggetti nei cui confronti la Consob esercita la propria attività di vigilanza, ..., nonché i consulenti finanziari autonomi e le società di consulenza finanziaria aderiscono a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con gli investitori diversi dai clienti professionali”, emanando alla Consob, “con proprio regolamento, nel rispetto dei principi, delle

²²⁶ A. M. TONI, *Sub art. 32-bis*, in *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, N. 58 e successive modificazioni. Tomo I - Artt. 1 - 101. Artt. 101 bis - 216, Artt. 1 - 43 d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39*, F. Vella (a cura di), p. 367, nt. 29, osserva che “La circostanza si segnala come una delle più vistose differenze rispetto al modello nordamericano dove, al contrario, sono proprio gli intervenuti nel settore dei mercati finanziari a rappresentare il più importante ambito di ricorso all'azione collettiva” e *ivi* riferimenti dottrinali.

²²⁷ V. CALANDRA BUONAURA, *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, sub. art. 32 bis, Cedam, Padova, 2020, p. 197.

²²⁸ L.28 dicembre 2005, n. 262.

procedure e dei requisiti di cui alla parte V, titolo II-bis, del decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206, e successive modificazioni, i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione delle controversie di cui al comma 1 nonché i criteri di composizione dell'organo decidente, in modo che risulti assicurata l'imparzialità dello stesso e la rappresentatività dei soggetti interessati”.

La Consob ha esercitato la delega emanando la delibera 4 maggio 2016 n. 19602 e disciplinando il nuovo Arbitro per le Controversie Finanziarie²²⁹ che rientra nei così detti meccanismi di *Alternative Dispute Resolution*, ossia le procedure di risoluzione alternativa delle controversie.

La nuova disciplina è stata influenzata altresì da ulteriori interventi normativi europei in materia, tutte volte a disciplinare le procedure ADR²³⁰ nei rapporti tra consumatori e professionisti. In particolare, la direttiva n. 2013/11/UE che ha il fine di porsi come disciplina generale per l'armonizzazione di tutte queste procedure e il Regolamento (UE) n. 524/2013 che istituisce una piattaforma online – la piattaforma ODR – sulle controversie derivanti dal contratto di vendita o di servizi on-line di tipo transfrontaliero. È importante anche ricordare che prima di tali interventi, nel 2001, è stata istituita una rete di risoluzione delle controversie degli organismi ADR nazionali denominata FIN-NET (*Financial Dispute Resolution Network*) relativa alle controversie transfrontaliere tra consumatori e fornitori di servizi finanziari nell'Unione Europea, in Norvegia, Islanda e Liechtenstein.

L'ACF, invero, è stato regolato sul modello dell'Arbitro Bancario Finanziario che ha avuto particolare successo per le controversie tra consumatori e banche²³¹. Dalla firma del Protocollo del 19 marzo 2020, le due autorità collaborano per garantire il coordinamento delle rispettive attività e lo scambio di informazioni. In questo modo, i clienti sono protetti da possibili conflitti interpretativi sulla competenza delle due autorità.

²²⁹ Sul tema, tra gli altri, R. LENER, *L'Arbitro per le Controversie Finanziarie. Brevi note di confronto con l'Arbitro Bancario Finanziario*, in *I metodi alternativi di risoluzione delle controversie (ADR). L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (acf): primi passi e prospettive*, eds. R. Lener, A.F. Pozzolo, Editrice Minerva Bancaria, Milano, 2017, p. 41.

²³⁰ Per una ricostruzione dell'evoluzione dei sistemi ADR in Italia si veda, T. E. FROSINI, *Un diverso paradigma di giustizia: le "Alternative Dispute Resolutions"*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1 (2011), p. 47 ss.

²³¹ Il sistema precedente aveva istituito la Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob, che era gestita da mediatori o arbitri e che poteva avvalersi di organismi di mediazione esistenti operanti in una grande varietà di settori. Solo in un secondo momento la Camera è stata configurata come un organo tecnico della Consob composto da suoi dipendenti. Su queste considerazioni e per una ricognizione sul funzionamento dell'ABF e dell'ACF, sia consentito rinviare a F. BICHIRI, C. PONCIBÒ, *Comparative perspective on the banking and financial ombudsman: current limitations, and possible solutions*, in *Protecting Financial Consumers in Europe* in corso di pubblicazione da Brill. Sul sistema di arbitrato presso la Consob prima dell'ACF, si veda L. BERGAMINI, *I nuovi strumenti stragiudiziali di soluzione delle controversie in materia bancaria e finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, cit., p. 467 ss.

Ciò che sicuramente non convince sull'ACF, per quanto strumento molto più efficace del suo predecessore, è l'ambito soggettivo di operatività della procedura. Infatti, solo i clienti al dettaglio possono accedere a tale meccanismo ADR, ma non i clienti professionali, a prescindere dal fatto che questi ultimi possano o meno essere considerati consumatori. Considerando che, come sopra ampiamente discusso, la definizione di clienti al dettaglio e di consumatori non coincide e che anche i clienti professionali possono essere consumatori, vi è una importante differenza rispetto alla direttiva MiFID II. Infatti, l'articolo 75 della MIFID II fa riferimento all' "istituzione di procedure efficaci ed effettive di reclamo e di ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie *in materia di consumo relative alla prestazione di servizi di investimento* e di servizi accessori da parte delle imprese di investimento, avvalendosi, se del caso, degli organismi esistenti. Gli Stati membri garantiscono inoltre che tutte le imprese di investimento aderiscano a uno o più organi che attuano tali procedure di reclamo e ricorso". Nella versione inglese, non si parla di "consumo" ma di "procedures for the out-of-court settlement of consumer disputes concerning the provision of investment and ancillary service".

Nonostante le differenze nella traduzione del testo normativo, il richiamo al consumatore è più che evidente nella direttiva MiFID II, pertanto, non pare condivisibile la restrizione dell'accesso alle procedure ai soli clienti al dettaglio, consentendo all'eventuale soggetto che non sia consumatore ma che sia cliente al dettaglio di presentare il ricorso all'ACF, impedendolo, invece, al cliente professionale che sia consumatore. Ciò, a maggior ragione, se si considera che l'ACF ha competenze anche in riferimento alle controversie oggetto del Regolamento (UE) n. 524/2013 che fa chiaramente riferimento al rapporto tra consumatori e professionisti. Né merita meno considerazione il fatto che l'attuazione delle direttive MiFID dovrebbe rispondere ad una logica di armonizzazione massima "combinat[a] con divieti o limitazioni di *golden plating* (ossia, il potere degli Stati membri di introdurre regole aggiuntive rispetto a quelle derivanti dai testi comunitari)"²³².

Invero, come affermato dalla Corte di Giustizia europea, le due definizioni non hanno le medesime finalità, laddove il rinvio al cliente al dettaglio piuttosto che a quello professionale ha il fine di distinguere "in particolare per quanto riguarda la portata delle informazioni che l'impresa di investimento è tenuta a fornirgli", mentre per il consumatore "fattori quali il valore delle operazioni effettuate ..., l'entità dei rischi di perdite finanziarie associati alla conclusione di tali contratti, le eventuali conoscenze o competenze di detta persona nel settore degli strumenti finanziari o il suo comportamento attivo nel contesto di tali operazioni sono, in quanto tali, in linea di principio, privi di pertinenza". Al contrario, il fine delle procedure ADR è ben diverso: come affermato nella stessa Direttiva 2013/11/UE al quarto considerando, "è opportuno che i consumatori

²³² F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare: aggiornamento a MiFID e Market Abuse Regulation*, cit., p. 21.

traggano vantaggio dall'accesso a mezzi facili, efficaci, rapidi e a basso costo per risolvere le controversie nazionali e transfrontaliere derivanti da contratti di vendita o di servizi, in modo da rafforzare la loro fiducia nel mercato. Tale accesso dovrebbe valere sia per le operazioni online che per quelle offline, soprattutto se i consumatori acquistano oltre confine”²³³.

5.3 La digitalizzazione dei servizi finanziari conferma il protagonismo del consumatore nell'ambito dei mercati finanziari

Negli ultimi anni, l'evoluzione tecnologica ha fortemente interessato anche il settore dell'economia e in particolare l'ambito dei servizi finanziari, dando vita ad una digitalizzazione tale che si è parlato in merito della c.d. rivoluzione Fintech.

Lasciando ad altre parti del presente lavoro l'approfondimento di tale fenomeno, basti qui sottolineare che con esso si individua, in poche parole, l'applicazione della tecnologia alla finanza. Da qui, si è assistito ad una progressiva evoluzione delle modalità di erogazione dei servizi finanziari, compresi i servizi di investimento.

Il consumatore è stato oggetto di particolare interesse da parte del legislatore europeo attesi i nuovi rischi che i servizi c.d. Fintech hanno sollevato, rendendo necessaria una revisione della disciplina. Dal punto di vista programmatico, il primo intervento di rilievo è rappresentato dal c.d. New Deal²³⁴ per i consumatori il quale si proponeva tra l'altro una modernizzazione delle norme dell'UE a tutela dei consumatori in funzione dell'evoluzione che, in questo periodo, ha interessato il mercato.

Tale programma ha portato all'introduzione della direttiva per una migliore applicazione e una modernizzazione delle norme dell'Unione relative alla protezione dei consumatori volta a modificare la direttiva 93/13/CEE, sulle clausole abusive, la direttiva 98/6/CE sui prezzi, la direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali e la direttiva 2011/83/UE sui diritti dei consumatori. Inoltre, l'ambito dei servizi finanziari, in particolare i servizi di investimento, è stato toccato in riferimento alla tutela degli interessi collettivi dei consumatori con l'introduzione della nuova direttiva sulle azioni rappresentative, che si applicherà esplicitamente, tra l'altro, alla violazione delle disposizioni della MiFID II.

Nell'ambito della rivoluzione digitale, l'ultimo intervento di rilievo che non era considerato nell'ambito del New Deal, ma che è al momento oggetto di valutazione è la

²³³ Si pronuncia in termini simili il quarto considerando del Regolamento (UE) n. 524/2013 “La frammentazione del mercato interno ostacola gli sforzi volti a rilanciare la competitività e la crescita. Inoltre, la situazione di squilibrio in termini di disponibilità, qualità e conoscenza di mezzi facili, efficaci, rapidi e a basso costo per risolvere le controversie derivanti dalla vendita di beni o dalla fornitura di servizi in tutta l'Unione rappresenta un ostacolo nel mercato interno che mina la fiducia dei consumatori e dei professionisti negli acquisti e nelle vendite a livello transfrontaliero”.

²³⁴ Comunicazione della Commissione COM(2018) 183 def. del 11 aprile 2018.

proposta di direttiva concernente la commercializzazione a distanza dei servizi finanziari²³⁵.

Nella proposta, invero, il regolatore europeo, al considerando 4, osserva che “la digitalizzazione ha contribuito a sviluppi del mercato imprevisi al momento dell'adozione della direttiva 2002/65/CE. In effetti i rapidi sviluppi tecnologici avvenuti in seguito hanno condotto a cambiamenti significativi nel mercato dei servizi finanziari... Sono apparsi nuovi prodotti, in particolare nell'ambiente online, e il loro utilizzo continua a svilupparsi, spesso in modo rapido e imprevedibile”.

Nel rinnovato quadro economico, però la proposta di direttiva mantiene gli originari obiettivi, ossia salvaguardare la libertà di scelta del consumatore mantenendo un elevato livello di tutela, rafforzando così la loro fiducia in questa forma di commercializzazione.

Per raggiungere tale fine, viene proposta non solo la modifica della direttiva del 2002, in particolare in merito a “le modalità e le tempistiche con cui le informazioni dovrebbero essere fornite al consumatore”, ma altresì di spostare la collocazione della stessa disciplina nell'ambito della direttiva 2011/83/UE sui diritti dei consumatori, pur considerando la peculiarità e le esigenze del settore finanziario, prevedendo un'apposita sezione ad essa dedicata e l'estensione di alcune regole, quali ad esempio le sanzioni, già applicate in via generale alla direttiva anche ai servizi finanziari. Infine, la direttiva tiene in considerazione le modalità di erogazione a distanza “online” prevedendo norme che regolino la possibilità per il consumatore di interfacciarsi, se richiesto, con un operatore umano e, in generale, regole di più incisive sulla trasparenza, prevedendo, ad esempio, ove venga incluso “un profilo di rischio-rendimento, [che] il servizio finanziario ai consumatori concluso a distanza dovrebbe contenere elementi quali un indicatore sintetico di rischio, integrato da una spiegazione testuale di detto indicatore e dei suoi principali limiti e da una spiegazione testuale dei rischi che sono particolarmente pertinenti per il servizio finanziario, nonché la perdita massima possibile di capitale, comprese informazioni sulla possibilità di perdere tutto il capitale”.

Ancora una volta, dunque, anche di fronte alle più recenti evoluzioni del mercato, il regolatore europeo continua a considerare il consumatore quale attore dei vari settori del mercato finanziario, senza distinzione alcuna in merito alle sue particolari conoscenze o competenze, prevedendo, ove possibile, e in particolare quando si tratta delle modalità di erogazione dei servizi, una disciplina generale e trans-settoriale.

6. Dal cliente al dettaglio al consumatore di servizi finanziari.

²³⁵ Proposta di Direttiva del parlamento europeo e del consiglio che modifica la direttiva 2011/83/UE per quanto riguarda i contratti di servizi finanziari conclusi a distanza e abroga la direttiva 2002/65/CE, COM(2022) 204 def. del 11 maggio 2022.

Dall'analisi sviluppata nel primo capitolo emerge in modo inequivoco come il consumatore e l'atto di consumo non possano ritenersi estranei ai contratti aventi ad oggetto la prestazione dei servizi di investimento e debbano invece essere considerati protagonisti delle vicende del mercato finanziario.

Non sono poi prive di rilievo le caratteristiche del rapporto di intermediazione, del tutto comuni a quelle dell'investitore, identificabili nel forte squilibrio informativo, nella innegabile standardizzazione e nello "strapotere" del professionista quanto alla determinazione del contenuto contrattuale, le quali finiscono per accumunare le forme di protezione del consumatore con l'investitore.

Come si è visto, infatti, non solo la disciplina è comune quanto alle tecniche di tutela (la trasparenza, la *disclosure*, la forma informativa, la nullità di protezione), ma vi sono ipotesi di diretta applicazione del codice del consumo (commercializzazione a distanza dei servizi finanziari, precedente disciplina sulle azioni collettive, procedure ADR) o necessaria disapplicazione per previsione normativa *ivi* espressa (clausole vessatorie) ai rapporti tra investitore e consumatore. Inoltre, ancora più di recente, il riconoscimento dell'identità dalla debolezza dell'investitore al dettaglio con quella del consumatore ha generato una forma di tutela *ex ante* (la *product governance*) prima sconosciuta al settore mobiliare (sia in Europa che negli Stati Uniti peraltro), la cui logica, invece, è ampiamente rinvenibile nell'ambito della disciplina consumeristica.

Tuttavia, la rigida interpretazione della nozione di consumatore dovuta alla specificità della definizione normativa impedisce di estendere la disciplina del codice del consumo, senza un espresso intervento del legislatore, anche ove richiamata, agli enti collettivi. Al problema potrebbe in parte sopperire la teoria della competenza nella sua forma intermedia che arriva a risultati particolarmente convincenti, considerando atti di consumo anche quegli atti che siano (solo) indirettamente (e non strumentalmente) connessi al soddisfacimento di interessi professionali.

Nondimeno, il rapporto di genere e specie tra le nozioni non può che fermarsi, dato normativo alla mano, all'investitore al dettaglio come persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività professionale. Tale rapporto diviene ancora più evidente proprio in riferimento a quella differenza sulla natura della debolezza che è stata avanzata dalla dottrina. La relatività della presunzione di debolezza del cliente al dettaglio, che quindi si opporrebbe a quella "assoluta" del consumatore, in realtà viene condivisa da quest'ultimo quando si tratta della disciplina mobiliare. Infatti, nello stesso codice del consumo, ove vi sia un riferimento a tale settore, vengono tenute in considerazione le peculiari esigenze del mercato finanziario, ne è un esempio la disciplina sulla commercializzazione a distanza (la cui particolarità viene ribadita nella proposta di direttiva), così come la disciplina sulle clausole vessatorie, che viene addirittura disapplicata, in alcune ipotesi, pur trattandosi di rapporti con il consumatore, per salvaguardare il buon funzionamento del mercato.

Così come non vi è un unico investitore, dunque, non vi è un unico consumatore, la cui debolezza varia a seconda delle condizioni di vulnerabilità in cui si trova e il mercato cui si affaccia.

Non si può dunque escludere che il consumatore sia attore, dal lato della domanda, del mercato finanziario – oggi mercato unico di capitali; circostanza resa evidente dall’analisi degli interventi programmatici (anche più recenti) e normativi di matrice europea, e che se fosse accettata a livello nazionale potrebbe risolvere i problemi di coordinamento affrontanti nel corso della trattazione (ad esempio, la mancata tutela del consumatore, cliente professionale, davanti all’ACF). A maggior ragione, se si considera la premessa iniziale di una ineludibilità di un testo unico della finanza europeo.

Semmai, si dovrebbe giungere all’opposta conclusione: il settore mobiliare sembra essere riuscito là dove la rigidità nozionistica della disciplina consumeristica tende a fallire, ammettendo la necessità di tutela della persona giuridica – debole come lo è il consumatore – da tempo invocata dalla dottrina. Così argomentando, allora, il formato legislativo e dottrinale, sia europeo che nazionale, dovrebbe ripensare criticamente la nozione di consumatore che per quanto oggi assurga ad “una nozione a geometrie variabili, riaffiora il sospetto che, nonostante siano trascorsi molti lustri, forse siamo ancora a metà del guado”²³⁶. Non si può escludere, almeno in termini descrittivi, infatti, che, benché il cliente al dettaglio non possa essere considerato un consumatore in senso tecnico (non senza le dovute distinzioni), oggi possa essere definito un consumatore di servizi finanziari.

Il fenomeno così descritto, lungi dall’essere privo di conseguenze, non può che avere importanti ricadute sul piano delle tutele accordate all’investitore/cliente al dettaglio. Pertanto, le prossime tappe del percorso d’indagine proposto in apertura del presente capitolo saranno volte ad indagare se e come la forza attrattiva della figura del consumatore, da un lato, sia stata causa di un ripensamento delle categorie giuridiche tradizionali come applicate nel diritto mobiliare, e, dall’altro, possa orientare l’attività del legislatore nella determinazione dei profili di tutela dell’investitore che si trova oggi ad operare in un mercato dove la tecnologia incontra la finanza con effetti tanto dirompenti da imporre una riflessione sull’operare dell’attuale impianto normativo.

A questi fini, in primo luogo, l’oggetto dell’analisi si concentrerà sul formalismo e sulla nullità di protezione dei contratti di investimento, i cui rapporti si sono contraddistinti per un tasso tanto elevato di litigiosità da creare i presupposti necessari a stimolare il dibattito giuridico e l’incontro tra il formante dottrinale e giurisprudenziale. Il secondo elemento di indagine, invece, sarà incentrato, in una prospettiva *de iure condito* e *de iure condendo*, sulla consulenza in materia di investimenti erogata nella forma “automatizzata”, nata e strutturata per avere come destinatario proprio il consumatore di servizi finanziari ed annoverata tra i nuovi servizi Fintech.

²³⁶ S. PAGLIANTINI, *Contratti del consumatore (diritto europeo)*, in *Dig. disc. civ.*, I, 2021, p. 75.

CAPITOLO II

Il formalismo e la nullità di protezione. L'evoluzione delle categorie tradizionali nel settore del mercato finanziario

1. Premessa

Dopo aver delineato nel capitolo precedente l'evoluzione normativa ed interpretativa che ha accompagnato l'individuazione delle categorie di consumatore, investitore e cliente al dettaglio, i loro confini e le loro sovrapposizioni, si cercherà nel presente capitolo di ripercorrere le importanti ricadute sul piano della tutela offerta alla "parte debole" del rapporto contrattuale e sul dibattito relativo alla nullità dei contratti di investimento per vizi di forma e ai confini della tutela offerta alla "parte debole" del rapporto contrattuale.

Il tema della forma non è certamente nuovo nell'ambito dei contratti di investimento, per i quali, sin dai primi interventi normativi, il legislatore aveva scelto la strada del formalismo come mezzo di manifestazione della volontà negoziale delle parti e strumento di garanzia sul piano dei contenuti, dell'opponibilità e della prova. Sulla forma sono stati versati fiumi di inchiostro, trattandosi di un argomento foriero di contrasti interpretativi e di articolate ricostruzioni dogmatiche, molto spesso dovute ad una certa laconicità dei testi normativi, che, emanati in un contesto settoriale, rendevano necessario un coordinamento con la disciplina del diritto comune.

Inizialmente l'approccio degli interpreti si è affidato alle categorie tradizionali, configurando l'obbligo della forma scritta in senso "strutturale", così come la nullità che fosse derivata dalla sua violazione. Ben presto, tuttavia, la disciplina mobiliare ha dovuto fare i conti con i problemi di coordinamento sollevati dal diritto dei consumatori, la cui vocazione trasversale ha finito per influenzare un settore considerato tradizionalmente estraneo all'atto di consumo.

Come si è tentato di dimostrare nel precedente capitolo, questo fenomeno ha preso le mosse da un'iniziale commistione tra le regole del Testo unico finanziario e quelle dettate dal Codice del Consumo, finendo per tradursi in una continua esigenza di coordinamento, se non di sovrapposizione, della normativa finanziaria con una disciplina che si poneva in termini di specialità rispetto alla normativa codicistica.

Il dibattito sulla forma nei contratti di investimento non è rimasto immune al cambiamento. Infatti, l'identità tra il consumatore e il cliente al dettaglio in termini di *gap* informativo e contrattuale ha finito per condizionare non solo il legislatore nell'edificazione di un sistema di tutela efficace, ma anche l'opera stessa dell'interprete. Ed allora, una nullità e una forma che un tempo erano riconducibili all'alveo dell'invalidità codicistica, oggi si presentano all'interprete in una nuova prospettiva, fortemente condizionata dal più moderno approccio del panorama legislativo europeo che mira ad eliminare o a ridurre a priori le asimmetrie informative poste fisiologicamente nei rapporti tra consumatori e operatori professionali. Concetti come "forma informativa" e "nullità di protezione", tipici del discorso giuridico sviluppatosi attorno alla tutela del consumatore, assumono valenza generale, capace di influenzare e trasmettere i propri tratti caratteristici anche all'invalidità e al formalismo della disciplina mobiliare. La forza gravitazionale del diritto dei consumatori rispetto al rapporto di intermediazione non è però priva di conseguenze. Si vedrà infatti come le peculiarità del contratto di investimento abbiano dato origine a soluzioni interpretative capaci di mutare sensibilmente le categorie tradizionali.

Avendo così individuato il tema di indagine, la trattazione seguirà l'evoluzione interpretativa dell'art. 23 t.u.f. dalla quale emergerà una progressione esegetica articolata in tre fasi, scandite da altrettanti livelli di tutela, descrivibili in termini di graduale aumento dell'intensità della protezione che partendo da una nullità "codicistica" passa poi ad assumere i propri tratti di "specialità" per finire attratta nell'alveo dell'invalidità di matrice consumeristica, la cui (re)interpretazione nell'ambito dei contratti di investimento influenzerà l'operatività del principio di buona fede nell'ambito di una regola di validità.

2. L'art. 23 del t.u.f. e il formalismo di protezione nei servizi di investimento.

Il formalismo di protezione, che caratterizza i contratti aventi ad oggetto i servizi di investimento, trova il suo antecedente storico nella già citata Legge Sim, il cui art. 6, lett. f), imponeva ai soggetti autorizzati alla prestazione delle attività di intermediazione mobiliare di stabilire i rapporti con il cliente stipulando un contratto scritto, del quale doveva essere contestualmente consegnata copia a quest'ultimo²³⁷.

²³⁷ M. ATELLI, *Commento all'art 23*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di BEDOGNI, Milano, 1998, p. 203, ricorda come con l'entrata in vigore del Testo Unico Bancario (d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385) fosse venuta ad esistenza una disciplina contraddittoria, in quanto la legge Sim si applicava su base oggettiva e quindi ogniqualvolta si fosse agito nell'ambito dell'intermediazione mobiliare; per contro, il t.u.b. dettava delle regole di comportamento *ad hoc*, attuabili qualora uno dei contraenti fosse stato una banca, perciò anche laddove il rapporto contrattuale avesse avuto ad oggetto l'attività di intermediazione. In questa situazione asimmetrica i dubbi interpretativi erano ovviamente inevitabili quando non vi fosse stata coincidenza di contenuti. Mentre altri, in particolare,

La norma, però, taceva in merito alle conseguenze della violazione dell'obbligo formale. Sul punto si erano formati due orientamenti diametralmente opposti, incentrati sulla riconducibilità del vincolo alle regole di condotta ovvero alle regole di validità. Da un lato, alcuni avvaloravano la tesi della nullità del contratto per violazione di norme imperative *ex art. 1418 co.1 c.c.*, considerando anche l'interesse di "ordine pubblico" a che il cliente fosse a conoscenza del testo contrattuale²³⁸. Inoltre, parte della dottrina era persuasa che tale tipo di nullità fosse di natura relativa, poiché la regola era prevista nell'esclusivo interesse del cliente²³⁹. Dall'altro, altri escludevano che il legislatore avesse inteso imporre il requisito della forma *ad substantiam* proprio a causa del suo riserbo sul punto e, *a fortiori*, a causa di alcune ipotesi di nullità comminate in maniera espressa nella legge²⁴⁰.

Tali dispute normative sono ormai superate a seguito dell'emanazione del Testo Unico Finanziario, che in larga parte riprende le soluzioni già proposte dal Decreto Eurosim, di cui si è già accennato nel primo capitolo.

Anzitutto, l'articolo 23, nella versione del 1998, allineò la disciplina bancaria e finanziaria, prevedendo la disapplicazione del t.u.b. in materia di servizi di investimento. Inoltre, relativamente alla consegna del contratto venne eliminato l'avverbio "contestualmente", così da favorire la negoziazione c.d. "virtuale" e fu sostituito il termine "copia" con il termine "esemplare", così da rendere necessaria la predisposizione di due originali del contratto²⁴¹. Infine, il legislatore abbracciò la tesi della nullità relativa in caso di violazione della forma scritta. Mentre, la Consob, esercitando il potere di delega affidato dalla norma con il Regolamento Intermediari, n. 11522/1998, esclude l'onere della forma scritta per i servizi accessori.

L'attuazione della direttiva MiFID²⁴² non ha inciso in maniera troppo pervasiva sulla disposizione dell'art. 23 t.u.f., mentre ha segnato rilevanti mutamenti a livello

F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Giuffrè, Milano, 1992, p. 55, hanno dubitato circa l'opportunità della previsione relativa alla consegna al cliente della copia del contratto "contestualmente" alla stipulazione, in quanto quest'ultima non sempre avveniva, oggi come ieri, *inter praesentes*.

²³⁸ R. LENER, *Forma contrattuale a tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, cit., p. 171 ss. L'autore tiene a precisare che le conseguenze della violazione di una prescrizione formale non espressa vadano ricercate tenendo presente la "ratio delle norme...che il legislatore ha inteso perseguire imponendo la forma vincolata".

²³⁹ L. PICARDI, V. ROVITO, *Commento all'art 23*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario. Intermediari e Mercati*, a cura di M. CAMPOBASSO, Utet, Torino, 2002, I, p. 204.

²⁴⁰ Sul punto F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, cit., p. 66.

²⁴¹ V. SANGIOVANNI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *I contratti*, 2008, p. 178 ss. A proposito del ruolo delle autorità di vigilanza R. LENER, *Forma contrattuale a tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, cit. p. 12, ha rilevato nella sua opera come le "forme amministrative" finiscano per essere più efficaci delle "forme legali" condizionando, non tanto la validità, quanto la possibilità di esercitare l'attività.

²⁴² La direttiva di attuazione (Direttiva 2006/73/CE) richiedeva all'art. 39 la stipulazione di un accordo di base scritto su carta o altro supporto durevole, non aggiunge nulla in ordine al rimedio in caso di violazione.

regolamentare. Infatti, il Regolamento Intermediari venne interamente sostituito dalla delibera n. 16190/2007, la quale, dettando una disciplina generale del contratto, non più confinata in una parte speciale, aveva sì ristretto l'operatività della norma ai soli rapporti contrattuali sorti tra intermediari e clienti al dettaglio, ma allo stesso tempo la aveva ampliata ai contratti relativi al servizio di collocamento, di offerta fuori sede e di promozione e collocamento a distanza²⁴³.

Oggi e dopo l'entrata in vigore della direttiva MiFID II, il primo comma dell'articolo 23 t.u.f. dispone che i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento (di seguito, anche contratti di investimento) e, se previsto, i contatti relativi alla prestazione di servizi accessori, debbano essere stipulati per iscritto "in conformità a quanto previsto dagli atti delegati della direttiva 2014/65/UE", e una copia vada consegnata al cliente, a pena di nullità invocabile solo da quest'ultimo. L'imposizione della forma scritta deve essere coordinata con le disposizioni relative al contenuto minimo obbligatorio del contratto previste dal Reg. Intermediari attualmente in vigore²⁴⁴. Secondo alcuni²⁴⁵, la determinazione di un contenuto minimo dell'atto negoziale si tradurrebbe sostanzialmente in una limitazione dell'autonomia contrattuale delle parti; tuttavia, questa

La stessa scelta è stata fatta dal regolamento delegato (UE) 2017/565, con l'entrata in vigore della direttiva MiFID.

²⁴³ Più ampiamente sulle modifiche intervenute a seguito del recepimento della direttiva MiFID, V. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 491 ss.

²⁴⁴ Il Regolamento Intermediari è stato adottato con la delibera n. 20307/2018. Gli obblighi di contenuto dei contratti relativi ai servizi di investimento conclusi con i clienti al dettaglio sono regolati dall'art. 37 del Reg. Intermediari e dall'art. 58 del regolamento (UE) 2017/565. Nel dettaglio, in forza dell'art. 37, il contratto a) specifica i servizi forniti e le loro caratteristiche, indicando il contenuto delle prestazioni dovute e delle tipologie di strumenti finanziari e di operazioni interessate; b) stabilisce il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto, nonché le modalità da adottare per le modificazioni del contratto stesso; c) indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni; d) prevede la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta; e) indica i corrispettivi spettanti all'intermediario o i criteri oggettivi per la loro determinazione, specificando le relative modalità di percezione e, ove non diversamente comunicati, gli incentivi ricevuti in conformità al Titolo V; f) indica se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti; g) indica le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio; h) indica le procedure di risoluzione stragiudiziale di controversie, definite ai sensi dell'articolo 32-ter del Testo Unico. Inoltre, ai sensi dell'art. 58 Regolamento delegato, il contratto deve includere a) una descrizione dei servizi da prestare, e se pertinente della natura e portata della consulenza in materia di investimenti; b) in caso di servizi di gestione del portafoglio, i tipi di strumenti finanziari acquistabili e vendibili e i tipi di operazioni che possono essere effettuate per conto del cliente, nonché gli eventuali strumenti od operazioni vietati; c) una descrizione delle principali caratteristiche dei servizi accessori per cui è richiesto un accordo scritto, incluso, ove applicabile, il ruolo dell'impresa rispetto agli eventi societari relativi agli strumenti del cliente e i termini in base ai quali le operazioni di finanziamento tramite titoli che interessano titoli del cliente genereranno un rendimento per il cliente.

²⁴⁵ V. SANGIOVANNI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, cit., p. 183 ss.

posizione non appare condivisibile. Tanto è vero che i contraenti sono sì vincolati a predisporre le dichiarazioni richieste nel documento contrattuale, ma l'indicazione delle modalità con cui dovranno provvedere rimane nella loro disponibilità²⁴⁶.

L'imposizione della forma negoziale e la predisposizione del contenuto minimo obbligatorio hanno portato la dottrina a rinvenire la *ratio* della disposizione nella tutela della parte "debole" del rapporto contrattuale²⁴⁷. Tale tecnica legislativa garantisce al cliente²⁴⁸ "uno strumento di informazione oggettiva"²⁴⁹ capace di rendere conoscibili le condizioni contrattuali e i termini dell'accordo, così da rimediare ad una oggettiva situazione di asimmetria informativa. Inoltre, l'obbligo di consegnare un "esemplare" del contratto fornisce un supporto scritto e un parametro di riferimento per la corretta e puntuale esecuzione da parte dell'intermediario degli impegni assunti²⁵⁰.

²⁴⁶ M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Cicu, Messineo e Mengoni (diretto da), continuato da Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2012, p. 47.

²⁴⁷ R. LENER, *Forma contrattuale a tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, cit., p. 13, secondo il quale, (ivi, p. 10 ss.) si riscontra questa tendenza nella legislazione settoriale, tant'è che si è parlato di ritorno al "formalismo negoziale", preceduto da quella fase storica che sembrava essere approdata al "principio di libertà delle forme". Tuttavia non si tratta del formalismo degli "antichi", poiché nel formalismo "moderno" il legislatore "non ignora la teoria dei vizi della volontà o gli obblighi di informazione della controparte, ma al contrario li sublima nella forma".

²⁴⁸ È interessante notare che le definizioni di "consumatore" e "cliente" non coincidono, in quanto la seconda fa riferimento anche a soggetti diversi dalle persone fisiche e "sembra aver riguardo esclusivamente alla dimestichezza del singolo contraente con l'attività di investimento" quindi "attribuisce rilievo *soltanto ad una specifica attività*". Mentre il consumatore è quella persona fisica che "eserciti qualsiasi tipo di attività estranea alla propria attività imprenditoriale o professionale" ex articolo 3 codice del consumo. Cit. M. ATELLI, *Commento all'art 23*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di BEDOGNI, Milano, 1998, p. 207.

²⁴⁹ R. LENER, *Forma contrattuale a tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, cit., p. 14.

²⁵⁰ A causa della formulazione normativa poco chiara, si discute se la violazione dell'obbligo determini la nullità del contratto oppure se, in quanto inadempimento, l'intermediario venga esposto a responsabilità civile in caso di danno cagionato al cliente. Nel senso della nullità DOLMETTA, *Strutture rimediali per la violazione degli "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari, (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, 2007, in www.ilcaso.it. Per l'opposto orientamento: L. PICARDI, V. ROVITO, *Commento all'art 23*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario. Intermediari e Mercati*, a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2002, I; R. COSTI., L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. VII, diretto da G. COTTINO, 2004. Interessante anche l'opinione di M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 477 - 478. L'autore, infatti, partendo dal secondo orientamento, ritiene che, in caso di violazione dell'obbligo di consegna, la parte contrattuale lesa avrebbe diritto, salvo risarcimento del danno, anche alla risoluzione del contratto per inadempimento essendo l'obbligo un "effetto del contratto". Sostiene, quindi che "tenendo presente l'eventualità di una risoluzione per inadempimento chiesta dal cliente, e il carattere relativo di una nullità in ipotesi determinata dalla mancata consegna di un esemplare del contratto, la conseguenza è che sul piano sostanziale, della tutela del cliente, le due tesi non hanno esiti sensibilmente diversi".

Pur concordando sul fine di “protezione” della norma in esame, tale assunto merita di essere precisato, giacché trascura di considerare come la tutela dell’investitore nell’ambito dei servizi di investimento si svolga sempre anche in funzione della salvaguardia del buon funzionamento del mercato. Pertanto, la redazione per iscritto del contratto non dovrebbe rispondere ad una logica esclusivamente informativa, potendosi ben trattare di un formalismo non dissimile da quello dettato dalla disciplina codicistica desumibile dal combinato disposto degli articoli 1350 e 1418 c.c., volto quindi a marcare in modo significativo la conclusione di un contratto quale sintesi di interessi ritenuti particolarmente rilevanti per il legislatore storico²⁵¹.

Queste considerazioni sembrano supportate dalla scelta fatta dall’Autorità di Vigilanza nell’art. 37 del nuovo Reg. Intermediari, il quale innova la regola dal punto di vista soggettivo, non distinguendo più tra clienti al dettaglio e clienti professionali, segnando una rilevante differenza rispetto al passato. Inoltre, dal punto di vista oggettivo, pur confermando la limitazione dell’obbligo formale quanto ai servizi accessori²⁵², elimina l’esonero rispetto al servizio di consulenza caso in cui si rendesse necessaria nel corso del rapporto la valutazione periodica dell’adeguatezza. Ed allora, come si dirà più ampiamente nella trattazione successiva, sarebbe più coerente ravvisare nella norma un fine più ampio assicurato dalla “sanzione” della nullità. Diversamente, non si vede la ragione dell’estensione della previsione formale, rafforzata dal rimedio invalidante in caso di violazione, per quei rapporti che si presumono esenti da asimmetria informativa e per i quali non si potrebbe giustificare un “inutile” aumento dei costi transattivi²⁵³.

Conclusa la breve esposizione delle modifiche normative che hanno portato all’attuale formulazione dell’art. 23 t.u.f., bisogna ora concentrare la trattazione sui nodi interpretativi che hanno caratterizzato la prima fase del percorso oggetto dell’analisi, il quale, avendo a mente il sistema dell’invalidità codicistica, qui si concentra su tre ordini di problemi: la natura del contratto quadro, l’obbligo della forma scritta per gli ordini di investimento e il contratto quadro come presupposto giuridico per il sorgere del rapporto tra intermediario e cliente.

²⁵¹ G. LA ROCCA, *La forma informativa ed il potere delle imprese di comandare il mercato: a margine di Cass. ord., 27 aprile 2017, n. 10447, sul c.d. contratto monofirma*, in www.ilcaso.it.

²⁵² Salvo concessione di finanziamenti agli investitori e, in caso di contratto stipulato con il cliente al dettaglio, “la custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, inclusi la custodia e i servizi connessi come la gestione di contante/garanzie reali ed esclusa la funzione di gestione dei conti titoli al livello più elevato” ex art. 58 regolamento (UE) 2017/565.

²⁵³ Così sosteneva in riferimento alla precedente disciplina, tra gli altri, F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 218.

2.2. La natura del contratto quadro e il rapporto con i singoli ordini di investimento.

Nonostante l'apparente semplicità applicativa dell'art. 23 t.u.f., la vasta eterogeneità dei negozi in cui si articola l'intermediazione finanziaria pone non pochi problemi dal punto di vista dogmatico. Pur essendo ormai indiscutibile²⁵⁴ la natura negoziale²⁵⁵ del contratto quadro avente ad oggetto i servizi di investimento, infatti, la dottrina non è univoca nel ricondurre la fattispecie ad un determinato tipo negoziale orientandosi ora verso il contratto di mandato ora verso il contratto normativo. La propensione verso l'una o l'altra soluzione non rappresenta un mero esercizio dialettico poiché influenza l'applicazione dell'obbligo formale prescritto dall'art. 23 t.u.f., la cui violazione, come accennato determina la radicale invalidità dell'intero rapporto. Il problema si pone a causa della particolare struttura contrattuale dei servizi di investimento i quali sono contraddistinti dalla precedente stipulazione del contratto-quadro, volto a disciplinare le condizioni del rapporto negoziale, nel rispetto del contenuto minimo obbligatorio e, successivamente, dall'esecuzione di singoli ordini di investimento impartiti dai clienti, dando vita così ad una fattispecie bipartita a formazione progressiva²⁵⁶.

²⁵⁴ *Ex multis*, C. MIRIELLO, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, in *Contr e impr.* 2006, p. 1639; L. NOCCO, *Ordine di negoziazione di titoli Parmalat ed inosservanza della forma scritta*, in *Danno e responsabilità*, 2011, fasc. 8-9, 865 ss.; R. DELLA VECCHIA, *Forma dei contratti e obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Le Società*, 2011, fasc. 6, p. 682 ss.; I. DELLA VEDOVA, *Perfezionamento e prova del contratto di prestazione di servizi di investimento*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, p. 505 ss.

²⁵⁵ I contratti di investimento sono stati ricondotti (da C. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1993, I, p. 300 ss.) anche alla fattispecie del rapporto obbligatorio "senza dovere primario di prestazione": si è sostenuto che il contratto quadro non è fonte di un obbligo di prestazione, ma di obblighi secondari, funzionali agli obblighi nascenti dalle singole operazioni. Sulla base di queste premesse si osserva che l'unica prestazione è l'intermediazione, mentre gli obblighi di informazione sono solo obbligazioni accessorie. Non è d'accordo M. Maggiolo, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 489 ss. poiché: i) considera le informazioni dovute dall'intermediario, come prestazioni dovute dallo stesso ed esigibili dal cliente; ii) ritiene che i doveri funzionali ad una consapevole decisione dell'investimento abbiano carattere integrativo strumentale rispetto alla singola operazione, atteso che per essere considerati tali non devono coincidere temporalmente con l'obbligazione principale; iii) "per consapevole decisione di investimento si dovrebbe intendere non soltanto la scelta di investire o disinvestire, ma anche la decisione di soprassedere a un investimento, ... consapevolmente sulla base delle informazioni ricevute dall'intermediario". Queste ultime quindi devono ritenersi necessarie, imposte e oggetto di una specifica prestazione dovuta dall'intermediario.

Si può, quindi, escludere anche l'operatività della nullità virtuale parziale; infatti, non potrebbe sopravvivere un contratto di investimento con un contenuto minore dal momento che il legislatore predispose un contenuto minimo obbligatorio.

²⁵⁶ *Ex multis*, Trib. Roma 27 febbraio/19 luglio 2008 (in F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2009, p. 44) in cui si legge "Con la stipulazione del contratto per la stipulazione dei servizi di investimento, tra i quali rientrano la negoziazione di titoli per conto proprio o per conto di terzi, la mediazione, la gestione del portafoglio d'investimento e la ricezione e trasmissione di ordini (art. 1 t.u.f.), si costituisce tra le parti un rapporto negoziale di durata, a prestazione periodica ,

Parte della dottrina²⁵⁷ è persuasa a considerare la fattispecie della ‘prestazione dei servizi di investimento’ come articolata in un “contratto-quadro” o “contratto normativo” e uno o più successivi ordini di investimento.

Il contratto normativo e il contratto-quadro sono strumenti utilizzati dall’autonomia privata, al fine di determinare un insieme di regole suscettibili di formare il contenuto di contratti da stipularsi in seguito.²⁵⁸ L’oggetto del contratto normativo, rinvenibile nella regolazione di rapporti futuri, può essere bilaterale o unilaterale. Nel primo caso il regolamento negoziale riguarderà i contratti conclusi tra le parti stesse; nel secondo, invece, detti contratti potranno essere stipulati tra una delle parti ed un terzo. In dottrina non è pacifico se il contratto normativo sia vincolante in ordine al contenuto dei contratti successivi. Infatti, alcuni²⁵⁹ sostengono che solo d’intesa le parti potranno derogare al regolamento contrattuale; mentre altri, assunto che le parti sono libere di stipulare o non stipulare successivi negozi, ritengono che il rifiuto di inserire il contenuto concordato non costituisca un inadempimento²⁶⁰. Dall’analisi delle soluzioni proposte si può dedurre che “l’esistenza del contratto normativo viene collegata normalmente alla libertà di entrambe le parti di addivenire alla stipulazione dei successivi contratti particolari”²⁶¹. Sulla scorta di questa conclusione si è osservato²⁶² che la fattispecie del contratto-quadro può differenziarsi e rendersi autonoma da quella del contratto normativo in termini di efficacia poiché determina il sorgere un obbligo unilaterale o bilaterale di concludere singoli

caratterizzato dalla speciale disciplina del testo unico citato e dei ... regolamenti attuativi emanati dalla CONSOB”.

²⁵⁷ C. CASTRONOVO, *Il diritto della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1993, II, p. 309. A.M. CAROZZI, *Regole di condotta degli intermediari e rimedi civilistici*, in *Dir. fall.*, 2006, I, p. 697ss.; F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 45. In giurisprudenza, hanno sostenuto l’autonomia degli ordini di investimento rispetto al contratto quadro Trib. Venezia, 30 maggio 2007, con nota di A. PISAPIA, *Servizi di investimento, ordini di negoziazione e requisiti di forma*, in *Società*, 2008, 11, p. 1393 ss. Riconosce, tra gli altri, natura negoziale agli ordini di borsa anche il Trib. Arezzo, 18 ottobre 2011, in *De jure on line*; Trib. Milano, 7 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2005; Trib. Torino, 30 maggio 2005, *ibidem*.

²⁵⁸ D. BARBERO, *Il contratto tipo nel diritto italiano*, Vita e Pensiero, Milano, 1935; L. CARIOTA FERRARA, *Riflessioni sul contratto normativo*, in *Arch. Giur. “Filippo Serafini”*, 1937, p. 52 ss.; G. GUGLIELMETTI, *I contratti normativi*, Cedam, Padova, 1969; F. MESSINEO, voce *Contratto normativo e contratto-tipo nell’Enciclopedia del diritto*, X, Milano, p. 116 ss.; S. MAIORCA, voce *Normativo (contratto)*, in *Digesto, discipline privatistiche, civile*, XI, Torino, 995, p. 169 ss.

²⁵⁹ In dottrina, D. BARBERO, *Il contratto tipo nel diritto italiano*, cit., p. 62 ss.; L. CARIOTA FERRARA, *Riflessioni sul contratto normativo*, cit. p. 56 ss.; V. RICCIUTO, *La formazione progressiva del contratto*, in *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, Utet, Torino, p. 179. In giurisprudenza Cass. 21 luglio 1979, n. 4393, in *Giust. Civ., Mass.* 1981, p. 2400.

²⁶⁰ G. GUGLIELMETTI, *I contratti normativi*, cit., p. 65 ss.; A. ORESTANO, *Intese prenegoziali a struttura “normativa” e profili di responsabilità precontrattuale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, p. 63 ss.

²⁶¹ M. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1999, p. 109.

²⁶² V. SALANDRA, *Contratti preparatori e contratti di coordinamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1940 p. 21 ss.

contratti successivi. Si osserva, peraltro, che la distinzione tra contratto-quadro e contratto normativo “acquista un valore meramente definitorio”²⁶³, dal momento che è la stessa disciplina regolamentare e legislativa a garantire che gli ordini degli investitori siano trattati dall’intermediario con la dovuta professionalità. Infatti, è maggioritaria la tesi secondo la quale le regole sull’adeguatezza dell’operazione hanno natura eccezionale e, quindi, da esse non potrebbe discendere una generale facoltà per l’intermediario di disattendere gli ordini del cliente. Riconducendo la fattispecie del contratto di investimento alla struttura del contratto-quadro – o normativo, si riconosce, altresì, il valore contrattuale dei singoli ordini di borsa, con conseguente obbligo di redazione per iscritto ai sensi dell’art. 23 t.u.f.

L’orientamento²⁶⁴ che sembra però più convincente, recepito anche dalla giurisprudenza più recente²⁶⁵, è quello che riconduce l’intera fattispecie legale, composta dal contratto di investimento, dai singoli ordini e dagli atti di negoziazione ad un unico contratto di mandato (in alcuni casi senza rappresentanza per l’acquisto di cose mobili acquistate per conto del mandante, *ex artt. 1705 - 1706 c.c.*) condividendo con quest’ultimo il medesimo schema causale. Seguendo quest’impostazione, il contratto quadro definisce il progetto di gestione futura del rapporto per regolare i successivi ordini di investimento che altro non sono che atti unilaterali esecutivi del mandato (art. 1711, co. 2 c.c.). In altre parole, con il contratto quadro i contraenti disciplinano sia le reciproche obbligazioni derivanti direttamente dall’accordo che i rapporti scaturenti dall’esecuzione dei singoli ordini di investimento, il cui acquisto è effettuato anche a nome proprio dall’intermediario, previa autorizzazione del cliente. A seguito dell’acquisto dei titoli²⁶⁶, avvenuto tra intermediario e terzo, non è quindi necessario un nuovo atto di trasferimento, posto che i titoli sono entrati nel patrimonio del cliente in adempimento del precedente contratto di negoziazione. L’esecuzione dell’ordine quindi ne ripete la causa, non

²⁶³ A questa conclusione perviene M. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, cit, p. 109.

²⁶⁴ Già R. LENER (*Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, cit., p. 175) inquadrava la prestazione di servizi di investimento nell’ambito del mandato; di seguito verrà riportata la ricostruzione di F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell’investitore all’intermediario*, in *Contr. e Imp.*, 2005, 3, p. 889 ss.; ID. *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contratto e impresa*, 2008, p. 1 ss.; C. MIRIELLO, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, in *Contratto e Impr.*, 2006, 6, p. 1635 ss.; ma si fanno portavoce dello stesso orientamento, tra gli altri, D. MAFFEIS, *Servizi di investimento: l’onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, in *Contr.*, 2007, p. 238 ss.; D. DUCCI, *Negoziazione, gestione di portafogli e ordini telefonici*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 81 ss.; D. PACE, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca Borsa*, 2010, II, p. 122 ss.

²⁶⁵ Tra le sentenze di merito, possono citarsi, Trib. Palermo, 16 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005 I, p. 2539 ss.; Trib. Mantova, 15 marzo 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Biella, 26 gennaio 2007, *ivi*; Trib. Catania, 23 gennaio 2007, *ivi*, Trib. Biella, 26 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*.

²⁶⁶ L’intermediario esegue gli ordini attraverso due distinte modalità: o mediante la vendita in contropartita diretta - cioè la vendita di titoli che l’intermediario detiene in portafoglio - ovvero mediante l’acquisto sul mercato dei titoli da parte dell’intermediario e successivo trasferimento al cliente.

rappresentando un autonomo atto negoziale ma negozio di attuazione ossia di adempimento finale degli obblighi nascenti dal mandato.

Naturalmente, possono riscontrarsi alcuni elementi di distanza con la disciplina di diritto comune, infatti, “i particolari obblighi imposti normativamente dagli intermediari, casisticamente riassunti nella sinergia tra gli obblighi di informarsi ..., informare, ... e di non effettuare operazioni non adeguate ... si sostanziano ... in regole di condotta sicuramente più stringenti rispetto a quelle dettate per il codice civile in punto ai doveri di correttezza, lealtà e diligenza chiesti al mandatari”²⁶⁷.

La riconduzione della fattispecie al mandato è stata da alcuni considerata “riduttiva rispetto alle diverse complessità che caratterizzano i contratti di investimento e, soprattutto, rispetto alle molteplici regole di condotta ed ai numerosi obblighi informativi imposti all’intermediario dalla normativa di settore”²⁶⁸. Tuttavia, è chiaro che nell’individuare nei contratti di investimento lo schema causale del mandato non si intende appiattare la fattispecie sulla disciplina di diritto comune, poiché si tratta di un rapporto certamente più complesso in quanto “etero-regolato”²⁶⁹ prima dalle norme imperative di legge, che intervengono al fine di tutelare interessi rilevanti per l’ordinamento e poi dal cliente. Né la possibilità di rifiutare l’esecuzione dell’ordine può revocare in dubbio questa conclusione considerando che è la legge ad imporlo all’intermediario, pena la violazione delle regole di condotta cui la disciplina lo vincola²⁷⁰.

Nella giurisprudenza di legittimità, la pronuncia delle Sezioni Unite, nelle sentenze gemelle del dicembre del 2007, ha per la prima volta dato conferma a questa interpretazione seppur in un *obiter dictum*²⁷¹. Secondo la Suprema Corte “il contratto di

²⁶⁷ Trib. Catania, 21 ottobre-22 novembre 2005. La pronuncia può in parte leggersi in F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, cit., p. 61. Tuttavia, l’A. esclude di poter applicare esclusivamente o integralmente la disciplina del mandato, attese le numerose differenze che distinguono i rapporti aventi ad oggetto i servizi di investimento. Tra gli altri, l’interesse di rilievo costituzionale della tutela del risparmio, ex art. 47 Cost; il fatto che l’intermediario è un “cooperatore giuridico necessario”, dunque la stipulazione di tal contratto con un soggetto non autorizzato lo invaliderebbe; la disciplina “specificata e tipica” prevista dal legislatore, per cui “pare certo ... che la loro riconduzione allo schema di contratto di mandato sia molto riduttiva rispetto alle diverse complessità che caratterizzano i contratti di investimento e, soprattutto rispetto alle molteplici regole di condotta ed ai numerosi obblighi informativi imposti dall’intermediario della normativa di settore” cit. da B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari*, Cedam, Padova, 2008, p. 14.

²⁶⁸ B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari*, cit, p.16

²⁶⁹ Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006, in *Contr. e Imp.*, 2006, p. 579 ss., con nota di F. GALGANO, *L’inadempimento ai doveri dell’intermediario non è dunque, causa di nullità virtuale*.

²⁷⁰ *Contra*, B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari*, cit., p. 12 ss.

²⁷¹ F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, cit., p. 1 ss. *Contra*, I. DELLA VEDOVA, *Sulla forma degli ordini di borsa*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 174 – 175, secondo il quale, “si ha una fattispecie complessa composta da i) una dichiarazione, in questo caso ad opera del cliente investitore, che impartisce un determinato ordine all’intermediario che però assume valore

intermediazione finanziaria ... per alcuni aspetti può essere accostato alla figura del mandato. ... Le successive operazioni che l'intermediario compie per conto del cliente, benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del contratto di intermediazione". Più recentemente, in richiamo alle Sezioni Unite, la Cassazione ha chiarito che gli "ordini rappresentano un elemento di attuazione delle obbligazioni previste dal contratto di investimento del quale condividono la natura negoziale come negozi esecutivi, concretandosi attraverso di essi i negozi di acquisizione - per il tramite dell'intermediario - dei titoli"²⁷².

2.3. Gli ordini di investimento e l'obbligo della forma scritta.

Come anticipato, il problema della qualificazione giuridica del rapporto che viene ad instaurarsi tra intermediario e cliente, si riverbera anche sull'applicazione del requisito formale previsto dall'art. 23.

La dottrina²⁷³ e la giurisprudenza prevalente propendono per un'interpretazione restrittiva della previsione²⁷⁴, ritenendo, infatti, che l'onere della forma scritta debba

di proposta; ii) un comportamento di quest'ultimo che ... acquista o vende gli strumenti finanziari oggetto dell'ordine stesso; iii) ... un ulteriore atto attraverso il quale il mandatario riversa a favore del mandante il risultato del suo operato". A. LUMINOSO, *Contratti di investimento. Mala gestio dell'intermediario, e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, p. 1427 ss.; V. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 3, p. 423 ss. secondo cui il contratto di investimento avrebbe una "struttura contrattuale multilivello" composta da un contratto-quadro a monte e da possibili contratti a valle aventi ad oggetto gli strumenti finanziari ordinati dal cliente (ivi, nt. 13 p. 500); l'A. segnala (ivi, p. p. 485 ss.) il caso in cui l'intermediario abbia già nel proprio portafoglio gli strumenti finanziari ordinati dal cliente, circostanza che dovrebbe far propendere per la fattispecie del preliminare di vendita, altrimenti "si avrebbe un mandato in forza del quale il mandatario non compie nessun atto giuridico". Si potrebbe però obiettare che il diritto comune regola il contratto concluso dal rappresentante con sé stesso, che è annullabile "a meno che il rappresentato lo abbia autorizzato specificamente ovvero il contenuto del contratto sia determinato in modo da escludere la possibilità di conflitto d'interessi" *ex art. 1395 c.c.*

²⁷² Cassazione civile sez. I, 31/08/2020, n.18122, consultabile su www.dejure.it

²⁷³ Tra gli altri, F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle sezioni unite della Cassazione*, cit., p. 1 ss.; D. MAFFEIS, *Servizi di investimento: l'onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, cit., p. 231 ss.; C. MIRIELLO, *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, cit., p. 1635 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e Impr.*, 2005, 3, p. 890 ss.

²⁷⁴ In giurisprudenza Trib. Lodi, 20 ottobre 2008, in www.ilcaso.it; Trib. Genova, 26 giugno 2006, *ivi*; Corte App. Venezia, 19 novembre 2007, *ivi*; Trib. Ravenna, 29 maggio 2010, *ivi*; Trib. Torino, 30 maggio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 1857; Trib. Salerno, 15 aprile 2008, in *Banca Borsa*, 2010, II, 108; Trib. Venezia, 30 maggio 2007, in *Società*, 2008, II, 1393; Cass. 18 marzo 2003, n. 3956, in www.ilcaso.it; Cass. 15 dicembre 2015, n. 25212, in www.dejure.it; Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e responsabilità*, 2006, p. 25 ss., con nota di V. ROPPO, G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità contrattuale*, *ivi*, p. 29 ss.

ricadere solo sul contratto-quadro e non anche sul singolo ordine di borsa. Invero, dall'accoglimento dell'interpretazione che riconduce la fattispecie allo schema generale del mandato, si può logicamente far discendere che il singolo ordine di investimento non debba essere redatto in forma scritta, rappresentando un mero atto di esecuzione del mandato.

Peraltro, diversamente, sarebbe difficilmente conciliabile l'estensione dell'obbligo della forma scritta anche ai singoli ordini, laddove l'art. 37 Reg. Intermediari prevede tra i contenuti – si badi bene – obbligatori – non solo possibili – l'indicazione delle “modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni” ed “in effetti, se anche per i singoli ordini impartiti dall'investitore, il legislatore avesse pensato alla forma scritta pena la nullità, non avrebbe successivamente predisposto una norma trasferente all'autonomia privata dei contraenti la possibilità di decidere con quali modalità potere impartire gli ordini e le istruzioni”²⁷⁵.

Inoltre, è stato da più parti osservato²⁷⁶ che imporre l'onere della forma scritta ai singoli ordini confliggerebbe con l'esigenza di rapidità - dovuta anche a repentine fluttuazioni del mercato - che caratterizza i rapporti di intermediazione improntati al perseguimento “del migliore interesse del cliente”. Tale lettura è condivisibile nei limiti in cui si fa riferimento al momento esecutivo del contratto quadro per il quale invece “la parola d'ordine ... non sembra essere *dinamismo*, quanto piuttosto *pazienza e ponderazione*”²⁷⁷, diversamente non si richiederebbe la raccolta di un novero rilevante di informazioni né la valutazione dell'appropriatezza e dell'adeguatezza degli investimenti. Al contrario, per il singolo ordine, i cui effetti sono già regolati dal contratto quadro da cui dipende, l'obbligo formale non risponderebbe alla *ratio* sottesa all'art. 23 t.u.f. poiché l'ordine contiene solo il tipo di operazione che il soggetto abilitato dovrà eseguire, quindi dovrebbe essere esclusa la forma scritta. Pertanto, non si condivide l'opinione di chi vede in tale soluzione la conclusione di un processo di “ortopedia normativa, diretta di fatto a neutralizzare le novità presentate rispetto al passato dall'impianto legislativo oggi vigente”²⁷⁸. Infatti, l'art. 23 t.u.f. così come non tende esclusivamente alla tutela dell'investitore, allo stesso tempo non si limita a rispondere ad esigenze del mercato solo generali, ma opera, appunto, una sintesi di interessi individuali e generali. In quest'ottica allora si può ben escludere la necessità della forma scritta per l'ordine di investimento che da un lato sarebbe meramente esecutivo di un rapporto (di mandato) già regolato, per iscritto, dal contratto quadro e dall'altro non realizzerebbe alcun fine informativo.

²⁷⁵ B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari*, cit., p. 5,

²⁷⁶ V. ROVITO, L. PICARDI, *Commento sub art. 18*, in *L'eurosim*. D. lgs. 23 luglio 1996, n. 415, *Commentario* a cura di M. Campobasso, Milano, 1997, p. 134; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*. cit., p. 15 ss.; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Giuffrè, 2000, p. 216 ss.; A. ANTONUCCI, *Frantumazione delle regole e rimedi nel rapporto fra banca e investitore*, in *Banca Borsa*, 2007, II, p. 68 ss.; V. SANGIOVANNI, op. cit, p. 653 ss.

²⁷⁷ *Ibidem*.

²⁷⁸ G. LA ROCCA, *La forma degli ordini di borsa*, in www.ilcaso.it.

La stessa Consob, con la Comunicazione n. DIN 5055217 del 3 agosto 2005²⁷⁹, ha precisato che “la forma scritta è richiesta per i contratti quadro disciplinanti la prestazione dei servizi di investimento, mentre per il conferimento dei singoli ordini di compravendita, rilasciati dagli investitori, non è prescritto un particolare requisito di forma”. La comunicazione ha un evidente scopo interpretativo delle disposizioni emanate dalla stessa Autorità di Vigilanza, che per quanto riguarda gli ordini si limita a prevedere un obbligo di registrazione o di “mantenimento dell’evidenza” degli ordini impartiti telefonicamente o telematicamente, prescrivendo così una forma *ad probationem*, in forza del potere regolamentare in materia affidatole dall’art. 6 t.u.f., risolvendo un presunto problema di “tracciabilità oggettiva” ipotizzato in dottrina²⁸⁰. Nemmeno gli ulteriori obblighi di registrazione imposti all’intermediario nell’ambito dell’esecuzione dell’ordine sembrano avvalorare la soluzione opposta, poiché fanno riferimento all’ordine quando è già “eseguito” (arg. ex art. 67, co. 1, lett. a) Regolamento Delegato), rendendo chiaro che la forma quale mezzo di espressione della volontà è già soddisfatta dal contratto quadro²⁸¹.

Tale lettura interpretativa è stata accolta anche dalla più recente giurisprudenza di legittimità che, pur confermando la natura negoziale degli ordini di investimento in qualità di negozi esecutivi del contratto di investimento, chiarisce che “l’art. 23 del d.lgs. n. 58 del 1998, laddove impone la forma scritta a pena di nullità, per i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento, si riferisce ai contratti-quadro e non ai singoli ordini di investimento (o disinvestimento) che vengono poi impartiti dal cliente all’intermediario, la cui validità non è soggetta a requisiti formali, salvo diversa previsione dello stesso contratto quadro”. La sentenza rappresenta solo una recente conferma di un

²⁷⁹La comunicazione può leggersi in <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c5055217.pdf/cdb0820c-ec0d-430e-ae3a-cdb22e36d4b0>.

²⁸⁰ G. LA ROCCA, *La forma degli ordini di borsa*, cit.

²⁸¹ *Contra* G. La Rocca G., *La forma degli ordini di borsa*, cit. espressosi in riferimento alla disciplina applicabile sotto la vigenza della MiFID I, secondo il quale l’art. 13, direttiva 2004/39/CE, impone che “le imprese di investimento tengono, per tutti i servizi prestati e tutte le operazioni effettuate, registrazioni sufficienti atte a consentire all’autorità competente di controllare il rispetto dei requisiti previsti dalla presente direttiva e, in particolare, di verificare che le imprese di investimento hanno adempiuto a tutti gli obblighi nei confronti dei clienti e dei potenziali clienti”. Si è sostenuto che per rendere effettiva questa previsione si renderebbe necessario un supporto idoneo a verificare la registrazione con l’ordine impartito. La stessa necessità si riscontra nell’accertare che gli intermediari, effettuando l’investimento, tengano conto delle caratteristiche dell’ordine e degli strumenti finanziari che ne sono oggetto - ex artt. 44, lett. b e c, e 47, lett b, direttiva n. 2006/73/CE. Dunque, alla luce di queste considerazioni, l’ammissibilità di un ordine orale dovrebbe escludersi “in quanto esso per definizione non consente che le prescritte verifiche siano assistite da garanzie oggettive circa la loro efficienza”. In merito, si può certamente condividere che la tracciabilità scritta degli ordini possa rappresentare una forma di gestione adeguata, ma non è nemmeno l’unica e il fine di queste norme, in parte riprodotte nella disciplina dettata dalla MiFID II, evidentemente non fa riferimento alla forma quale mezzo di manifestazione di volontà, come avviene per l’art. 23 t.u.f.

orientamento già costante a livello di legittimità, indirizzato a preferire²⁸² l'opzione interpretativa che esclude l'applicazione dell'obbligo formale per gli ordini di investimento, argomentando sulla presenza di obblighi di forma solamente nel caso di instaurazione di un nuovo vincolo contrattuale e non di esecuzione di un rapporto già sorto.

Non è però escluso che le parti, nell'esercizio della propria autonomia negoziale, decidano di imporre agli ordini una forma "convenzionale", come espressamente consentito dall'art. 37 del Regolamento Intermediari.

In questo caso, però, è necessario individuare la natura di questo requisito "neoformalistico" - indifferente alla questione concernente la natura del contratto-quadro e degli ordini - la cui importanza dipende dalla possibilità che introduca un obbligo di forma dell'atto.

In merito, può trovare applicazione il combinato disposto degli artt. 1324 e 1352, così come ammesso dall'orientamento prevalente²⁸³; infatti, in linea con la giurisprudenza delle Sezioni Unite, si rinviene nell'ordine di investimento un atto di natura negoziale. In questo senso, poiché l'ordine rientra nella categoria di atto unilaterale tra vivi a contenuto patrimoniale, ex art. 1324 c.c.²⁸⁴, esso ben può vedersi applicare quanto previsto dalla previsione codicistica in materia di patti sulla forma. Sussisterebbe pertanto, una presunzione *iuris tantum*, in base alla quale la previsione della forma convenzionale, nel silenzio del contratto, deve intendersi pattuita *ad substantiam acti*. Tale presunzione può essere superata solo nel caso in cui si pervenga ad una interpretazione certa di senso contrario attraverso il ricorso ai canoni stabiliti dagli articoli 1362 e seguenti c.c.²⁸⁵ L'orientamento più rigoroso esclude di poter dimostrare l'effettiva volontà delle parti tramite l'assunzione di prove costituende. Infatti, alla stregua di questa interpretazione, si osserva che gli ordini "dovrebbero essere assunti con una forma documentale ... tale per cui la prova ex art 2725 non può, in ipotesi di eccezione di parte, essere data per testimoni,

²⁸² Cass., 13 gennaio 2012, n. 384, in *Giur. comm.*, II, 791, 2012.

²⁸³ In giurisprudenza, Cass., 29 febbraio 2016, n. 3950, in *www.dejure.it*; Trib. Milano, 7 ottobre 2004, in *Foro It.*, 2005, I, 898; Trib. Marsala, 21 marzo 2008, in *www.ilcaso.it*; App. Brescia, 20 giugno 2007, *ivi*; Trib. Brescia, 13 giugno 2011, *ivi*; Trib. Firenze, 17 febbraio 2012, *ivi*; Trib. Roma, 2 marzo 2017, in *www.dejure.it*; Trib. Milano, 31 gennaio 2007, in *Contratti*, 2007, 8-9, p. 779 ss., con nota di V. SANGIOVANNI; Trib. Milano, 11 aprile 2008, in *Società*, 2009, 4, p. 479 ss., con nota di N. BRUTTI; in dottrina sul punto, M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit. p. 488 ss; B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari*, cit., p. 8 ss. Sulla forma convenzionale, E. PALMERINI, *Art. 1352 - Forme convenzionali*, in *Commentario al codice civile, Dei contratti in generale*, a cura di E. NAVARRETTA, A. ORESTANO, Torino, 2011.

²⁸⁴ La giurisprudenza della Suprema Corte - Cass. n. 9719 del 1992 e Cass. n. 1992 del 1982 - ha ritenuto estensibile tale normativa anche agli atti unilaterali ovvero agli atti che seguono la conclusione di un contratto.

²⁸⁵ La giurisprudenza richiede di indagare la natura "costitutiva" o soltanto "probatoria" della forma convenuta - Cass. n. 639 del 1967, Cass. n. 6142 del 1983, Cass. n. 10121 del 1994.

né, ex art. 2729, in via presuntiva”²⁸⁶. Inoltre, troverebbe applicazione l’art. 2722 c.c. sui patti aggiunti o contrari al contenuto di un contratto: “l’accordo non risultante esplicitamente dallo scritto secondo cui la forma del negozio non è voluta per la validità dovrebbe considerarsi contrario al documento che, in virtù della previsione dell’art. 1352 c.c., crea la presunzione”²⁸⁷.

La più recente giurisprudenza di legittimità ha confermato questo orientamento, stabilendo che “in tema di intermediazione finanziaria, l’art. 23 del d.lgs. n. 58 del 1998, laddove impone la forma scritta, a pena di nullità, per i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento, si riferisce ai contratti quadro e non ai singoli ordini di investimento (o disinvestimento) che vengano poi impartiti dal cliente all’intermediario, la cui validità non è invece soggetta a requisiti formali, salvo diversa previsione dello stesso contratto quadro. In tal caso, infatti, il principio di cui all’art. 1352 c.c., secondo cui la forma convenuta dalle parti per la futura stipulazione di un contratto si presume pattuita “*ad substantiam*”, è estensibile, ai sensi dell’art. 1324 c.c., agli atti che seguono a quella stipulazione, come nell’ipotesi degli ordini suddetti”²⁸⁸. Non è però privo di pregio l’orientamento²⁸⁹ che esclude il formarsi della presunzione prevista dall’art. 1352 c.c.

²⁸⁶ Trib. Milano, ord. 7 ottobre 2004, in *Foro it.*, 2005, p. 897 ss.

²⁸⁷ E. PALMERINI, *Art. 1352 - Forme convenzionali*, in *Commentario al codice civile, Dei contratti in generale*, cit., p. 198, e riprende R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato Sacco*, UTET giuridica, Torino, 2004, p. 720; A. LISERRE, *Forma degli atti*, in *Trattato Bessone*, XIII, *Il contratto in generale*, 3, Giappichelli, Torino, 1999, p. 5; U. BRECCIA, *La forma*, in *Trattato Roppo*, I, *Formazione*, a cura di GRANELLI, Milano, 2006, p. 643.

²⁸⁸ Cassazione civile sez. I, 09/08/2017, n.19759. In senso conforme, Cassazione civile sez. I, 10/02/2022, (ud. 01/12/2021, dep. 10/02/2022), n.4341, superando così l’orientamento di merito espresso da Trib. Firenze, 27 novembre 2002, in *www.ilcaso.it*, difficilmente sostenibile, secondo il quale la presunzione dell’art. 1352 c.c. sarebbe applicabile esclusivamente alla fase genetica di diversi contratti, ma afferendo l’ordine alla fase esecutiva del contratto-quadro, potrebbe ritenersi nullo solo se si fosse prescritta la forma scritta espressamente a fini di validità. Si esclude, dunque, la natura negoziale dell’ordine e quindi l’applicabilità dell’art. 1352 c.c. poiché una norma contrattuale non può produrre gli stessi effetti derivanti dalla violazione di una norma imperativa se le parti non lo hanno espressamente pattuito. Pertanto, secondo tale orientamento “appare evidente che l’imposizione della forma scritta piuttosto che al processo di formazione dell’accordo, deve essere riferita alla modalità d’esecuzione di documentazione di operazioni che trovano la loro fonte in un contratto quadro che, per questa via ha individuato diritti, poteri e obblighi delle parti. Ne consegue che, sotto questo profilo, non può parlarsi di nullità dell’ordine specifico, ma il mancato rispetto della forma contrattualmente prescritta potrà al limite essere valutato solo nella prospettiva dell’inadempimento e delle responsabilità contrattuali” (da Trib. Venezia, 22 novembre 2004 *ivi.*). Naturale conseguenza di questa interpretazione è l’ammissibilità della testimonianza come prova dell’avvenuto conferimento dell’ordine.

²⁸⁹ Trib. Milano, 26 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 15 marzo 2006, *ivi.* D’accordo con questa interpretazione G. GOBBO, C. SALODINI, *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, 1, p. 5 ss. Secondo gli Autori “la forma pattiziamente convenuta si deve presumere *ad probationem*, e i contraenti che consentono che gli ordini vengono dati a voce lasciano il loro rapporto alla prova testimoniale, con tutte le difficoltà del caso: la legge impone, di conseguenza,

sulla base delle disposizioni contrattuali che prevedono la forma scritta degli ordini (solo *di norma* e, allo stesso tempo, ammettono l'ordine telefonico purché registrato su nastro o altro supporto magnetico, a fini di prova. Ebbene, valorizzando tale formulazione, si sostiene che la forma scritta degli ordini sia prevista come alternativa a quella orale e, quindi, la clausola contrattuale si ritiene voluta dalle parti *ad probationem*, con le limitazioni che derivano dagli artt. 2725 e 2729 c.c., salva l'applicazione eccezionale dell'art. 2724 c.c.²⁹⁰

Quanto alla disciplina, vertendosi di forme convenzionali, si esclude²⁹¹ l'applicabilità della disciplina speciale dettata in tema di forma e nullità dal t.u.f., ammettendosi quindi che la menzionata invalidità possa essere fatta valere anche dall'intermediario e rilevata d'ufficio dal giudice²⁹². Ci si deve però chiedere se è possibile recuperare il negozio amorfo nullo.

Invero, si è sostenuto²⁹³ che la mancata contestazione da parte del cliente degli investimenti effettuati sulla base di ordini privi di forma integrerebbe un comportamento

che tale circostanza venga esplicitamente portata all'attenzione del contraente debole, con l'inserzione di una clausola specifica”.

²⁹⁰ Esclude entrambe le interpretazioni A. PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in *I soldi degli altri*, a cura dello stesso Perrone, Quaderni di Banca Borsa e titoli di credito, Milano, 2008, p. 41, il quale osserva che “appare irragionevole che da una previsione pattizia diretta ad attribuire efficacia di prova legale ad un atto interno dell'intermediario venga ricavata una limitazione dei mezzi di prova cui questi può ricorrere per dimostrare il conferimento dell'ordine; mentre d'altro canto una interpretazione complessiva del contratto ... porta ad escludere la possibilità di considerare come convenzione sulla forma *ad probationem* una previsione contrattuale che più semplicemente si limita ad ottemperare il precetto regolamentare ...”. L'A. sembra preferire la qualificazione della clausola in esame come decadenza - dal diritto di sollevare contestazioni - convenzionale.

²⁹¹ Trib. Pescara, 21 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*. Concorda N. BRUTTI (*Nullità dell'ordine di intermediazione per difetto di forma convenzionale*, in *Società*, 2009, 4, p. 479 ss.) che identifica nell'invalidità discendente dall'applicazione dell'art. 1352 una nullità *tout court*.

²⁹² Secondo tale orientamento la rilevabilità d'ufficio della nullità conseguente dalla violazione della forma convenzionale deriverebbe dal fatto che, incidendo sulla struttura dell'atto, essa sia sostanzialmente analoga alla forma legale. Dunque, la mancanza della forma integra un difetto della struttura dell'atto. *Amplius*, M. NUZZO, *Sulla rilevabilità d'ufficio del difetto di forma convenzionale*, in *Giust. Civ.*, 1980, I, p. 2236 ss., in nota a Cass. 9 febbraio 1980, n. 809.

L'orientamento maggioritario, tuttavia, esclude che l'invalidità di cui si tratta possa essere rilevata d'ufficio dal giudice. Sul punto E. PALMERINI, *Art. 1352 - Forme convenzionali*, in *Commentario al codice civile, Dei contratti in generale*, cit., p. 206.

²⁹³ Trib. Pescara, 30 giugno 2006, in *www.ilcaso.it*. Il giudice, inoltre, esclude l'applicabilità della fattispecie di abuso del mandato gestorio - *contra* Cass. n. 2079 del 1998, in *Resp. civ. e prev.* 1999, p. 454 ss., e Cass. n. 28260 del 2005, in *Mass. Foro it.*, 2005, p. 2105 - in base alla quale gli ordini dovrebbero restare a carico del mandatario poiché della forma scritta richiesta dalle condizioni generali del contratto. Infatti, non sarebbe ammissibile la ratifica per *facta concludentia* laddove questa debba rivestire la forma scritta se pattuita *ad substantiam*. Il giudice si oppone a questa interpretazione poiché, da un lato l'eccesso di mandato si ritiene far riferimento ad uno “scopo diverso ovvero incompatibile” - così Cass. n. 142 del

concludente incompatibile con la volontà di mantenere in vita il *vestimentum* formale. Sarebbe quindi ravvisabile una revoca tacita²⁹⁴ del patto di forma. Frutto di questa interpretazione è il principio di libertà delle forme e la maggior rilevanza dell'ordine verbale in quanto più recente rispetto al contratto-quadro. Applicando però i principi di diritto comune sarebbe necessario un *contrarius actus* da cui dedurre “la volontà di concludere con l'intermediario un patto uguale e contrario a quello precedentemente concluso in grado di privarlo di tutti i suoi effetti”²⁹⁵. Quindi, in applicazione del principio formale, allorché il patto sulla forma richieda un determinato *vestimentum*, allora anche l'accordo che ne determina la risoluzione dovrà esserne rivestito²⁹⁶, senza però giungere addirittura ad abbracciare la posizione più radicale di chi esclude che possa esser presa in considerazione qualsiasi volontà difforme salvo che sia stata espressa contestualmente²⁹⁷, dal momento che non risulta alcuna previsione che vieti alle parti di intervenire sulle regole del rapporto che non abbiano natura cogente.

2.4 La necessità del contratto-quadro nei servizi di investimento e la nullità “a cascata” degli ordini “isolati”.

Come anticipato, nessuno dubita che il rapporto di intermediazione nell'ambito dei servizi di investimento sia caratterizzato da una struttura negoziale a formazione complessa: al primo livello vi è la stipulazione del contratto-quadro - destinato a disciplinare il contenuto del rapporto e a rivestire la forma scritta - al secondo livello vi è l'esecuzione degli ordini impartiti dal cliente che danno concreta attuazione al rapporto. Da questa peculiare formazione bifasica del rapporto di intermediazione, si può dedurre²⁹⁸ che il contratto-quadro rappresenta il presupposto giuridico della successiva attività esecutiva dell'intermediario”²⁹⁹, sia che si aderisca alla tesi del contratto quadro o normativo, che a quella preferibile del mandato, poiché il *master agreement* rappresenta il conferimento di un incarico gestorio, è il necessario presupposto dei successivi contratti esecutivi del mandato.

1978 e Cass. n. 2387 del 1997 - e non in termini meramente formali, dall'altro non ritiene applicabile la normativa sul mandato in quanto è stato regolamentato il contratto di gestione individuale dei patrimoni.

²⁹⁴ Ovvero la ratifica o l'approvazione tacita - Trib. Torino, 30 novembre 2006, in *Contratti*, 2007, p. 231 ss. - o comunque la rinuncia della forma convenzionale mediante *facta concludentia* - Cass. 5 ottobre 2000, n. 13277, in *Notariato*, 2001, p. 570 ss.

²⁹⁵ B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari*, cit., p. 9.

²⁹⁶ M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 488-489.

²⁹⁷ N. BRUTTI, *Nullità dell'ordine di intermediazione per difetto di forma convenzionale*, cit., p. 479 ss.

²⁹⁸ App. Milano, 13 giugno 2013, in *Banca Borsa*, 2004, II, p- 297 ss.; Trib. Cagliari, 18 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Firenze, 18 ottobre 2005, in *Giur. merito*, 2007, p. 47 ss.; Trib. Catania, 3 dicembre 2005, in *Nuova giur. civile comm.*, 2006, I, p. 1239 ss.; Trib. Forlì, 20 gennaio 2010, in *www.ilcaso.it*.

²⁹⁹ Trib. Cagliari, 18 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*.

Da questa ricostruzione si ricava un inevitabile corollario: in caso di nullità o, a maggior ragione, di mancata stipulazione del contratto-quadro, esse si riverberano “a cascata” sui singoli ordini di investimento determinandone l’invalidità³⁰⁰. Questo indipendentemente dalla qualificazione giuridica attribuita al contratto-quadro. Infatti, qualora riconducessimo la fattispecie in esame al contratto normativo, l’ordine sarebbe nullo in quanto privo del proprio fondamento causale - rappresentato dal contratto-quadro- e non potrebbe produrre alcun effetto giuridico. Di contro, se si facesse riferimento alla disciplina del mandato, i singoli ordini verrebbero caducati poiché esecutivi di un contratto nullo.

Infine, il venir meno della validità dell’ordine fa sì che in caso di acquisto di strumenti finanziari resterà valido il contratto stipulato con il terzo, ma non si verificherà alcuna conseguenza nell’ambito del rapporto tra l’intermediario e il cliente. Allo stesso modo verrà meno l’effetto traslativo conseguente alla negoziazione in proprio, non sussistendo più la causa gestoria. L’intermediario sarà, dunque, obbligato alla ripetizione delle somme versate dal cliente *ex art. 1719 c.c.*³⁰¹.

Altra dottrina³⁰², sostenuta da alcune pronunce di merito³⁰³, stempera tale orientamento ritenendo, invece, possibile che in caso di rapporti occasionali non sia necessaria la stipulazione di un contratto-quadro. Questo può naturalmente avvenire quando la relazione con il cliente fa riferimento a ordini saltuari che non fanno parte di un “programma definito e continuativo”. Dunque, per garantire il rispetto dell’art. 23 l’ordine e la relativa accettazione dovranno rivestire la forma scritta, svolgendo la funzione di cornice del rapporto. Del resto, nulla esclude che il rapporto di intermediazione si instauri sulla base di una singola esigenza di investimento e che il rapporto sorga con un unico negozio, invece che con una serie di atti, nel rispetto sempre degli obblighi di contenuto e forma prescritti³⁰⁴.

³⁰⁰ Cass. 24 Marzo 2016, n. 5919, in www.ilcaso.it; Cass. 22 marzo 2013, n. 7283, *ivi*; App. Perugia, 24 ottobre 2016, *ivi*; Trib. Salerno, 24 maggio 2016, *ivi*; Trib. Napoli, 22 gennaio 2015, in *Banca Borsa*, 2016, II, 17; Trib. Savona, 8 gennaio 2015, in www.dejure.it.

³⁰¹ Cfr. G. BERTI DE MARINIS, *La contrattazione bifasica nei contratti di investimento: fra vincoli disposti a tutela del cliente e rimedi invalidanti*, in *Resp. civ. e previdenza*, 4, 2013, p. 1344 ss. secondo il quale le conseguenze sarebbero le medesime se si invocasse la teoria del contratto normativo.

³⁰² F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, cit., p. 27 ss.; F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, p. 301 ss.; R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, cit., p. 175 ss.; C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell’intermediazione e dei mercati mobiliari. Commento alla l. 2 gennaio 1991, n. 1*, Torino, 1991; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit. 184 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, cit., p. 218.

³⁰³ Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in www.ilcaso.it; Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in www.adusbef.veneto.it.

³⁰⁴ Si pongono in una posizione più radicale R. COSTI, L. ENRIQUES, *Mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, vol. 8, Cedam, Padova, 2004, p. 386 ss. secondo i quali Alcuni hanno anche escluso che la nullità del contratto-quadro potesse travolgere la validità dei singoli ordini. In

Un orientamento dottrinale³⁰⁵ e giurisprudenziale³⁰⁶ più radicale e minoritario si spinge oltre, escludendo la necessarietà del contratto-quadro nell'ambito dei servizi di investimento anche nell'ambito di un rapporto continuativo.

Infatti, si è sostenuto che il dato testuale dell'art. 23 t.u.f. non consente di ritenere obbligatoria la bipartizione della fattispecie ai fini della valida prestazione dei servizi di investimento. Invero, un singolo atto negoziale potrebbe costituire sia il contratto di base sia l'esecuzione dell'ordine di investimento, purché venga rispettata la normativa cogente in tema di forma e contenuto minimo obbligatorio. Si tratta evidentemente di un'ipotesi di scuola, considerando l'aumento evidentemente esponenziale dei costi transattivi se si ripetesse il contenuto destinato al contratto quadro per ogni ordine di investimento³⁰⁷. Nonostante il dibattito in corso, appare evidente che la fattispecie bipartita a formazione progressiva è quella che "presenta i caratteri di maggiore diffusione perché consente di impartire ed eseguire più ordini in momenti successivi"³⁰⁸.

Conclusa, dunque, l'analisi della prima fase del presente percorso interpretativo, può ora introdursi la seconda, nella quale il problema della rilevabilità d'ufficio delle nullità "speciali" fungerà da ponte per l'emersione della nullità di protezione e del formalismo "informativo".

3. La nullità di protezione: dal modello europeo consumeristico alla creazione di una categoria unitaria nazionale?

Come anticipato, la violazione del vincolo formale sancito dall'art. 23 t.u.f. per il contratto quadro si risolve nell'applicazione della "sanzione" della nullità, invocabile

particolare, si è detto che in caso di attività di mediazione l'assenza del contratto-quadro farebbe perdere il diritto al compenso, mentre per il servizio di raccolta di ordini o negoziazione la nullità avrebbe la conseguenza di impedire il trasferimento delle posizioni giuridiche in capo al cliente in virtù delle regole del mandato senza rappresentanza. Così anche GOBBO G., *Commento all'art 23*, in *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di A. VELLA, Torino, 2012, I.

³⁰⁵ G. GOBBO, C. SALODINI, *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, cit., p. 5 ss.; A. PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Giur. Comm.*, 2005, II, p. 513 ss.; C. BELFIORE, *Si può fare a meno del contratto-quadro nei servizi di investimento?*, in *Giur. mer.*, 2007, p. 1915 ss.; B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari*, cit., p. 2 nota 1; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 486 ss.

³⁰⁶ Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*; App. Genova, 30 giugno, 2006, n. 740, in *Giur. mer.*, 2007, p. 1911 ss.

³⁰⁷ M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 486 ss., che sottolinea anche come sia poco plausibile che le parti decidano di stipulare un contratto-quadro e pur essendo convinte della sua validità decidano di ripeterne le disposizioni in ogni singolo ordine di investimento.

³⁰⁸ B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari*, cit., p. 2 nota 1.

solamente dalla parte debole del rapporto contrattuale, ossia il cliente. Le caratteristiche di tale forma di invalidità – relatività della legittimazione attiva e intrinseca debolezza del soggetto legittimato – non potevano che sollevare la questione sulla sua riconducibilità alla categoria (unitaria o meno)³⁰⁹ delle nullità di protezione.

Comunemente si afferma che la “nullità di protezione” sia stata introdotta nel nostro ordinamento a causa dell’influenza comunitaria. In particolare, la sua origine è rinvenibile nelle ipotesi di invalidità previste in materia *antitrust*, le quali non erano “dipendenti, non come nella tradizione, dalla struttura o dal contenuto dell’atto, ma dai suoi effetti (anticorcorrenziali) sul mercato”³¹⁰. L’evoluzione delle politiche dell’Unione Europea per il perseguimento delle politiche sociali in senso liberista – circostanza ora consacrata nel Trattato di Lisbona con l’espressione “economia sociale di mercato” – si è tradotta in una nuova figura di invalidità definita di “protezione”.³¹¹ È avvenuto in particolare nell’ambito della disciplina consumeristica, volta alla tutela dell’ordine pubblico economico di direzione e, appunto, di protezione, quale interesse ad “agevolare le transazioni transfrontaliere imponendo regole armonizzate, eliminare inefficienze sostenute da abusi delle imprese... [e] strumento di politica sociale inteso ad elevare il benessere e la qualità di vita dei cittadini-consumatori”³¹².

I rapporti tra consumatori e professionisti non erano però solo gli unici che venivano tutelati da questa nullità di protezione, in quanto, con il tempo interventi di tal genere si sono moltiplicati, così influenzando anche il diritto civile nazionale, in particolare nell’ambito di discipline settoriali, tanto che in dottrina si è parlato di “una scomposizione dell’istituto [della nullità] o quanto meno una moltiplicazione dei regimi, che dalla nullità trascorre *alle* nullità”³¹³.

In un primo momento, al fine di identificare e distinguere tali forme di nullità da quelle tradizionali si soleva discorrere di nullità “speciali”, a tutela, non più dei - soli - interessi

³⁰⁹ Sulla nullità di protezione tra gli altri, L. PUCCINI, *Studi sulla nullità relativa*, Giuffrè, Milano, 1967, 126 ss.; P.M. PUTTI, *La nullità parziale*, ESI, Napoli, 2002, p. 368 ss.; V. SCALISI, *Il contratto e le invalidità*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, p. 245 ss.; M. MANTOVANI, *La nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, IV, Giuffrè, Milano, 2006, p. 10 ss.; M. GIROLAMI, *La nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali*, Cedam, Padova, 2008, p. 322 ss.; ID., *La nullità relativa di protezione: da eccezione a tertium genus nel sistema delle invalidità negoziali*, in *Le forme della nullità*, a cura di Pagliantini, Giappichelli, Torino, 2009, p. 58 ss.; A. GENTILI, *La “nullità di protezione”*, in *Eur. e dir. priv.* 2011, p. 77 ss.; G. SPOTO, *Le invalidità contrattuali*, Jovene Editore, Napoli, 2012, p. 39 ss.; MARIUCCI, *Invalidità e inefficacia del negozio giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 2012, p. 98 ss.; G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, Giuffrè, Milano, 1995, p. 175 ss.

³¹⁰ A. GENTILI, *La “nullità di protezione”*, cit. p. 79.

³¹¹ A. GENTILI, *La “nullità di protezione”*, cit. p. 78 ss. *spec.* 80 - 81.

³¹² . GENTILI, *La “nullità di protezione”*, cit. p. 82 - 83.

³¹³ R. ALESSI, *“Nullità di protezione” e poteri del giudice tra Corte di Giustizia e sezioni unite della Corte di cassazione*, in *Europa dir. priv.*, 2014, p. 1145.

generali, ma di interessi particolari di una tipologia di contraenti che, versando in una situazione di debolezza contrattuale, rischiavano di subire l'abuso della controparte³¹⁴.

Il moltiplicarsi del fenomeno si può collegare all'inadeguatezza del sistema tradizionale, consacrato nel codice civile, nell'affrontare il mutamento della realtà economico-sociale. La nullità "assoluta" prevista dall'art. 1418 c.c., infatti, postula una condizione di parità tra le parti del rapporto contrattuale che, però, non sussiste nelle fattispecie ove queste nullità speciali sono previste, le quali, dunque, si distinguono a seconda della natura degli interessi protetti³¹⁵ e che si possono accomunare nello "squilibrio non eventuale - come tipicamente avviene nella disciplina della nullità - ma strutturale tra le parti contraenti"³¹⁶.

In particolare, la dottrina³¹⁷ ha identificato nella deroga all'art. 1429, co. 2, c.c. e all'art. 1421 c.c. gli elementi di devianza dalla nullità codicistica. Quanto al primo, si osserva che normalmente queste nullità speciali tendono a preferire la soppressione della clausola invalida piuttosto che l'estensione dell'invalidità all'intero contratto, anche, quindi, ove risulti essenziale nell'interesse dei contraenti. Il secondo tratto identificativo riguarda invece la legittimazione ad agire che è normalmente limitata alla parte debole del rapporto negoziale, così che, sotto questo aspetto, tali nullità sarebbero riconducibili alla categoria della nullità relativa, senza però sovrapporsi.

Tradizionalmente, infatti, la nullità relativa, - "ibrido"³¹⁸ in origine creato dalla dottrina e dalla giurisprudenza e poi previsto nel codice civile³¹⁹ - veniva considerata un'ipotesi residuale ed eccezionale, operante, ai sensi dell'art. 1421, solo per espressa previsione normativa, in quanto la legittimazione ristretta era contraria alla natura strutturale dell'invalidità *ab origine*³²⁰. Oggi, la dottrina tende a riconoscere la categoria della nullità relativa, accantonando l'approccio residuale, pur rimanendo qualche perplessità "sul profilo della connotazione dogmatica, sia come figura in sé considerata sia in rapporto alle classiche categorie della nullità e della annullabilità"³²¹, e spostandola questione in

³¹⁴ M. RABITTI, *Nullità del contratto*, in *Il diritto: Enciclopedia Giuridica del Sole 24 ore*, diretta da Patti, Milano, 2007, p. 139 ss.

³¹⁵ M. RABITTI, *Nullità del contratto*, cit., p. 140.

³¹⁶ G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, cit., p. 185.

³¹⁷ M. RABITTI, *Nullità del contratto*, cit., p. 141.

³¹⁸ F. SARTORI, *L'istituto della nullità relativa nel settore finanziario: dalla teoria alla pratica*, in www.dirittobancario.it.

³¹⁹ A. GENTILI, *La "nullità di protezione"*, cit. p. 76 ss. il codice del 1942 si discosta dal sistema delle invalidità nato dall'esempio del *Code Civil*, che distingue tra *nullité absolute* e *nullité relative*, cui sembra corrispondere pienamente la nullità e l'annullabilità, così come sistematizzate nel codice italiano del 1865.

³²⁰ Sul punto, M. RABITTI, *Nullità del contratto*, cit., p. 141. Cfr. L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico*, Morano, Napoli, 1950, p. 347, 349, il quale scriveva "una nullità che esiste per l'uno e non per l'altro è un concetto falso e assurdo" ed uno "strappo alla logica",

³²¹ A. ARDUINI, *La nullità di protezione tra legittimazione relativa all'azione e rilevanza d'ufficio condizionata*, in *Obbl. contr.*, 2012, p. 693.

termini di collocazione sistematica delle nullità relative di protezione³²². Infatti, di fronte al moltiplicarsi delle nullità speciali, la legittimazione ristretta risulta ora la caratteristica “normale” delle nullità, mentre la legittimazione assoluta non sembra essere più “logicamente necessaria, né una conseguenza giuridica della nullità”³²³.

In ogni caso, non vi è unanimità in dottrina³²⁴ circa la riconducibilità di queste nullità speciali³²⁵ nell’ambito di una categoria unitaria definibile ora “nullità di protezione”, concetto che si è sostituito al primo in seguito all’introduzione di tale formula dell’art. 36 cod. cons.³²⁶, che detta una disciplina unitaria per tale forma di invalidità nell’ambito delle clausole vessatorie, la cui applicabilità trasversale a tutti i contratti tra consumatori e professionisti ha portato, evidentemente, a farle assumere caratteri di generalità.

Invero, queste nullità – speciali o no – hanno innegabili caratteri comuni, tanto da poter almeno definire la nullità di protezione “un genere comune, che accoglie però diverse specie e quindi diverse discipline”³²⁷, poiché in tutte l’interesse del singolo viene ricondotto nell’ambito dell’interesse pubblico al buon ed efficiente funzionamento del mercato, col che l’interesse perseguito è solo “meta-individuale”³²⁸. Dunque, non vengono tutelati esclusivamente interessi “seriali”, riferibili, cioè, ad una categoria di soggetti, ma la logica è di microanalisi che di macroanalisi, in quanto il dato unificante è “la tutela del singolo e la direzione del mercato ... L’obiettivo perseguito è qui come là l’efficienza insieme alla giustizia del contratto, ma non solo sul piano individuale, bensì anche a livello del mercato. È quindi un obiettivo di interesse generale, ma anche condizione della realizzazione degli interessi privati degli operatori economici”. Ed allora, la nullità opera in senso “unidirezionale” quindi a vantaggio del contraente debole

³²² A. ARDUINI, *La nullità di protezione tra legittimazione relativa all'azione e rilevanza d'ufficio condizionata*, cit., p. 692 ss.

³²³ G. IUDICA, *Impugnativa contrattuali e pluralità di interessi*, Cedam, Padova, 1973, p. 89.

³²⁴ Secondo, A. GENTILI, *La «nullità di protezione»*, cit., p. 77, “che la nullità di protezione non è una categoria unitaria, se non nella misura in cui è un genere comune, che accoglie però diverse specie e quindi diverse discipline”

³²⁵ G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, cit., p. 176. Considera tali previsioni vengono considerate speciali e non eccezionali laddove queste ultime, trovando la propria *ratio* in “una situazione anormale di emergenza”, costituiscono “un’interruzione della consequenzialità logica e politico legislativa dei principi, con i quali collidono sino ad escluderli”; mentre, le norme speciali specificano e differenziano quegli stessi principi “ponendosi, poi quali presupposti di integrazione analogica di sistema”.

³²⁶ A. GENTILI, *La «nullità di protezione»*, cit., p. 77 ss.

³²⁷ A. GENTILI, *La «nullità di protezione»*, cit., p. che esclude l’esistenza di una categoria unitaria se non nel limite di un rapporto di genere e specie, il quale peraltro non concorda con il carattere di specialità della nullità di protezione, (*ivi*, p. 76 ss.) Secondo l’A., infatti, tale nullità “è solo la manifestazione più moderna della funzione di protezione storicamente tipica di una delle forme tradizionali di nullità, già nota ai codici, in cui interagiscono fra loro l’interesse del privato e l’interesse generale” (*ivi*, p.).

³²⁸ In questi termini A. ARDUINI, *La nullità di protezione tra legittimazione relativa all'azione e rilevanza d'ufficio condizionata*, cit., p. 694.

anche qualora sia rilevabile da chiunque³²⁹. Di conseguenza, la dottrina, pur non all'unanimità, riconosce che l'art. 36 Cod. cons.³³⁰ possa svolgere la funzione di norma generale e, qualora ricorrano i presupposti, possa essere applicato per analogia³³¹.

Le Sezioni Unite si sono espresse sull'estensibilità dei caratteri della nullità di protezione previsti dall'art. 36 cod. cons., in particolare la rilevabilità d'ufficio, nelle note sentenze gemelle del 2014.

In particolare, la Corte affida al rilievo officioso della nullità dell'art. 1418 c.c. “la tutela comunque [di] un interesse generale, seppur in via indiretta: l'interesse "proprio dell'ordinamento giuridico a che l'esercizio dell'autonomia privata sia corretto, ordinato e ragionevole". In altri termini, è come se il legislatore, predisposta una struttura normativa "significante", destinata espressamente alla tutela del singolo soggetto, abbia poi voluto sottendere a quella medesima struttura un ulteriore e diverso "significato", non espresso (ma non per questo meno manifesto), costituito, appunto, dall'interesse dell'ordinamento a che certi suoi principi-cardine (tra gli altri, la buona fede, la tutela del contraente debole, la parità di condizioni quantomeno formale nelle asimmetrie economiche sostanziali) non siano comunque violati”.

Allo stesso modo, secondo le Sezioni Unite, le nullità di protezione “sono anch'esse 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), secondo quanto chiaramente mostrato dalla disciplina delle nullità emergenti dalla disciplina consumeristica, specie di derivazione comunitaria, per le quali si discorre sempre più spesso, e non a torto, di "ordine pubblico di protezione”” Interessi

³²⁹ A. GENTILI, *Nullità annullabilità inefficacia (nella prospettiva del diritto europeo)*, in *Contr.*, 2003, p. 204 ss. Aderisce a questa impostazione anche R. QUADRI, *Nullità e tutela del contraente debole*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 1143 ss.

³³⁰ Per la dottrina sull'art. 36, E. CAPOBIANCO, *Sub Art. 33-38. Dei contratti del consumatore in generale*, *Commento, Codice del consumo*, a cura di E. Capobianco e G. Perlingieri, ESI, Napoli, 2009, p. 143 s.; AA.VV., *I contratti dei consumatori*, a cura di E. Gabrielli e E. Minervini, Utet, Torino, 2005, p. 5 ss.; G. SCIANCALEPORE, P. STANZIONE, *Prassi contrattuali e tutela del consumatore*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 439 ss.; A. BARENGHI, *I contratti per adesione e le clausole vessatorie*, in *Trattato di diritto privato europeo*, a cura di N. Lipari, II, 3, Cedam, Padova, 2003, p. 313 ss.; AA.VV., *Clausole vessatorie nei contratti dei consumatori*, a cura di G. ALPA e S. PATTI, Giuffrè, Milano, 2003; E. GRAZIUSO, *La tutela del consumatore contro le clausole abusive*, Giuffrè, Milano 2002; E. PODDIGHE, *I contratti con i consumatori*, ESI, Milano, 2000; AA.VV., *Commentario al capo XIV bis del codice civile: dei contratti del consumatore (artt. 1469 bis-1469 sexies)*, a cura di C. M. Bianca, F. D. Busnelli ed altri, Cedam, Padova, 1999; E. MINERVINI, *Tutela del consumatore e clausole vessatorie*, ESI, Napoli, 1999;

³³¹ D'AMICO, *Nullità virtuale - Nullità di protezione. (Variazioni sulla nullità)*, in *Le forme della nullità*, a cura di Pagliantini, Giappichelli, Torino, 2009, p. 12 ss.; A. GENTILI, *La "nullità di protezione"*, cit., p. 77 ss.; M. GIROLAMI, *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali*, Cedam, Padova, 2008, p. 433 ss.; G. PERLINGIERI, *La convalida delle nullità di protezione e la sanatoria dei negozi giuridici*, ESI, Napoli, 2010, p. 15 ss., 43 ss. e 52 ss.; A. ALBANESE, *Non tutto ciò che è "virtuale" è razionale: riflessioni sul contratto nullo*, in *Europa e dir. priv.*, 2012, p. 516 ss.; S. PAGLIANTINI, *La rilevabilità officiosa della nullità secondo il canone delle Sezioni Unite: "Eppur si muove"*, in *Contratti*, 2012, 11, p. 869 ss.

che a loro volta trovano copertura anche costituzionale e, in particolare, nel corretto funzionamento del mercato *ex* articolo 41 Cost. e nell'uguaglianza formale e sostanziale delle parti di un rapporto asimmetrico *ex* art. 3 Cost. Ed è questa sintesi di interessi seriali e generali nell'interesse superindividuale che porta la Corte a confermare – sulla scorta di quanto sostenuto in dottrina – la rilevabilità officiosa della nullità di protezione ma con il limite dell'interesse del contraente debole, che potrà scegliere di non avvalersene.

3.1 Sull'interesse protetto e sul rilievo d'ufficio della nullità di protezione.

Il problema della rilevabilità d'ufficio della nullità di protezione offre l'occasione di riflettere sulla natura dell'interesse protetto dalle nullità di protezione e il settore dei servizi di investimento ha dato prova ancora una volta di essere terreno fertile per il proliferare del contenzioso.

In un primo momento, l'orientamento espresso dalla giurisprudenza³³² escludeva che il giudice potesse rilevare d'ufficio la nullità del contratto-quadro, qualora questo mancasse di forma scritta, poiché si sarebbe realizzata un'evidente incompatibilità tra legittimazione ristretta e la rilevabilità d'ufficio. I giudici sembrano in questa fase condividere quell'orientamento dottrinale³³³ che considera la rilevabilità d'ufficio un elemento caratterizzante della nullità assoluta, disciplinata all'art. 1421 c.c., individuando pertanto un limite di carattere sostanziale a tale rilevabilità in caso di legittimazione relativa.

Tradizionalmente³³⁴, la *ratio* che giustifica l'intervento del giudice, pur senza l'iniziativa delle parti, nell'accertamento e nella pronuncia di nullità, si rinviene in quella funzione di garanzia dei valori fondamentali del sistema posti a fondamento della nullità stessa. In quest'ottica, la nullità sarebbe in grado di salvaguardare tali valori solamente in combinazione con l'istituto della rilevabilità d'ufficio senza il quale essi non si potrebbero realizzare compiutamente.

A questa visione tradizionale se ne aggiunge un'altra³³⁵ che specifica il ruolo della rilevabilità d'ufficio. L'assenza della regola, infatti, pregiudicherebbe "l'ordinato svolgimento del traffico giuridico", laddove si andrebbe a formare un giudicato sulla validità dell'atto facente stato solamente tra le parti e, quindi, non opponibile a terzi interessati a farne dichiarare la nullità. In questo modo, eventuali negozi successivi

³³² Cass., 22 dicembre 2011, n. 28432, in Banca Borsa, 2013, II, p. 31 ss.; Trib. Firenze, 2 ottobre 2014, in www.ilcaso.it; Trib. Venezia, 7 dicembre 2012, *ivi*; Trib. Arezzo, 17 aprile 2007, *ivi*.

³³³ G. FILANTI, *Inesistenza e nullità del negozio giuridico*, Jovene, Napoli, 1983, p. 130 ss.; G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, cit., p. 189. L. PUCCINI, *Studi sulla nullità relativa*, cit., p. 171; R. QUADRI, *Nullità e tutela del contraente debole*, cit., p. 1143 e ss.

³³⁴ Tra gli altri, V. ROPPO, *Il contratto*, Il Mulino, Bologna, 1977, p. 174.

³³⁵ G. FILANTI, *Inesistenza e nullità del negozio giuridico*, cit., p. 130 ss.

diverrebbero inefficaci, giacché fondati sulla validità del primo. In definitiva, la rilevabilità d'ufficio evita "il formarsi di giudicati sulla validità del negozio (nullo)" e quindi di "un atto idoneo a suscitare affidamenti essenzialmente precari". Alla base di questo ragionamento vi è la distinzione tra la mancanza di un elemento costitutivo della fattispecie, rilevabile d'ufficio, e un elemento impeditivo dell'efficacia del contratto che potrebbe essere oggetto solo di eccezione di parte³³⁶.

In quest'ordine di idee, la rilevabilità d'ufficio non potrebbe operare nei casi di nullità relativa. Infatti, solamente la parte a favore del quale è prevista la titolarità dell'azione può invocare la nullità; ed allora l'eventuale giudicato formatosi sulla validità dell'atto, in caso di inerzia del legittimato, non potrebbe essere messo in discussione da terzi interessati. In conclusione, l'intervento del giudice non sarebbe giustificabile dal momento che non è recato pregiudizio all'affidamento posto nell'atto negoziale e quindi "all'ordinato svolgimento del traffico giuridico"³³⁷.

Inoltre, associare la rilevabilità d'ufficio alla nullità relativa frustrerebbe le finalità dell'inciso previsto dall'art. 1421 c.c. poiché "posto il potere-dovere del giudice di rilevarla, basterebbe alla parte non legittimata allegarne gli elementi costitutivi in giudizio, per vanificare proprio la legittimazione ristretta all'azione"³³⁸. Per queste ragioni, si profilerebbe "un'intollerabile convivenza"³³⁹ tra la legittimazione relativa e la rilevabilità d'ufficio.

Questo stesso orientamento viene accolto dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione³⁴⁰ la quale, da un lato, ha ampliato i poteri conferiti al giudice nell'ambito della rilevabilità d'ufficio della nullità anche al caso in cui questa non fosse oggetto della domanda attorea, mentre, dall'altro, ha escluso il potere del giudice di rilevare la nullità di protezione. Infatti, nel 2012 la Suprema Corte conferma che l'unica differenza normativa rilevante tra le nullità codicistiche e le nullità speciali - le quali nella sentenza

³³⁶ G. BONFIGLIO, *La rilevabilità d'ufficio della nullità di protezione*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 885.

³³⁷ G. FILANTI, *Inesistenza e nullità del negozio giuridico*, cit., p. 140 ss.

³³⁸ Così G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, cit., p. 189. Sul punto l'A. riprende essenzialmente il pensiero di G. FILANTI, *Inesistenza e nullità del negozio giuridico*, cit., p. 130 ss. Inoltre, l'A. (G. PASSAGNOLI, *Art. 1469-quinquies, comma 1°, 3° e 5°, e commenti sul nuovo diritto dei contratti*, a cura di Vettori, Padova, 1999, p. 183 ss.) pur cambiando impostazione in tema di inefficacia delle clausole vessatorie nei contratti del consumatore, cercando di coniugare il carattere relativo della inefficacia ex art. 1469 *quinquies* c.c. con la testuale previsione della rilevabilità d'ufficio, tuttavia, torna a ribadire che tale convivenza svuoterebbe di significato la relatività della legittimazione.

³³⁹ R. QUADRI, *Nullità e tutela del contraente debole*, cit., p. 1194.

³⁴⁰ Cass., Sez. un., 4 settembre 2012, n. 14828, con nota di A. PALMIERI, *Azione risolutoria e rilevabilità d'ufficio della nullità del contratto: il via libera delle sezioni unite (con alcuni corollari)*, in *Foro it.*, 2013, II, p. 1253 ss.; S. PAGLIANTINI, *La rilevabilità officiosa della nullità secondo il canone delle Sezioni Unite: "Eppur si muove"*, in *Contratti*, 2012, 11, p. 869 ss. Cfr. anche tra gli altri M. RIZZUTI, *Il problema della rilevabilità officiosa delle nullità*, in *Giur. It.*, 2012, p. 2 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Il giudice e le nullità: punti fermi e problemi aperti nella giurisprudenza della corte di cassazione*, in *Nuova giur. civ.*, 2013, 1, p. 10015 ss.

sono essenzialmente fatte coincidere con le nullità di protezione - investe l'art. 1421 c.c., giacché il rilievo del vizio genetico è espressamente rimesso alla volontà delle parti. Dunque, la logica della Corte sembra configurare l'art. 1421 c.c. come una norma generale ed i casi di irrilevabilità d'ufficio come sue eccezioni, facendo da ciò discendere una tipicità delle fattispecie di nullità relativa non rilevabile d'ufficio³⁴¹.

La soluzione accolta dalla giurisprudenza di merito e dalla Corte di Cassazione nell'ambito dei servizi di investimento - e confermata in termini più generali dalle Sezioni Unite - non ha trovato il conforto della dottrina. In particolare, con motivazione del tutto condivisibile, alcuni autori³⁴² ritengono che non vi siano impedimenti alla coesistenza della nullità relativa e della rilevabilità *ope iudicis*, giacché queste si basano su presupposti differenti. Perciò la limitazione della regola dell'assolutezza non può tradursi in un'automatica esclusione della rilevabilità officiosa, né la dottrina è stata in grado di dimostrare una connessione *aut simul stabunt aut simul cadent*. Infatti, non si condivide l'assunto che assegna alla legittimazione assoluta la funzione di rimettere alla parte legittimata il potere di decidere della sorte del contratto così che ammettere la rilevabilità d'ufficio vanificherebbe l'intento del legislatore.³⁴³

In quest'ottica, l'incipit eccezzuativo dell'art. 1421 c.c. non può applicarsi alla rilevabilità d'ufficio, giacché "essa costituisce un elemento indispensabile per apprezzare sul piano sostanziale l'inidoneità *ab origine* del contratto relativamente nullo a produrre

³⁴¹ S. PAGLIANTINI, *La rilevabilità officiosa della nullità secondo il canone delle Sezioni Unite: "Eppur si muove"*, cit., p. 869 ss.

³⁴² Naturalmente, S. PAGLIANTINI, *La rilevabilità officiosa della nullità secondo il canone delle Sezioni Unite: "Eppur si muove"*, cit., p. 869 ss. che commenta con nota critica la sentenza. In particolare, sulla nullità di protezione, A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Jovene, Napoli, 2003, 61 ss.; G. BONFIGLIO, *La rilevabilità d'ufficio della nullità di protezione*, cit., p. 885. G. BERTI DE MARINIS, *L'invalidità formale nei contratti di investimento*, in *Banca Borsa*, 2013, I, p. 37 ss.; M. GIROLAMI, *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali*, cit., 450 ss.; G. GIOIA, *Nuove nullità relative e tutela del contraente debole*, in *Contr. e impr.*, 1999, p. 1342 ss.; C. M. DE JULIIS, *Nullità « relativa » del contratto quadro e conflitto d'interessi*, in *Società*, 2009, p. 1284 ss.; R. SENIGAGLIA, *Il problema del limite al potere del giudice di rilevare d'ufficio la nullità di protezione*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, p. 385 ss.; S. MONTICELLI, *Limiti sostanziali e processuali al potere del giudicante ex art. 1421 c.c. e le nullità contrattuali*, in *Giust. civ.*, 2003, II, p. 297 ss.

³⁴³ A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, cit., p. 61. G. DE NOVA, *Le clausole vessatorie*, Milano, 1996, p. 42 ss.; A. BELELLI, *sub. art. 1469 quinquies*, in AA.VV., *Le clausole vessatorie nei contratti dei consumatori*, a cura di Alpa, Patti, I, Milano, 1997, p. 699 ss. hanno attribuito un significato meramente negativo alla legittimazione ristretta: con essa, infatti, si esclude sia il potere di vincolare il giudice sia la legittimazione di soggetti diversi dal contraente protetto. Ciò sarebbe maggiormente conforme al concetto di interesse di cui l'art. 1421 c.c., il quale altro non è che il criterio di determinazione della legittimazione di soggetti che sono titolari di situazioni giuridiche dipendenti dal contratto, ma del quale non sono parti. La norma, quindi, non fa riferimento all'interesse ad agire previsto dall'art. 100 c.p.c. e non stabilisce a priori i soggetti legittimati all'azione. Dunque, la fattispecie della legittimazione relativa esclude i soggetti titolari di posizioni giuridiche diverse da quella tutelata, in quanto portatori di interessi opposti a quello protetto

effetti in contrasto con l'interesse protetto dalla norma, differenziandolo rispetto a quello annullabile”³⁴⁴.

Inoltre, si è fatto notare che se l'art. 23 comma 3 t.u.f. sottintende un'irrilevabilità *ex officio* della nullità del contratto quadro carente di forma scritta, si verrebbe a creare “il paradosso ... di un professionista che così potrà domandare giudizialmente la risoluzione di un contratto asimmetrico affetto da un nullità non eccepita”³⁴⁵. Per di più si andrebbe ad escludere la nullità per violazione delle norme imperative dettate dalla normativa regolamentare, atteso che queste nullità non sarebbero assistite dalla previsione testuale della rilevabilità officiosa³⁴⁶.

Alla luce di quanto premesso, in assenza di una diversa previsione di legge, la legittimazione ristretta comporta solamente che qualsiasi soggetto, diverso dal cliente, interessato alla dichiarazione di nullità del contratto di investimento, non potrà invocarla e farla valere in giudizio, in deroga a quanto previsto dall'art. 1421 c.c., e quindi ben potrà essere rilevata dal giudice³⁴⁷. Tuttavia, il giudice dovrà effettuare una valutazione della realizzabilità dell'interesse di cui la parte protetta è titolare³⁴⁸ e potrà, quindi, rilevare la nullità solo se tale rilievo si volge a vantaggio del cliente³⁴⁹. Perciò, la legittimazione relativa non comporta che il cliente abbia completa disponibilità dell'interesse *de quo*, infatti, il giudice potrà rilevare la nullità del contratto solo valutando caso per caso la realizzabilità di quell'interesse³⁵⁰.

Quanto appena rilevato potrà avvenire solo nel rispetto dei principi processuali dell'ordinamento e, quindi, il giudice dovrà far riferimento alle domande e alle eccezioni proposte dalle parti³⁵¹; in particolare, la parte interessata dovrà allegare “i fatti costitutivi della propria pretesa o quelli impeditivi o estintivi della situazione giuridica *ex adverso* vantata”³⁵². Perciò il giudice potrà rilevare la nullità solo nel caso in cui si ponga in discussione la validità del vincolo contrattuale, purché tale nullità risulti dagli atti del processo, attinti attraverso l'esame dei fascicoli di parte *ex art. 115 c.p.c.*³⁵³.

³⁴⁴ Il percorso argomentativo è proposto da A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, cit., p. 61 ss.

³⁴⁵ S. PAGLIANTINI, *La rilevabilità officiosa della nullità secondo il canone delle Sezioni Unite: “Eppur si muove”*, cit., p. 869 ss.

³⁴⁶ *Ibidem*.

³⁴⁷ C. M. DE JULIIS, *Nullità « relativa » del contratto quadro e conflitto d'interessi*, cit. 1284 ss.

³⁴⁸ G. GIOIA, *Nuove nullità relative e tutela del contraente debole*, cit., p. 1342 ss.

³⁴⁹ A. ARDUNI, *op. cit.*, p. 691 ss.

³⁵⁰ G. BERTI DE MARINIS, *L'invalidità formale nei contratti di investimento*, cit., p. 48

³⁵¹ A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, cit., p. 61 ss.

³⁵² F. DI MARZIO, *Forme della nullità nel nuovo diritto dei contratti. Appunti sulla legislazione, sulla dottrina e sulla giurisprudenza dell'ultimo decennio*, in *Giust. civ.* 10, 2000, p. 465; A. BERTI DE MARINIS, *L'invalidità formale nei contratti di investimento*, cit., p. 48.

³⁵³ A. BERTI DE MARINIS, *L'invalidità formale nei contratti di investimento*, cit., p. 48., il quale (*ivi*, p. 49) peraltro osserva come questo orientamento si pone in contrasto con la giurisprudenza europea, secondo la quale i giudizi nazionali hanno l'obbligo, e non solo la facoltà, di rilevare d'ufficio la nullità anche relativa,

Non si è dovuto, però, attendere molto il *revirement* della Suprema Corte, la quale si è ormai allineata alla giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione europea. Le Sezioni Unite si sono nuovamente pronunciate sul potere del giudice di rilevare d'ufficio la nullità in due note sentenze gemelle³⁵⁴, le quali, avendo identiche motivazioni nella loro parte nomofilattica, vengono richiamate congiuntamente.

Innanzitutto, la Suprema Corte si è proposta di fornire una “non insoddisfacente” risposta ai quesiti relativi al rapporto tra il potere della rilevazione d'ufficio del giudice nella nullità negoziale e alcuni principi cardine del diritto processuale. Si ricorda che la sentenza si pronuncia in merito alle condizioni per la formazione e l'estensione dell'efficacia del giudicato esplicito esterno, alla sentenza di rigetto della domanda di risoluzione rispetto alla successiva azione di nullità del contratto, ai confini del principio del dedotto e del deducibile e, infine, al rapporto tra il disposto dell'art. 1421 c.c. e le azioni di impugnativa negoziale³⁵⁵.

Per quanto qui interessa le sentenze appianano i contrasti tra i principi tradizionali sulla nullità del contratto e le nullità di protezione.

al fine di salvaguardare e realizzare gli scopi che la sanzione di invalidità mira a proteggere. Infatti, si ritiene necessario garantire una ricostruzione unitaria della nullità per evitare una scissione tra normativa europea e nazionale, pur se il regime di validità non è materia di derivazione comunitaria. In tal modo, si assicura l'unitarietà dell'ordinamento e la realizzazione delle finalità perseguite dalle norme. Inoltre una riserva di legge esclusiva della rilevabilità d'ufficio non sembra convincere F. DI MARZIO, *La nullità del contratto*, Cedam, Padova, 2008, p. 1050, laddove inficerebbe, non solo, la tutela di quegli interessi generali e particolari posti a fondamento della nullità speciale, ma anche il fine stesso dell'art. 1421 c.c., che, secondo alcuni, si porrebbe quale mezzo di equità dei contratti e di prevenzione degli abusi

³⁵⁴ Cass. sez. un. 12 dicembre 2014, n. 26242 e Cass. sez. un. 12 dicembre 2014, n. 26243 con nota di A. PALMIERI, R. PARDOLESI, *Nullità negoziale e rilevazione officiosa a tutto campo (o quasi)*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 916 ss.; F. DI CIOMMO, *La rilevabilità d'ufficio ex art. 1421 c.c. secondo le sezioni unite: la nullità presa (quasi) sul serio*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 922 ss.; S. PAGLIANTINI, *Nullità di protezione e facoltà di non avvalersi della dichiarabilità: «quid iuris»?», *Foro it.*, 2015, I, p. 928 ss.; S. MENCHINI, *Le sezioni unite fanno chiarezza sull'oggetto dei giudizi di impugnativa negoziale: esso è rappresentato dal rapporto giuridico scaturito dal contratto*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 931 ss.; A. PROTO PISANI, *Rilevabilità d'ufficio della nullità contrattuale: una decisione storica delle Sezioni Unite*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 944 ss.; R. FORNASARI, *Nullità del contratto: la rinnovata centralità dell'interesse generale dell'ordinamento - il rilievo officioso della nullità: un presidio a tutela dell'interesse generale dell'ordinamento*, in *Danno e Resp.*, 2015, 6, p. 592 ss.; P. LAGHEZZA, *Nullità del contratto: la rinnovata centralità dell'interesse generale dell'ordinamento - Declaratoria officiosa della nullità del contratto e Sezioni Unite 2.0: il giudicato implicito*, in *Danno e Resp.*, 2015, 6, p. 592 ss.; M. BOVE, *Rilievo d'ufficio della questione di nullità - Rilievo d'ufficio della questione di nullità e oggetto del processo nelle impugnative negoziali*, in *Giur. It.*, 2015, 6, p. 1386 ss.; N. RIZZO, *Il rilievo d'ufficio della nullità preso sul serio*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2015, 4, p. 10299 ss.; S. PAGLIANTINI, *Rilevabilità officiosa e risolubilità degli effetti: la doppia motivazione della Cassazione ... a mo' di bussola per rivedere Itaca - Il commento*, in *Contratti*, 2015, 2, p. 113 ss.; V. CARBONE, *“Porte aperte” delle Sezioni Unite alla rilevabilità d'ufficio del giudice della nullità del contratto*, in *Corriere Giur.*, 2015, 1, p. 88 ss.; I. PAGNI, *Nullità del contratto - Il “sistema” delle impugnative negoziali dopo le Sezioni Unite*, in *Giur. It.*, 2015, 1, p. 70 ss.*

³⁵⁵ V. FRANCESCHELLI, *Nullità del contratto. Artt. 1418 - 1423*, Giuffrè, Milano, 2015, p. 205 ss.

In netta contrapposizione con la statuizione del 2012, la Suprema Corte afferma che il giudice ha il potere di rilevare d'ufficio tutte le nullità, comprese quelle c.d. di protezione. Con questa statuizione le Sezioni Unite garantiscono, da un lato, una maggiore protezione del consumatore, coerentemente a quanto previsto testualmente da alcune norme in tema di nullità speciali, dall'altro la possibilità di concludere il processo rapidamente attraverso la dichiarazione di nullità³⁵⁶.

Il principio del giusto processo - che comprende l'esigenza di celerità dello stesso - è posto a fondamento della decisione della Corte, la quale statuisce che il rilievo *ex officio* della nullità negoziale - anche di "protezione" - deve ritenersi ammissibile purché la pretesa azionata non venga rigettata sulla base della "ragione più liquida" in tutte le ipotesi di impugnativa negoziale. Com'è noto, il predetto principio si fonda sugli artt. 111 e 24 Cost. e permette al giudice di decidere nel merito anche in presenza di una questione pregiudiziale, derogando a quanto previsto dall'art. 276 c.p.c. Tale criterio consente di decidere in conformità ad una soluzione, di carattere assorbente, ritenuta di più agevole soluzione, anche se l'ordine logico delle questioni richiederebbe una successione diversa e più lunga, così come impostata dal codice di rito³⁵⁷. Perciò, in primo luogo il giudice deve individuare e pronunciarsi sulla ragione più liquida anche qualora non fosse stata oggetto della domanda attorea e fosse logicamente successiva rispetto ad altre³⁵⁸.

Non solo. Secondo l'orientamento richiamato, la rilevazione *ope iudicis* della nullità è sempre obbligatoria, operando una distinzione tra "rilevare" e "dichiarare" la nullità. Infatti, l'art. 1421 c.c. deve essere interpretato nel senso che nell'espressione "la nullità ... può essere rilevata d'ufficio dal giudice", il verbo "può" deve essere inteso come "deve" e che il verbo "rilevare" deve essere letto come "indicare, far notare alle parti" e non "anche dichiarare e accertare". La nullità non deve essere necessariamente certa, ma anche solo un'ipotesi su cui iniziare un'istruttoria, nei limiti della ragione più liquida. Quindi, qualora sia presente una ragione di più pronta soluzione, il giudice non sarà tenuto a indicare alle parti la suddetta nullità³⁵⁹.

Come anticipato, tale ricostruzione comprende - costituendone anzi il *proprium* - anche le nullità speciali, incluse quelle di protezione "virtuale", che devono considerarsi come una *species* del più ampio *genus* delle nullità negoziali, giacché tutelano interessi e valori fondamentali che trascendono quelli del singolo, quali il corretto funzionamento del mercato *ex art. 41 Cost.* e l'uguaglianza formale tra contraenti *ex art. 3 Cost.*, poiché l'asimmetria negoziale altera non solo i presupposti dell'autonomia negoziale, ma anche le dinamiche concorrenziali tra le imprese.

³⁵⁶ L. DELLI PRISCOLI, *La rilevabilità d'ufficio delle nullità di protezione, contraente "debole" e tutela del mercato*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 976 ss.

³⁵⁷ V. FRANCESCHELLI, *Nullità del contratto. Artt. 1418 - 1423*, cit., p. 228.

³⁵⁸ L. DELLI PRISCOLI, *La rilevabilità d'ufficio delle nullità di protezione, contraente "debole" e tutela del mercato*, cit., p. 977.

³⁵⁹ *Ibidem*.

La Suprema Corte mantiene, tuttavia, una distinzione tra la nullità di protezione e le altre nullità negoziali, in merito alla rilevabilità *ope iudicis*, seppur diversamente rispetto al passato indirizzo interpretativo. Infatti, di fronte ad ipotesi di nullità “non di protezione” il giudice ha sia il potere-dovere di rilevare la nullità che di dichiararla. A *contrariis*, in caso di nullità di protezione il giudice potrà dichiarare la nullità da esso rilevata solo nell’eventualità in cui il titolare dell’azione lo richieda.

Dunque, la *ratio* della rilevabilità d’ufficio sta nella necessità di impedire che la decisione giudiziale possa fondare la validità o la provvisoria efficacia di un negozio nullo, a danno di quegli interessi ultraindividuali tutelati dalla stessa sanzione di nullità. Quindi, la Corte di Cassazione, da un lato, rafforza la tutela concessa alla parte debole, che proprio a causa della sua strutturale posizione di minor difesa potrebbe non essere in grado di avvantaggiarsi della tutela - evitando comunque che la controparte possa abusarne grazie alla legittimazione ristretta - dall’altro, implicitamente ammette che il contraente protetto possa mantenere consapevolmente in vita il contratto benché affetto da nullità³⁶⁰.

Come si è anticipato, la sentenza della Suprema Corte si ispira a quanto statuito dalla Corte di giustizia nella decisione “Pannon”³⁶¹ nella quale, ribadendo quanto espresso nel caso “Océano Grupo Editorial”³⁶², in tema di clausole vessatorie, conferma che “il giudice nazionale deve esaminare d’ufficio la natura abusiva di una clausola contrattuale a partire dal momento in cui dispone degli elementi di diritto e di fatto necessari a tal fine. Se esso considera abusiva una siffatta clausola, non la applica, tranne nel caso in cui il consumatore vi si opponga”. Il punto centrale della sentenza si riferisce non solo all’obbligo del giudice nazionale di rilevare tale nullità, ma nella facoltà del consumatore di non avvalersene, cosicché vengano al contempo garantiti sia gli interessi particolari sia gli interessi generali posti a fondamento della nullità³⁶³.

Inoltre, si evita la c.d. soluzione della terza via³⁶⁴, *i.e.* le decisioni basate sull’esistenza di una causa di nullità non sottoposta al contraddittorio delle parti, che è stata esclusa

³⁶⁰ L. DELLI PRISCOLI, *La rilevabilità d’ufficio delle nullità di protezione, contraente “debole” e tutela del mercato*, cit., p. 978.

³⁶¹ Cort. Giust. 4 giugno 2009 C-243/08, con nota di S. MILANESI, *Le pronunce Pannon e Eva Martìn Martìn sulla rilevabilità d’ufficio della nullità di protezione*, in *Giur. Comm.*, 2010, V, p. 794 ss.; J. STUYCK, *Case C-243/08, Pannon GSM Zrt. v. Erzsébet Sustikné Györfi, Judgment of the Court (Fourth Chamber) of 4 June 2009, not yet reported and Case C-40/08, Asturcom Telecomunicaciones SL v. Maria Cristiba Rodriguez Nogueira, judgment of the Court (First Chamber) of 6 October 2009, not yet reported*, in *Common Market Law Review*, Issue 3, 2010, p. 879 ss.

³⁶² Corte Giust. 27 giugno 2000, cause riunite C-240/98 e C-244/98, con nota di A. ORESTANO, *Rilevabilità d’ufficio della vessatorietà delle clausole*, in *Eu. Dir. Priv.*, 2000, p. 1183 ss.

³⁶³ S. MILANESI, *Le pronunce Pannon e Eva Martìn Martìn sulla rilevabilità d’ufficio della nullità di protezione*, cit., p. 794 ss.

³⁶⁴ S. MILANESI, *Le pronunce Pannon e Eva Martìn Martìn sulla rilevabilità d’ufficio della nullità di protezione*, cit., p. 805.

dalla Corte di Cassazione³⁶⁵. In particolare, gli Ermellini hanno chiarito che “il n. 3 dell'art. 183 c.p.c. ... esprime pienamente il principio del contraddittorio che governa il processo. Contraddittorio che il giudice deve far osservare e deve osservare egli per primo, tant'è che deve significare alle parti le questioni che ritiene rilevino, cosicché non possano trovarsi di fronte ad una decisione a sorpresa, adottata sulla base di una terza via rispetto a quelle alternativamente da esse sostenute”. Per giunta, provocare il contraddittorio sulla *quaestio nullitatis*, permette al giudice di conformare la propria decisione alla realizzazione dell'interesse di cui il contraente protetto è portatore³⁶⁶.

In conclusione, nella ricostruzione proposta dalla Corte i punti essenziali qui rilevanti sono tre: la rilevabilità d'ufficio è un *proprium* della nullità di protezione, come di tutte le altre nullità; il fondamento della rilevabilità officiosa si rinviene nella tutela di interessi generali, costituzionalmente rilevanti, insieme agli interessi particolari o seriali; una volta rilevata la nullità, la legittimazione ristretta della nullità di protezione ne impedisce la dichiarazione se questa non è voluta dal contraente protetto³⁶⁷.

La Suprema Corte³⁶⁸ ha avuto occasione di applicare i principi statuiti nella sentenza delle Sezioni Unite alla materia dei contratti di investimento. Nel caso di specie la Corte ha stabilito che, ove sia stata dedotta dall'investitore la nullità dei soli ordini di investimento, deve escludersi che il giudice, anche in sede di appello, possa rilevare d'ufficio la nullità del contratto quadro per difetto del requisito della forma scritta.

A tal proposito, la Suprema Corte ha, innanzitutto, rilevato che, nonostante il contratto quadro e i singoli ordini siano indubbiamente legati, atteso che il primo contiene il regolamento del funzionamento del rapporto negoziale, mentre i secondi ne sono l'esecuzione, cionondimeno entrambi sono espressione di “una singolare manifestazione di volontà e sono così dotati di una propria autonoma individualità”. Questo, naturalmente, comporta che la nullità del contratto quadro investa a cascata i singoli

³⁶⁵ Cass., 21 novembre 2001, n. 14637, in *Giur. it.*, 2002, p. 1363 ss., con nota di S. CHIARLONI, *La sentenza “della terza via” in Cassazione: un altro caso di formalismo delle garanzie?*; Cass. 9 giugno 2008, n. 15194, in *Giur. it.*, 2009, p. 910 ss.; Cass., 22 marzo 2007, n. 6945, in *Impresa*, 2007, p. 1521 ss.

³⁶⁶ A. ARDUINI, *La nullità di protezione tra legittimazione relativa all'azione e rilevabilità d'ufficio condizionata*, cit., p. 691 ss.

³⁶⁷ R. ALESSI, “Nullità di protezione” e poteri del giudice tra Corte di Giustizia e sezioni unite della Corte di cassazione, cit., p. 1166, la quale (*ivi*, p. 1165 e ss.) ha, tuttavia, segnalato l'esistenza di interrogativi a cui la sentenza non dà risposta. In particolare, la sentenza non specifica le ripercussioni, sul piano sostanziale, di un eventuale rilevazione della nullità che però non è seguita dalla sua dichiarazione, per espressa volontà del contraente protetto. La compatibilità tra legittimazione ristretta e rilevabilità d'ufficio è, infatti, spiegata solo in termini processuali mediante “la scomposizione del ruolo del giudice”. Lo stesso rilievo è sollevato per quanto riguarda la sentenza della Corte di giustizia, cfr. MILANESI S., *Le pronunce Pannon e Eva Martin Martin sulla rilevabilità d'ufficio della nullità di protezione*, cit., p. 805.

³⁶⁸ Cass., Sez. Un., 7 maggio 2013, n. 10531, in *Giur. it.*, 2013, 12, p. 2481 ss., con nota di A. CIATTI, *L'accettazione dell'eredità con beneficio d'inventario e il regime delle preclusioni: un revirement soltanto annunziato*.

ordini, ma non è necessariamente vero il contrario, *i.e.* la nullità dell'ordine non incide sulla validità del contratto normativo.

Perciò, qualora l'investitore non abbia allegato un'apposita eccezione di invalidità del contratto quadro, la pronuncia di nullità non potrà che riguardare i singoli ordini di investimento oggetto della domanda.

La Corte riconosce che, secondo la pronuncia delle Sezioni Unite - 12 dicembre 2014, n. 26242 - il giudice, in caso di mancata rilevazione officiosa, in primo grado, di una nullità contrattuale, ha sempre la facoltà di procedere a siffatto rilievo. Tuttavia, la sentenza gemella - Sez. Un., 12 dicembre 2014, n. 26243 - ha precisato che, in sede di appello, il *thema decidendum* resta definitivamente cristallizzato dal contenuto della decisione impugnata e che vige il principio di inammissibilità di domande nuove *ex* articolo 345 c.p.c. Di conseguenza, il giudice d'appello investito di una domanda nuova finalizzata ad ottenere l'accertamento della nullità contrattuale dovrà dichiararla inammissibile, potendo essa soltanto convertirsi in eccezione di nullità. Infatti, nella sentenza in commento si ricorda che le Sezioni Unite hanno ammesso le eccezioni in senso lato, anche in appello, purché siano documentate *ex actis*, indipendentemente da specifica allegazione di parte. Perciò, tali eccezioni possono essere proposte dalla parte interessata nel giudizio d'appello, purché i fatti sui quali esse si fondano, quantunque non precedentemente allegati dalla stessa parte, emergano dagli atti del giudizio. Nel caso di specie, ciò non era avvenuto e la Corte ha quindi ritenuto priva di fondamento la tesi della rilevazione officiosa.

Alla luce di quanto sopra rilevato, si osserva³⁶⁹ che non sembrano esserci al momento spazi per l'applicabilità della "soluzione Pannon" nell'ambito dei contratti di investimento.

Infatti, l'unico caso in cui possa prospettarsi l'eventualità di una rilevazione d'ufficio farebbe riferimento ai casi in cui il cliente, in caso di nullità del contratto quadro per violazione dell'onere di forma, abbia "selezionato" gli ordini di cui chiedere la caducazione, non comprendendo nel giudizio quelli ritenuti pregiudizievoli.

Tuttavia, anche si verificasse tale ipotesi, l'intervento d'ufficio del giudice nel dichiarare la nullità del contratto quadro, sarebbe contrario, da un lato, al principio della domanda *ex art* 112 c.p.c., quindi, il giudice non potrà pronunciarsi sul relativo diritto, dall'altro, all'interesse del cliente, *condicio sine qua non* della rilevabilità d'ufficio della nullità di protezione, secondo quanto statuito dalle Sezioni Unite.

Ciononostante, la decisione delle Sezioni Unite sulla rilevabilità d'ufficio deve considerarsi un importante canone interpretativo per la nullità prevista dall'art. 23 t.u.f., certamente riconducibile nel novero delle nullità di protezione, come effettivamente riconosciuto dalla giurisprudenza di legittimità che a breve si andrà ad analizzare. Riconosce, infatti, che la *ratio* che accomuna tutte le nullità di protezione, a differenza

³⁶⁹ B. PETRAZZINI, *Percorsi di giurisprudenza - La prestazione di servizi e attività di investimento*, in *Giur. it.*, 2017, 2, p. 500 ss.

della nullità relativa di diritto comune, trova il suo fondamento negli interessi non solo particolari, ma anche generali dell'ordinamento, in una sintesi interpretativa che consente al giudice di rilevare d'ufficio l'invalidità, al pari della nullità assoluta, pur senza dichiararla, potendosi così approdare alla terza e ultima fase dell'analisi proposta.

4. La nullità del contratto sottoscritto da una sola delle parti: tra forma informativa e nullità di protezione. Un problema nato dalla prassi.

Come sopra illustrato, i contratti di investimento sono caratterizzati da una conformazione bifasica che richiede prima la stipulazione in forma scritta del contratto quadro, disciplinante il rapporto tra cliente e intermediario, e, in secondo luogo, l'esecuzione degli ordini impartiti anche oralmente dal cliente al fine di realizzare le singole transazioni finanziarie.

Si ritiene che la prescrizione formale riguardi il contenuto minimo, obbligatorio prescritto dal legislatore, del regolamento convenzionale - quindi "le pattuizioni relative agli effetti che caratterizzano il contratto sul piano tipologico" - che deve sgorgare dal testo³⁷⁰.

L'articolo 23 t.u.f. non disciplina però il procedimento negoziale che porta alla conclusione del contratto sulla prestazione dei servizi di investimento, sicché si è diffusa una prassi che non prevede la contestuale sottoscrizione del medesimo accordo contrattuale³⁷¹. In particolare, la conclusione dell'accordo avviene attraverso il metodo dello scambio di una proposta - imputabile al cliente, ma predisposta dall'intermediario - e di separata lettera di accettazione da parte dell'intermediario secondo lo schema dell'art. 1326 c.c.

Parte della dottrina³⁷² ha criticato l'instaurazione di tale prassi, ritenendo che l'obbligo di consegna di un "esemplare" al cliente richieda la predisposti due originali del testo contrattuale, sottoscritti da entrambe le parti, poiché, diversamente, l'intermediario non potrebbe dimostrare l'identità del contenuto della proposta e dell'accettazione essendosi privato della copia, pur rispettando l'obbligo di consegna, mentre al contrario, la

³⁷⁰ In questo senso, P. GAGGERO, *Neoformalismo negoziale di "protezione" e struttura della fattispecie contrattuale*, in *Contratto e impresa*, 2016, fasc. 6, p. 1470.

³⁷¹ Sul punto, R. MARAGNO, *La nullità del contratto di intermediazione di valori mobiliari per difetto di sottoscrizione dell'intermediario*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2010, 9 p. 932.

³⁷² Su questi aspetti, I. DELLA VEDOVA, *Perfezionamento e prova del contratto di prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 508, il quale fa notare che non sarebbe verosimile immaginare che il cliente produca per sé una copia della proposta; anche se ciò avvenisse, "avendo il cliente «auto-realizzato» la soddisfazione dell'interesse a disporre di una copia del documento", non sarebbe comunque soddisfatto l'obbligo imposto dall'art. 23 TUF.

trasmissione di una accettazione che rinviasse al contenuto della proposta finirebbe per comportare l'inadempimento di tale obbligo³⁷³.

Tuttavia, la forma *ad substantiam* disciplinata dall'art. 1350 c.c. non richiede che la volontà contrattuale si formi mediante "la sottoscrizione di un documento cartolarmente unico, sicché il documento, contenente tutti gli estremi del contratto, e 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" anche cronologicamente "se inscindibilmente collegato al primo, sì da evidenziare inequivocabilmente l'incontro dei consensi nella suddetta forma"³⁷⁴. Assumendo, naturalmente, che mentre la comunicazione dell'atto non sia sottoposta ad oneri formali, l'obbligo debba essere assolto sia dalla proposta che dall'accettazione³⁷⁵. Con la predisposizione quindi di più copie della proposta e dell'accettazione, si risolverebbero i problemi invocati dalla dottrina menzionata in merito alla prova dell'identità del contenuto.

Pertanto, non è attorno a questo punto che è esploso il contenzioso tra clienti e intermediari. Il numero dei casi registrati in giurisprudenza è divenuto tanto seriale da poter essere delineato come un singolo ed identico caso concreto: il cliente agisce in giudizio deducendo la nullità per vizio di forma del contratto quadro in conseguenza dell'assenza della sottoscrizione dell'intermediario, invocando tuttavia l'invalidità dei soli ordini di investimento che abbiano avuto conseguenze patrimoniali per lui negative. Nella prospettazione dell'investitore, La dichiarazione di nullità del contratto quadro è idonea a riverberarsi, a cascata, su tutti i successivi ordini di investimento, con conseguente diritto alla restituzione della provvista finanziaria utilizzata per finanziare

³⁷³ In questo senso, G. ALPA, *Commento all'art. 23 t.u.f.*, in *Commentario al d.legis. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, p. 258; ATELLI, *Commento all'art 23*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 2004, p. 201; ROVITO-PICARDI, *Commento all'art 23*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario. Intermediari e Mercati*, a cura di M. Campobasso, Torino, 2002, p. 199 ss.

³⁷⁴ Cass., 13 luglio 1993, n. 7747, in *Rep. Foro it.*, 2004, voce *Contratto in genere*, n. 315. Concordano con questo orientamento tra le altre, Cass., 23 dicembre 2004, n. 23966, *Rep. Foro it.*, 1993, voce *Contratto in genere*, n. 315; Cass., 13.2.2007, in *Mass. Giust. civ.*, 2007; Cass., 19.11.1991, n. 12411, *ivi*, 1991; Cass., 11.5.1983, n. 3262, *ivi*, 1983.

La dottrina perviene alle stesse conclusioni quando si tratta della disciplina sulla conclusione a distanza del contratto, la quale comporta la manifestazione non contestuale dell'incontro di volontà - in particolare, R. LENER, Trib. Torino 27 gennaio 1962 (nota a sentenza) in *Foro it.*, I, 1964, 1782.

³⁷⁵ C. M. BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Giuffrè, 2000, p. 287 ss. Inoltre, l'A. ricorda che la manifestazione della volontà purché scritta ed attuale (non bastando né l'esecuzione del contratto né una dichiarazione probatoria) può essere anche tacita, poiché si deve distinguere tra il requisito della forma scritta e quello della forma espressa, che è previsto dal legislatore solo in casi eccezionali. Non sono considerabili manifestazioni tacite della volontà i documenti meramente probatori, come avviene per la quietanza che si limita a richiamare il contratto concluso e ne presuppone, quindi, l'esistenza. Così anche F. GALGANO, *Il contratto in generale*, in *Trattato di diritto civile*, II, Padova, 2010, p. 247 ss.

l'operazione di investimento, maggiorata dagli interessi legali decorrenti, in caso di malafede dell'intermediario, dal giorno stesso del prelievo *ex art.* 2033, oppure, dal giorno della notifica dell'atto introduttivo³⁷⁶.

Di contro, l'intermediario finanziario, che non è in grado di rinvenire una copia del contratto recante entrambe le sottoscrizioni, tende ad esibire copia del medesimo testo in possesso del cliente, invocando comunque l'avvenuta conclusione del rapporto contrattuale e affermando la non sussistenza dell'invalidità proponendo argomentazioni che consentano di superare l'assenza della propria sottoscrizione.

La *querelle* ha reso dunque necessario verificare l'applicabilità della disciplina generale del contratto contenuta nel codice civile al Testo unico della finanza, giacché l'art. 23 t.u.f. non detta la disciplina dell'invalidità limitandosi a prescrivere la legittimazione relativa.

4.1 Tra esistenza e inesistenza di validi equipollenti della sottoscrizione: i precedenti giurisprudenziali

Come anticipato, l'art. 23 t.u.f. si limita a prevedere la stipulazione di un contratto mediante "redazione per iscritto", unita alla consegna dell'esemplare, e la sanzione della nullità in violazione della prescrizione. Proprio dall'espressione "redatto per iscritto", in assenza di specificazioni ulteriori con conseguente operatività del codice civile quale custode del diritto generale dei contratti, si dedurrebbe (e si è a lungo dedotto) in automatico che la norma prescriva una forma scritta, intesa non solo come "aspetto manifestativo dell'atto, contrapposto al suo contenuto"³⁷⁷, ma anche come condizione di validità dell'atto negoziale alla luce di una vincolatività prevista sotto "pena di nullità". La fattispecie richiederebbe, dunque, una forma *ad substantiam* risultante dal combinato disposto degli artt. 1325, n. 4, e 1418 co. 2, quale requisito "strutturale" del negozio. Di conseguenza, la previsione della forma "vincolata"³⁷⁸, secondo l'insegnamento tradizionale, comporterebbe la redazione di un documento³⁷⁹, inteso come scrittura

³⁷⁶ R. MARAGNO, *La nullità del contratto di intermediazione di valori mobiliari per difetto di sottoscrizione dell'intermediario*, cit., p. 932 ss.

³⁷⁷ ADDIS, *op. cit.*, p. 618

³⁷⁸ B. CARPINO, *Scrittura privata*, in *Enc. dir.*, XLI, Milano, 1989, p. 810 ss., "quando si parla di forma necessaria ... ci si riferisce a quel singolo atto negoziale nel quale alla volontà non è dato manifestarsi se non in una forma e con quella forma; in altri termini la sintesi tra contenuto e forma è indissolubile con riferimento ad uno specifico atto negoziale".

³⁷⁹ Intendendosi che "il fatto giuridicamente rilevante, ossia nella specie il contratto, sia prodotto mediante grafemi in un foglio di carta", seguendo "il tradizionale trinomio degli elementi costitutivi del documento quale *res signata*: il supporto materiale, il segno in esso contenuto, la realtà esterna intravista attraverso il segno", G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e "forma informativa" nei contratti del mercato finanziario*, in

privata³⁸⁰ ex art. 1350 c.c. che, in applicazione degli artt. 2702 e 2708 c.c.³⁸¹, dovrà contenere le “dichiarazioni” - la manifestazione espressa di volontà - e la sottoscrizione dei dichiaranti - un insieme di grafemi idonei ad individuare la paternità del documento, facendo essi riferimento al nome e cognome di chi lo ha sottoscritto³⁸².

Partendo da questo apparato concettuale, un primo orientamento dottrinale e giurisprudenziale si è diviso sostenendo o la radicale nullità del contratto quadro e dei relativi ordini per violazione del requisito formale o la validità del contratto in considerazione della non insostituibilità della sottoscrizione.

Il primo indirizzo muove dalla funzione della “sottoscrizione”, la quale non si limiterebbe a determinare, così come parrebbe dalla lettura dell’art. 2702 c.c., la piena prova della provenienza della dichiarazione, ma è un “autonomo atto giuridico”, che “non è funzionale (solo) alla dichiarazione di volontà ma anche alla documentazione di tale volontà”³⁸³. In definitiva, la sottoscrizione è anche il mezzo attraverso il quale un soggetto assume i vincoli e le responsabilità di quanto espresso nel documento stesso³⁸⁴. La firma, dunque, è criterio e tecnica di imputazione dell’atto a chi l’abbia apposta, “sicché, se la forma scritta sul piano oggettivo è la modalità con cui l’atto deve exteriorizzarsi e, dal punto di vista soggettivo, è il modo con cui la volontà delle parti deve manifestarsi all’esterno, sul piano strutturale la sottoscrizione è il segmento conclusivo del procedimento di valido perfezionamento del vincolo contrattuale”³⁸⁵. Ne consegue che un atto negoziale privo di sottoscrizione non può acquistare rilevanza giuridica in quanto equivale a rifiutare la paternità del documento e perciò della dichiarazione³⁸⁶.

www.dirittobancario.it, p. 132 e *ivi* nt. 17. L’A. si riferisce il particolare a A. CANDIAN, *Documento e documentazione (teoria gen.)*, in *Enc. Dir.*, XIII, Milano, 1964, 579 ss.

³⁸⁰ G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e “forma informativa” nei contratti del mercato finanziario*, cit., (nt.16), p. 132, ricorda l’orientamento secondo il quale l’art. 23 t.u.f. farebbe riferimento ad un onere di documentazione - a causa della dicitura “i contratti ... sono redatti per iscritto”- e non al significato ricavabile dall’art. 1350 c.c. Invece, l’A., giustamente, sottolinea la distinzione (posta da PATTI, *Documento*, in *Digesto civile*, Torino, 1991) tra lo scritto, *i.e.* il documento, e la forma scritta, *i.e.* l’attività dello scrivere, “di guisa che ‘forma scritta’ e ‘redazione per iscritto’ convergono sullo stesso significato dell’attività dello scrivere”.

³⁸¹ G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e “forma informativa” nei contratti del mercato finanziario*, cit., p. 133.

³⁸² Secondo la definizione fornita dalla dottrina, in assenza di una normativa. Cfr. S. LANDINI, *Formalità e procedimento contrattuale*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 58; B. CARPINO, *Scrittura privata*, cit., p. 805 ss.

³⁸³ G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e “forma informativa” nei contratti del mercato finanziario*, cit., p. 134.

³⁸⁴ Tanto è vero che in dottrina nel documento autografo si distinguono due fasi: la redazione del testo, che può essere svolta da terzi, e la sottoscrizione, che reca la dichiarazione del consenso. In questo senso, F. CARNELUTTI, *Studi sulla sottoscrizione*, in *Riv. dir. comm.*, 1929, p. 34 ss.

³⁸⁵ P. GAGGERO, *Neoformalismo negoziale di “protezione” e struttura della fattispecie contrattuale*, cit., p. 1481.

³⁸⁶ In questo senso B. CARPINO, *Scrittura privata*, cit., p. 805.

In alternativa a tale ricostruzione, un'altra posizione dottrinale³⁸⁷ ha proposto di invocare lo schema del contratto per condizioni generali ex art. 1341 c.c. che coinciderebbe con la prassi sviluppatasi nell'ambito dell'intermediazione in cui l'aderente alle condizioni generali, da lui predisposte, invita il cliente ad effettuare le proposte contrattuali, la quale - redatta sempre dal soggetto abilitato - viene sottoscritta dall'intermediario e sottoposta al predispone *inter absentes*, con scambio di corrispondenza.

Si è però osservato che, considerando che non tutti gli interpreti collocano l'art. 1341 c.c. nell'ambito delle regole sull'integrazione del contratto e non sulla formazione, tale soluzione risolverebbe "il differente problema della vincolatività, per l'aderente, di un regolamento contrattuale, non espressamente accettato, ma pur sempre conoscibile, così incidendo sul grado di partecipazione dei contraenti all'elaborazione del regolamento medesimo"³⁸⁸. Perciò, la norma, ancorché ammetta che una dichiarazione espressa non sia necessaria in ordine all'inserimento delle clausole generali nel regolamento contrattuale, non esclude la necessità di un accordo tra le parti al fine del perfezionamento del vincolo contrattuale³⁸⁹. L'accordo di base scritto, si afferma, è "il requisito minimo prescritto dal Testo Unico"³⁹⁰, ponendosi, altrimenti, un divieto di agire in capo all'intermediario finanziario.

La critica non è però del tutto convincente giacché la modalità di conclusione del contratto mediante la predisposizione delle condizioni generali – prassi oltremodo diffusa nell'ambito bancario e finanziario (e non solo) – non esclude la sussistenza di un accordo tra le parti, ma lo presuppone. La manifestazione di volontà si deduce, per l'intermediario, dalla predisposizione e, per il cliente, dall'adesione, non essendo richiesto l'incontro della proposta dell'accettazione, come seconda e distinta dichiarazione, per il raggiungimento dell'accordo negoziale³⁹¹. In dottrina, del resto, già tempo addietro si scriveva "che il declino dell'accordo - derivante dalla crisi della parola e del dialogo - dissolve il contratto nella combinazione di due atti unilaterali: atti leciti, dell'espone e del preferire, richiedenti soltanto la riferibilità ad un autore e la naturale capacità d'intendere e di volere. Le parti

³⁸⁷ Per tutti, M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 466 ss. Di seguito nel testo si propone la ricostruzione effettuata dall'autore.

³⁸⁸ A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, in *Corriere. Giur.*, 2016, 8-9, p. 1123.

³⁸⁹ F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, ESI, Napoli, 2009, p. 907.

³⁹⁰ A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, cit., p. 1123.

³⁹¹ Una conferma di quanto detto si trova nelle parole di S. PAGLIANTINI, *Il contratto monofirma nella prospettiva dell'art. 1341 cod. civ.*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2018, 5, p. 731, che scrive in proposito "Maggiolo, ben diversamente, sostiene che a) siccome l'art. 23 t.u.f. non impone uno schema formativo specifico visto poi, come in effetti è, che la prassi bancaria b) è solita concludere il suddetto contratto nel modo di cui all'art. 1341, c'è allora da porre mente al fatto c) che, nello schema base dell'art. 1341, l'accordo non è la risultante di due dichiarazioni espresse di volontà".

dello scambio assumono decisioni, che *nascono e restano separate*: esse non si fondono né disperdono nella sintesi dell'accordo"³⁹².

Le argomentazioni proposte dagli intermediari per superare l'invalidità del contratto quadro sono molteplici e a riguardo le corti di merito si sono espresse in modo non sempre costante.

In primo luogo, può citarsi il tentativo di far valere l'orientamento giurisprudenziale che considera la produzione in giudizio del contratto come equipollente della sottoscrizione mancante nella scrittura privata³⁹³. Il meccanismo consentirebbe di sostituire la sottoscrizione con l'atto di citazione o le scritture difensionali che svolgano la funzione di accettazione, mediante la richiesta di adempimento delle obbligazioni del contratto. Tale interpretazione vorrebbe così replicare lo schema del contratto concluso a distanza o tramite documenti tra loro separati, ma comunque collegati.

Parte della dottrina³⁹⁴ ha criticato tale elaborazione, in quanto, oltre ad essere difficilmente compatibile con la forma *ad substantiam*, provocherebbe un'incertezza

³⁹² N. IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2, 1998, p. 360.

³⁹³ Si intende, purché prima della produzione non sia sopravvenuta morte, incapacità o revoca del consenso della controparte Cass., 1° giugno 2004, n. 10484, in *Resp. Foro It.*, 2004, voce *Contratto in genere*, n. 334; Cass., 7 luglio 1988, n. 4471, in *Giust. civ. Mass.*, 1992; Cass. 23 aprile 1981, n. 2415, in *Rep. Foro it.*, 1981, voce "*Contratto in genere*", n. 87. *Contra*, BERTOLINI A., *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina dell'investitore. Perequazione informativa e opportunismo rimediabile?*, in *Resp. Civ.*, 2010, p. 2336, in quanto si configurerebbe un'incertezza dovuta, da un lato, alla mancata conclusione del contratto che perdura fino alla produzione in giudizio e, dall'altro, all'impossibilità di individuare il momento da cui far decorrere gli effetti. Infatti, il contratto recante la sottoscrizione di una sola delle parti si perfeziona tardivamente in giudizio con effetti, quindi, *ex nunc*. In questo modo, si salva il requisito formale del negozio, declassandolo, tuttavia, a mera proposta contrattuale. Al fine di evitare la violazione dell'art. 1326 c.c., il quale prevede un termine per l'accettazione, è necessario che le parti vogliano mantenere in vita il contratto. Ciò significa che il giudizio dovrà essere proposto o dalla parte che non abbia ancora sottoscritto il testo contrattuale o dalla parte che abbia già apposto la propria sottoscrizione, purché la controparte vi acconsenta. Inoltre, si fa notare che, "non vi sarebbe alcuna differenza tra una reiterazione dell'attività negoziale e l'operare di questa elaborazione", assunto che gli effetti decorrono solamente dalla produzione in giudizio, impedendo la sanatoria della nullità per il passato. Secondo V. TIMPANO, *La produzione in giudizio come equipollente della sottoscrizione*, in *Contratti*, 2000, 12, p. 1098. sottolinea l'incoerenza della produzione in giudizio con la funzione tipica del processo di azionare diritti già sorti, in quanto "il contratto verrebbe a perfezionarsi *post litem motam*, e così si finirebbe per ammettere la possibilità di intentare un'azione a tutela di un diritto che non esiste, non essendo ancora completata la sua fonte costitutiva". Secondo, Trib. Vigevano, 8 maggio 2009, in *www.ilcaso.it*. In "venuta meno la volontà di uno dei contraenti" tramite la domanda di nullità "risulterebbe impossibile la formazione dell' *in idem placitum consensus*, indispensabile perché possa venire a giuridica esistenza la fattispecie negoziale".

³⁹⁴ A. BERTOLINI, *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina dell'investitore. Perequazione informativa e opportunismo rimediabile?*, cit., p. 2336.

L'A. cita anche B. CARPINO, *Scrittura privata*, cit., p. 810 ss., secondo il quale la produzione in giudizio sarebbe comunque incompatibile in caso di forma *ad substantiam* e nei casi in cui la volontà sia manifestata per iscritto. In particolare, secondo l'A. "quando si parla di forma necessaria ... ci si riferisce a quel singolo atto negoziale nel quale alla volontà non è dato manifestarsi se non in una forma e con quella forma; in altri

dovuta alla mancata conclusione del contratto che perdura fino alla produzione in giudizio, perfezionandosi tardivamente in giudizio con effetti, quindi, *ex nunc*. In questo modo, si salva il requisito formale del negozio, declassandolo, tuttavia, a mera proposta contrattuale.

La giurisprudenza di merito tende a escluderne l'operatività della fattispecie al fine di sopperire alla mancata sottoscrizione del contratto da parte della banca. Infatti, affinché l'istituto possa integrare efficacemente il processo di formazione del contratto, è necessario prima di tutto che il consenso di colui che ha sottoscritto il contratto non sia stato *medio tempore* revocato³⁹⁵, ma la domanda di nullità rende "impossibile la formazione dell'*in idem placitum consensus*"³⁹⁶.

Pertanto, la formazione giudiziale del contratto non sarebbe in grado di sanare la violazione del vincolo formale stabilito dall'art. 23 t.u.f., il quale prescrive la conclusione del contratto quadro *prima* dell'esecuzione delle singole operazioni di investimento.

Il tentativo di dar prova della validità del rapporto negoziale è rappresentato dal rimedio della conclusione del contratto per fatti concludenti non ha suscitato maggiore consenso in giurisprudenza. Infatti, i giudici negano che il sol fatto di aver dato esecuzione, anche per anni, al contratto nullo possa sopperire l'assenza della forma scritta. Infatti, a norma dell'art. 1423 c.c., il contratto nullo non può essere convalidato, se la legge non dispone diversamente³⁹⁷.

termini la sintesi tra contenuto e forma è indissolubile con riferimento ad uno specifico atto negoziale". Concordi con questo orientamento, tra gli altri: COMOGLIO, *Le prove*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, 1985, XIX, p. 272 ss.; STOLFI, nota a Cass., 26 febbraio 1937, n. 560, in *Foro it.*, 1937, p. 844 ss.; BARBERO, *Sulla produzione in giudizio di scrittura privata non sottoscritta*, in *Foro pad.*, 1951, p. 1251 ss.; COLESANTI, *Sulla formazione giudiziale dei contratti solenni*, in *Riv. dir. proc.*, 1964, p. 637 ss.

³⁹⁵ Sul punto, C. M. BIANCA, *Diritto Civile*, III, *Il contratto*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 294. Bisogna ricordare, tuttavia, che qualora la domanda giudiziale sia stata proposta da colui che non è sottoscrittore, la Suprema Corte - in Cass. 7 agosto 1992, n. 9374, *Rep. Foro it.*, 1993, voce *Contratto in genere*, n. 321 - ha ritenuto che l'eccezione di nullità del negozio in giudizio non è idonea a impedire la conclusione del contratto. A tal proposito A. BERTOLINI, *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina dell'investitore. Perequazione informativa e opportunismo rimediale*, cit., p. 2341, nota che "volendo seguire l'argomentazione logica della giurisprudenza sul punto, sembra doversi considerare la manifestazione di volontà implicita nell'atto di citazione, volto ad azionare i diritti nascenti dal contratto, come accettazione di una proposta - fino ad allora - mai revocata"; dunque, la proposta non è considerata tempestiva.

³⁹⁶ V. TIMPANO, *La produzione in giudizio come equipollente della sottoscrizione*, cit., p. 1094. Nella giurisprudenza, si veda tra le altre, Trib. Firenze, 31 maggio 2013, in *www.ilcaso.it*; Trib. Vigevano, 8 maggio 2009, in *www.ilcaso.it*. In dottrina, tra gli altri, BERTOLINI A., *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina dell'investitore. Perequazione informativa e opportunismo rimediale*, cit., p. 2341 ss.; I. DELLA VEDOVA, *Perfezionamento e prova del contratto di prestazione di servizi di investimento*, cit. p. 505 ss.

³⁹⁷ Cfr. ad esempio, Trib. Bologna, 27 marzo 2012, in *www.ilcaso.it*; Trib. Vigevano, 8 maggio 2009, *ivi*; Trib. Reggio Emilia, 14 maggio 2013, *ivi*; Trib. Torino, 5 gennaio 2010, *ivi*; Trib. Napoli, 22 gennaio 2015, in *Banca Borsa*, 2016, II, p. 16 ss.

Come può leggersi nei lavori preparatori al codice civile, la norma esprime uno dei più sicuri tratti di identificazione del contratto nullo: *i.e.* il fatto che sia insanabile per mezzo di strumenti rimessi all'autonomia dispositiva di una delle parti o di terzi³⁹⁸. La dottrina dominante, dunque, ritiene che la norma sancisca l'insanabilità del contratto nullo, poiché ne è esclusa - pur non in termini assoluti - la convalida. Ciò deriva dalla natura di norma regolare dell'art. 1423 c.c. e di norme eccezionali, e quindi non suscettibili di applicazione analogica, delle deroghe normative al principio di inconvincibilità, che va a identificarsi con il principio di insanabilità, quale regola di sistema³⁹⁹. Dunque, l'unico strumento utile al fine di recuperare l'atto nullo è la c.d. rinnovazione, cioè la replica del contratto corretto dal vizio formale⁴⁰⁰. Tale atto, però, non ha efficacia sanante e ha effetti esclusivamente *ex nunc*.⁴⁰¹

L'orientamento in commento, quindi, si rifà a questo insegnamento dogmatico quando afferma che il comportamento concludente non è in alcun modo idoneo a sopperire al difetto di forma derivante dall'assenza della sottoscrizione, posto che il contratto nullo non è in alcun modo suscettibile di convalida *ex art.* 1423⁴⁰².

Del tutto opposto e altrettanto diffuso è l'orientamento⁴⁰³ che rigetta la domanda di accertamento della nullità del contratto sottoscritto dal solo cliente. Le decisioni di cui si tratta basano le loro conclusioni sulla produzione di documenti scritti, idonei a integrare la manifestazione di volontà dell'intermediario finanziario in ordine alla conclusione del contratto.

Innanzitutto, si è fatto particolare riferimento alla presenza della sigla di un funzionario di banca sotto la dicitura "dichiara valide e raccolte a cura di queste dipendenze le firme apposte". Nel caso di specie, il collegio⁴⁰⁴ ha rilevato che la firma in questione, assunto che il funzionario non possa aver alcun potere certificativo, fosse idonea ad esprimere un'inequivoca esternazione della volontà negoziale del funzionario stesso, in nome e per conto dell'intermediario finanziario *ex art.* 2210 c.c. Dunque, dal momento che il fine della sigla è la convalida delle firme apposte al testo contrattuale, è piuttosto arduo affermare che sia stata espressa una *inequivocabile* volontà dell'intermediario all'accettazione della proposta. Tant'è che la decisione collega l'idoneità della firma ad elementi esterni alla stessa, quali la predisposizione del regolamento contrattuale da parte

³⁹⁸ S. PAGLIANTINI, BRANDANI, *Sub Art. 1423*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Della tutela dei diritti*, a cura di Navarretta, Orestano, Assago, 2011, p. 701.

³⁹⁹ S. PAGLIANTINI, BRANDANI, *Sub Art. 1423. cit.*, p. 702.

⁴⁰⁰ F. MESSINEO, *Il contratto in generale*, in *Trattato Cicu - Messineo*, Giuffrè. Milano, 1972, p. 391.

⁴⁰¹ S. PAGLIANTINI, BRANDANI, *Sub Art. 1423, cit.*, p. 708.

⁴⁰² Trib. Bologna, 27 marzo 2012, in *www.ilcaso.it*; Trib. Vigevano, 8 maggio 2009, *ivi*.

⁴⁰³ Trib. Reggio Emilia, 14 maggio 2013, in *www.ilcaso.it*; Cass., 22 marzo 2012, n. 4564, *ivi*; Trib. Rimini, 3 marzo, 2016, *ivi*; Trib. Milano, 21 febbraio 2012, *ivi*; Trib. Torino, 29 settembre 2010, *ivi*; Trib. Monza, 13 maggio 2012, *ivi*; Trib. Roma, 4 febbraio 2011, *ivi*; Trib. Napoli, 24 febbraio 2016, in *Banca Borsa*, 2016, II, Cass., 7 settembre 2015, n. 17740, in *www.dejure.it*; Trib. Arezzo, 23 dicembre 2010, *ivi*.

⁴⁰⁴ Cfr. Trib. Reggio Emilia, 14 maggio 2013, in *www.ilcaso.it*

della banca, l'efficacia del contratto non subordinata all'approvazione degli organi della banca, ed infine l'avvenuta esecuzione del contratto da entrambe le parti. Tuttavia, se la sigla fosse idonea di per sé ad essere considerata come valida sottoscrizione - quindi idonea a manifestare la volontà della banca - non sarebbe a quel punto necessario connetterla ad equipollenti o comportamenti concludenti.

Inoltre si è ritenuto che i documenti attestanti gli estratti conto e le conferme dell'avvenuta esecuzione delle disposizioni del cliente - relative ai rapporti menzionati nel contratto quadro - sottoscritti dal funzionario incaricato dall'istituto, sono idonei ad integrare il requisito formale imposto dall'art. 23 t.u.f., "rappresentando l'espressa accettazione delle proposte contrattuali sottoscritte dall'intermediario, attraverso la manifestazione scritta della volontà di darvi esecuzione". A tal proposito, tuttavia, si è giustamente obiettato⁴⁰⁵ che il richiamo alla documentazione relativa agli estratti conto e alle conferme delle disposizioni del cliente potrebbe essere idoneo solo se la forma scritta fosse richiesta *ad probationem*. Dunque, la documentazione in questione sarebbe sì sufficiente per dar prova dell'esistenza di un rapporto contrattuale, ma inadeguata ad integrare un elemento costitutivo del contratto

In un primo momento, questo orientamento è stato in parte condiviso dalla Suprema Corte⁴⁰⁶. In particolare, alcune pronunce di legittimità hanno statuito che, nel caso in cui le parti abbiano fatto ricorso alla tecnica di conclusione del contratto tramite lo scambio di corrispondenza, l'esibizione da parte della banca del documento contrattuale sottoscritto dal solo cliente può costituire prova del perfezionamento dell'atto negoziale.

Ciò è parso ragionevole, in primo luogo, perché si è tenuto conto del fatto che nel contratto stesso è dato atto dal cliente che "un esemplare del contratto ci è stato da voi consegnato". Ed allora la Corte ha considerato presumibile che il cliente stesso, in tali ipotesi, sia in possesso del documento sottoscritto dalla banca.

Inoltre, si è sostenuto che, a prescindere dalla presenza o meno di tale dichiarazione, non è necessaria la simultaneità delle sottoscrizioni dei contraenti. Invero, sia la produzione in giudizio della scrittura da parte di chi non l'ha sottoscritta, sia qualsiasi manifestazione di volontà del contraente che non abbia firmato, risultante da uno scritto diretto alla controparte e dalla quale emerge l'intento di avvalersi del contratto, realizzano un valido equivalente della sottoscrizione mancante, purché la parte che ha sottoscritto non abbia in precedenza revocato il proprio consenso ovvero non sia deceduta. Alla luce di quanto premesso, si ritiene, allora, che alla sottoscrizione possano sostituirsi in forma equivalente la comunicazione degli estratti conto, da cui si evidenziava la volontà dell'intermediario di avvalersi del contratto, con conseguente perfezionamento dello stesso.

L'orientamento in esame giunge a queste soluzioni, tenendo in considerazione le finalità e gli interessi protetti dal formalismo negoziale, al fine di evitare che clienti

⁴⁰⁵ D'AURIA, M. RIZZUTI, *Nullità contrattuali e intermediazione finanziaria*, in *Giur. it.*, 2015, 1059 ss.

⁴⁰⁶ Cass., 22 marzo 2012, n. 4564, in *www.ilcaso.it*; Cass. 7 settembre 2015, n. 17740 in *www.deiure.it*.

insoddisfatti, ma debitamente informati, possano avvantaggiarsi della nullità di protezione prevista dall'art. 23 TUF. Infatti, la condotta del cliente viene considerata opportunistica, quindi meritevole di essere censurata, sia quando le informazioni previste dalla disciplina di settore siano state, pur informalmente, fornite, sia di fronte ad un duraturo atteggiamento di non contestazione di fronte all'esecuzione del rapporto⁴⁰⁷.

Parte della dottrina sembra concordare con questa finalità, ritenendosi necessario "discernere i casi in cui vi sia stata un'effettiva conclusione formale del contratto, facendo ricorso a nozioni di comune esperienza per individuare i casi di mero opportunismo di una parte".⁴⁰⁸ Dunque, secondo questa dottrina il giudice dovrebbe intimare al cliente la produzione in giudizio della copia dell'accordo recante la sottoscrizione dell'intermediario, equiparando l'ipotesi di "smarrimento incolpevole del contratto" ex art. 2724, n. 3, a quella in cui la parte che abbia sottoscritto l'accordo abbia "callidamente trattenuto la dichiarazione dell'altro".⁴⁰⁹ In questo modo, infatti, le clausole sottoscritte dal cliente circa l'avvenuta consegna dell'accettazione potrebbero avere valore presuntivo o confessorio. Tuttavia, si è già rilevato la ragione per cui si esclude che l'ipotesi di consegna dell'accettazione al cliente possa essere equiparata ad un caso di smarrimento incolpevole del documento contrattuale. Infatti, il caso di specie si configura come un'ipotesi d'impossibilità di procurarsi la prova del contratto, laddove, da un lato è lo stesso intermediario finanziario a definire le modalità di conclusione dell'accordo e, dall'altro, la consegna dell'accettazione, oltre ad essere un atto necessario alla conclusione del contratto, è un atto volontariamente effettuato dall'intermediario stesso, circostanza che rende impossibile giudicarlo come un caso di smarrimento.

Tornando al precedente espresso dalle citate pronunce di legittimità, la stessa Corte di Cassazione, in due decisioni successive, afferma di non volervi più dare continuità. La Suprema Corte⁴¹⁰ ha confermato l'orientamento più restrittivo, dettando alcuni punti fermi che si possono così di seguito sintetizzare.

Si premette, innanzitutto, che la conclusione del contratto mediante lo scambio di proposta e accettazione - quindi mediante lo scambio di due documenti contrattuali del medesimo tenore, recanti ciascuno una sottoscrizione - non si scontra con l'onere della forma *ad substantiam*. Tale statuizione è certamente condivisibile, poiché nella disciplina

⁴⁰⁷ Così, A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, cit., p. 1121.

⁴⁰⁸ A. BERTOLINI, *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina dell'investitore. Perequazione informativa e opportunismo rimediabile*, cit., p. 2343, il quale si rifà all'opinione di R. LENER, in *Foro it.*, I, 1964 p. 1780 ss.

⁴⁰⁹ A. BERTOLINI, *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina dell'investitore. Perequazione informativa e opportunismo rimediabile*, cit., p. 2343.

⁴¹⁰ Cass., 24 marzo 2016, n. 5919, in www.dirittobancario.it; Cass., 11 aprile 2016, n. 7068, in www.ilcaso.it. Entrambe le sentenze sono commentate da TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, cit., p. 1110 ss.

di settore, dettata dal TUF, non si rinvencono deroghe alle disposizioni generali, né è prescritto un obbligo di conclusione tra presenti del contratto.⁴¹¹

Alla luce di quanto appena chiarito, la Corte esclude che la prova del contratto solenne possa essere fornita per il tramite di dichiarazioni unilaterali ricognitive del cliente circa l'avvenuta consegna di copia del contratto sottoscritta dall'intermediario, alla luce dei già menzionati limiti posti dal codice civile alla prova testimoniale, alla confessione, alla presunzione e al giuramento. In particolare, la Corte ritiene non integrata l'ipotesi della perdita incolpevole del documento *ex art. 2724 n. 3*, in quanto si tratta di un'ipotesi di consegna volontaria dell'atto "tanto più in una vicenda come quella in discorso, in cui non è agevole comprendere 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".

Inoltre, la Corte ha confermato che la produzione in giudizio del contratto, sottoscritto da una sola delle parti, quando ha il fine di invocare l'adempimento delle obbligazioni da esso scaturenti, è considerata come valido equipollente della sottoscrizione, purché non sia effettuata contro gli eredi né esprima una volontà contraria alla conclusione del contratto. Tuttavia, si precisa che tale istituto ha efficacia esclusivamente *ex nunc*, tant'è che non opera se l'altra parte ha *medio tempore* revocato la proposta⁴¹².

Perciò, si tratta di un meccanismo che nell'ambito della disciplina dell'intermediazione finanziaria non può operare, laddove in assenza di un preesistente contratto quadro, viene imposto, *ex art. 23 TUF*, "un divieto di agire, la cui inosservanza comporta la nullità dell'atto, pur se con il correttivo, a tutela del cliente circa la legittimazione a dedurre il vizio".⁴¹³

Di conseguenza, la S.C. conclude che non possono che rimanere senza effetti i successivi ordini di acquisto impartiti dal cliente in esecuzione di un contratto invalido. *A fortiori*, non è possibile far discendere la validità dell'ordine dal successivo perfezionamento del contratto quadro stante il divieto di convalida del contratto nullo *ex art. 1423 c.c.* Perciò, è superfluo verificare se la domanda di accertamento della nullità proposta dal cliente possa valere come revoca della proposta. Infine, per verificare l'anteriore perfezionamento del contratto, si considera irrilevante il comportamento tenuto dalla banca, relativo all'invio di documenti che attestino la volontà di avvalersi dell'accordo negoziale. Infatti, secondo la Corte "la forma scritta, quando è richiesta *ad substantiam*, è insomma elemento costitutivo del contratto, nel senso che 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

⁴¹¹ A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, cit., p. 1120.

⁴¹² Oppure perché la morte determina di regola l'estinzione automatica della proposta (v. art. 1329 c.c.) rendendola non più impegnativa per gli eredi.

⁴¹³ A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, cit., p. 1122.

delle parti diretta alla conclusione del contratto”⁴¹⁴. Di conseguenza, “il criterio ermeneutico della valutazione del comportamento complessivo delle parti, anche posteriore alla stipulazione del contratto stesso, non può evidenziare una formazione del consenso al di fuori dello scritto medesimo”⁴¹⁵.

Ebbene, la documentazione prodotta dalla banca può considerarsi posta in essere al solo fine di dare esecuzione al contratto il cui perfezionamento si intende dimostrare, perciò - qualificandosi come comportamento concludente - non è idonea a rappresentare quella necessaria estrinsecazione della volontà contrattuale.

Tali statuizioni non hanno avuto lunga vita giacché - sulla base di un orientamento dottrinale che postulava un nuovo *tertium genus* formale, “informativo” contrapposto alla tradizionale bipartizione tra forma *ad substantiam* e forma *ad probationem* – le Sezioni Unite hanno nuovamente ribaltato la prospettiva della giurisprudenza di legittimità.

4.2. La terza via: la forma informativa nei contratti di investimento e la pronuncia delle Sezioni Unite

La cd. “forma informativa” o “forma di protezione” si è proposta nel discorso giuridico come un nuovo *genus* incentrato sulla funzione informativa della forma, la quale realizza nuovi requisiti formali, che mutano il modo di intendere la forma contrattuale⁴¹⁶.

La nascita della teoria si fa risalire a quelle disposizioni che prevedevano un peculiare tipo di forma laddove la legge richiedeva il rilascio di una copia del contratto stipulato, sottoscritto o timbrato dall’organizzatore, senza però dare indicazioni sulla violazione di tal obbligo. Su queste basi la dottrina aveva ipotizzato l’esistenza di un *tertium genus* formale diverso rispetto alla forma *ad substantiam* e *ad probationem*, teso a garantire l’informazione del consumatore. In particolare, si sosteneva che l’assenza della sottoscrizione dell’imprenditore fosse giustificata dalla presenza del timbro richiamato dalla legge⁴¹⁷. Tuttavia, questa tesi viene meno a fronte dell’emanazione dell’art. 35 del cod. turismo, il quale prevede, infatti, che “il contratto di vendita di pacchetti turistici è redatto in forma scritta in termini chiari e precisi. Al turista deve essere rilasciata una copia del contratto stipulato e sottoscritto dall’organizzatore o venditore”. Di conseguenza, tale fattispecie contrattuale è coerente con quanto previsto dall’art. 2702 c.c. Lo stesso può dirsi per quanto riguarda i contratti di multiproprietà, per i quali la disciplina prevista dagli artt. 71 e 72 cod. cons. prevede, da un lato, la stipulazione di un

⁴¹⁴ Cass., 24 marzo 2016, n. 5919, in *www.dirittobancario.it*. In questo senso anche, Cass., 10 maggio 1996, n. 4400, in *Riv. notar.*, 1996, p. 1497 ss.

⁴¹⁵ Cass., 24 marzo 2016, n. 5919, in *www.dirittobancario.it*.

⁴¹⁶ *Amplius*, B. PASA, *La forma informativa nel diritto contrattuale europeo. Verso una nozione procedurale di contratto*, Jovene, Napoli, 2008.

⁴¹⁷ L. PIERALLINI, *I pacchetti turistici. Profili giuridici e contrattuali*, Giuffrè, Milano, 1998, 25 ss.

atto precontrattuale, non vincolante ai fini della conclusione, avente un contenuto informativo redatto su carta o altro supporto durevole facilmente accessibile al consumatore e, dall'altro, il contratto vero e proprio, che dovrà essere redatto in forma scritta a pena di nullità su carta o altro supporto durevole, senza ulteriori indicazioni circa la possibilità di derogare a quanto previsto dall'art. 2702 c.c.⁴¹⁸

Il dibattito, dunque, è scaturito originariamente da quel panorama legislativo europeo che mira ad eliminare o a ridurre le asimmetrie informative, che si pongono fisiologicamente nell'ambito dei rapporti tra consumatori e operatori professionali. In queste norme, la previsione di una forma scritta è improntata a logiche protettive cui però potrebbero conseguire effetti distorsivi, non perseguiti dal legislatore, con "il vantaggio di correggere un risultato che sarebbe "lesivo" della stessa forma informativa come criterio di *misura* del singolo rapporto contrattuale"⁴¹⁹.

Nell'ambito del problema dei contratti "monofirma", questo modo di concepire la forma consente di spostare la questione dall'imputazione del documento⁴²⁰, contenente le informazioni richieste dal legislatore, alla *ratio* informativa, così "avviando un percorso interpretativo dalla struttura alla funzione ... accreditando un'inconsueta prevalenza del connotato funzionale della previsione del requisito formale ... opera una riduzione dell'articolazione (o complessità) delle funzioni della forma vincolata, risolvendola nell'esclusività del fine di protezione d'una delle parti del rapporto negoziale"⁴²¹.

Pertanto, l'orientamento in esame guarda a questo dibattito e, facendo leva sull'approccio teleologico alla questione della forma, esprime un indirizzo più liberale di quello che esclude l'esistenza di equipollenti della sottoscrizione, ritenendo rispettata la forma scritta del contratto quadro quando esso sia sottoscritto dal solo cliente, poiché è nel suo interesse che tale forma è prescritta.

Dunque, viene abbandonato del tutto l'insegnamento, dottrinale e giurisprudenziale, secondo il quale occorrono perlomeno degli equipollenti della sottoscrizione, qualora essa manchi dal regolamento contrattuale per il quale è stata prevista la forma *ad*

⁴¹⁸ L. ROSSI CARLEO, *Il contratto di multiproprietà nella prospettiva dell'atto notarile*, in *Notariato*, 2001, 626 ss.

⁴¹⁹ S. PAGLIANTINI, *La forma informativa degli scambi senza accordo: l'indennità d'uso del bene tra recesso ed abuso del consumatore (a proposito di c. giust. ce, 3 settembre 2009, c-489/07)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, 3, p. 299, in commento alla sentenza Corte di giustizia Comunità Europee Sez. I, 03 settembre 2009, n. 489 secondo la quale "L'art. 6, nn. 1, primo comma, seconda frase, e 2, della Direttiva n. 97/7/CE, del 20 maggio 1997, riguardante la protezione dei consumatori in materia di contratti a distanza, deve essere interpretato nel senso che esso osta ad una normativa nazionale che consenta al fornitore, nell'ambito di un contratto concluso a distanza, di addebitare le spese di consegna dei beni al consumatore qualora questi eserciti il suo diritto di recesso".

⁴²⁰ O *textform*, espressione che va ad indicare il "corredo documentale degli obblighi informativi facenti corona all'atto di consumo", così S. PAGLIANTINI, *Forma e formalismo nel diritto europeo dei contratti*, ETS, Pisa, 2009, p. 67.

⁴²¹ P. GAGGERO, *Neoformalismo negoziale di "protezione" e struttura della fattispecie contrattuale*, cit., p. 1486.

*substantiam*⁴²², atteso che la forma vincolata per la validità e la sottoscrizione dei contraenti entrano a far parte della struttura della fattispecie contrattuale⁴²³.

La prima sezione della Corte di Cassazione⁴²⁴, apprezzando questo orientamento, già in parte abbracciato da alcune corti di merito⁴²⁵, ha rimesso alle Sezioni Unite la questione di contratti monofirma, chiamandola ad esprimersi sulla necessità della sottoscrizione dell'intermediario per la validità dei contratti di investimento.

La Suprema Corte nel rispondere al quesito posto dall'ordinanza di rimessione – e come dalla stessa anticipato – si discosta dall'orientamento più restrittivo proposto dalla stessa giurisprudenza di legittimità, per assumere lo stesso approccio teleologico che guarda alla funzione della forma.

Lo sviluppo argomentativo dalla Corte esordisce con l'individuazione della *ratio* della disposizione che viene indagata ponendo l'accento sulla combinazione della nullità a vantaggio della parte debole come conseguenza dell'inosservanza della redazione per iscritto del contratto con la predisposizione del contenuto minimo obbligatorio e il dovere della consegna al cliente dell'accordo negoziale. La disposizione così costruita consente alla Suprema Corte di riconoscere il fondamento della scelta normativa nella protezione

⁴²² Purché nei limiti già richiamati e purché non si aderisca all'orientamento ancora più restrittivo che nega l'ammissibilità di qualunque equipollente.

⁴²³ P. GAGGERO, *Neoformalismo negoziale di "protezione" e struttura della fattispecie contrattuale*, cit., p. 1463 ss.

⁴²⁴ Cassazione civile sez. I, 27/04/2017, n.10447, (con nota di R. BENCINI, *La 'forma informativa' del contratto d'investimento: aspettando le Sezioni Unite*, in *Diritto & Giustizia*, fasc. 18, 2016, p. 80 ss.; M. GIROLAMI, *Contratti di investimento non sottoscritti dall'intermediario: la parola alle Sezioni Unite*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, II, p. 554 ss.; A. TUCCI, *Una pura formalità. Dalla struttura alla funzione del neo-formalismo contrattuale*, in *Banca Borsa tit. cred.*, p. 543 ss.) la quale, già esprimendo un indirizzo a favore della forma "informativa", mette in opposizione la forma *ad substantiam*, propria degli scambi immobiliari, e la forma informativa, osservando che la prima si pone per tutelare gli interessi delle parti che versano in situazione di parità fungendo da criterio di imputazione, mentre la seconda tutela il contraente debole del rapporto al fine di scongiurare il rischio dell'insufficiente riflessione o dell'approfittamento del soggetto abilitato, maggiormente informato. Un ritorno, quindi, al "formalismo" o "neoformalismo", giustificato dalla presenza di un contratto asimmetrico, che deriva dalla necessità di tutelare non solo il risparmiatore ma, in una visione macroeconomica, il buon funzionamento del mercato stesso. Inoltre, la nullità, posta a presidio della forma informativa, è tesa allo stesso fine protettivo - nullità di protezione appunto - tant'è che può essere rilevata dal solo cliente, ed allora, secondo la Corte, il giudice dovrà valutare le prescrizioni ad essa connesse secondo la stessa logica e, quindi, verificare se l'assenza della sottoscrizione dell'intermediario sia in grado di pregiudicare il cliente nella sua autodeterminazione.

⁴²⁵ App. Venezia 28 luglio 2015, in *www.ilcaso.it*, scriveva "la prescrizione della forma scritta del contratto quadro relativo alle operazioni di investimento risponde non solo a esigenze di ponderazione e di certezza del rapporto, ma è soprattutto un veicolo di informazioni, in quanto finalizzata a prevenire ed eventualmente colmare deficit informativi ..." e secondo il Trib. Novara, 2 novembre 2009, in *Giur. it.*, 2010, p. 606 ss. "la previsione di una legittimazione *ex uno latere* alla deduzione della nullità negoziate attua, nel processo, il diritto del cliente al rispetto di un requisito di forma posto solo a suo vantaggio, così che nella conclusione del contratto quadro volto alla regolamentazione di operazioni di investimento tale prescrizione può ritenersi rispettata anche nel caso in cui difetti la sottoscrizione dell'intermediario finanziario".

e nell'interesse del cliente, il quale “abbisogna di conoscere e di potere all'occorrenza verificare nel corso del rapporto il rispetto delle modalità di esecuzione e le regole che riguardano la vigenza del contratto, che è proprio dello specifico settore del mercato finanziario”, e, in via mediata, nella regolarità e trasparenza del mercato.

La decisione prosegue scomponendo il quesito in due profili, rapportando la forma negoziale, dapprima, al perfezionamento del contratto e, poi, alla sottoscrizione quale strumento di imputabilità dell'atto.

Quanto al primo aspetto, secondo la Corte, la forma prescritta dall'art. 23 t.u.f., considerata la *ratio* appena chiarita, è riconducibile a quell'indirizzo dottrinale denominato “neoformalismo negoziale”. Pertanto, l'interpretazione deve fondarsi sulla funzione della norma, dalla quale si deduce che “a fronte della specificità della normativa che qui interessa, correlata alla ragione giustificatrice della stessa, è difficilmente sostenibile che la sottoscrizione da parte del delegato della banca, una volta che risulti provato l'accordo (avuto riguardo alla sottoscrizione dell'investitore, e, da parte della banca, alla consegna del documento negoziale, alla raccolta della firma del cliente ed all'esecuzione del contratto) e che vi sia stata la consegna della scrittura all'investitore, necessiti ai fini della validità del contratto-quadro”.

In questo passaggio, però – a meno di non voler applicare il principio di diritto processuale postulato dall'art. 156 c.p.c. “malgrado la dubbia fruibilità ... nel diritto sostanziale”⁴²⁶ – l'argomentazione rischia di risultare circolare, laddove, pur affermando di non voler dipendere dalla *ratio* esposta, finisce per individuare nella “ragione giustificatrice della norma” la soluzione della questione. Infatti, è il fine stesso della disposizione che allontana l'interprete dalla “struttura” per ancorarsi alla “funzione” ossia garantire al cliente uno strumento stabile informativo: ciò che conta è che lo scopo del legislatore sia raggiunto. Non è chiaro però quale sia l'origine della procedura contrattuale.

In dottrina, riconoscendo come l'esposizione manchi di “un tassello...la ragione per cui il vincolo nasce”⁴²⁷, si è giustamente proposto di riempire il vuoto lasciato dal ragionamento della Corte mediante il modello indicato dall'art. 1341 c.c.⁴²⁸. Nei precedenti paragrafi, si era già introdotto tale orientamento che merita qui di essere approfondito, dal momento che la sentenza sembra confermarlo.

In particolare, l'Autore citato ha sottolineato come la conclusione del contratto tramite la tecnica oggetto dell'art. 1341 c.c. - quindi, mediante clausole predisposte, efficaci sulla base della loro mera conoscibilità e vessatorie, valide ed efficaci se specificatamente

⁴²⁶ LA ROCCA, *Sottoscrizione e forma informativa nei contratti del mercato finanziario*, cit., p. 145.

⁴²⁷ M. MAGGILOLO, *Forma, firma, informazione (il contratto come stabile contenitore di istruzioni)*, in *Giustizia Civile*, 2, 2020, p. 401.

⁴²⁸ S. PAGLIANTINI, *Il contratto monofirma nella prospettiva dell'art. 1341 cod. civ.*, cit. p. 730, osserva come, del resto, sia Maggiolo, l'“autore di cui la Cassazione arieggia il pensiero” sia nell'ordinanza di rimessione che nella decisione delle Sezioni Unite.

approvate dall'aderente – consenta di accantonare i requisiti previsti dal legislatore per gli altri schemi di formazione del contratto e, in particolare, l'accettazione conforme *ex art. 1326 c.c.*, salvo le parti abbiano diversamente concordato, essendo riconosciuto all'autonomia privata la facoltà di intervenire sulle sequenze previste per legge⁴²⁹. Applicando quindi il modello dell'art. 1341 c.c. alla prassi dell'intermediazione - in cui il procedimento di conclusione del contratto ha apparentemente impulso non dal predisponente, ma dal destinatario delle condizioni generali - accade che l'intermediario inviti l'aderente ad effettuare la proposta contrattuale, la quale viene sottoscritta dal cliente e sottoposta al predisponente *inter absentes*, con scambio di corrispondenza. La situazione che viene a crearsi è quella in cui il cliente, in veste sostanziale di aderente, sottoscrive la proposta contrattuale e la invia al reale predisponente, il quale non la sottoscrive e non aggiunge dichiarazioni.

Dunque, riconducendo l'art. 1341 c.c. nell'ambito delle forme di conclusione del contratto, si potrebbe superare il problema della sottoscrizione quale mezzo di riferibilità dell'atto, sostituito dalla predisposizione delle clausole generali. In particolare, “il problema dell'imputazione del contenuto contrattuale è risolto quando all'aderente per effetto della sottoscrizione, anche delle clausole individuali e ulteriormente vessatorie, e quanto al predisponente per effetto della stessa predisposizione con successivo invio delle clausole predisposte, anche vessatorie, e delle clausole individuali”⁴³⁰.

Di conseguenza, se la volontà è espressa in forma scritta ed è possibile l'imputazione della stessa tramite un mezzo anche differente dalla sottoscrizione, l'assenza di quest'ultima non determina la nullità del contratto quadro, essendo rispettato il requisito formale posto dalla disciplina di settore. Infatti, secondo questa ricostruzione, la sottoscrizione assurgere a (una tra le altre) tecnica di imputazione⁴³¹ a cui è equipollente la predisposizione delle condizioni generali, ove il contratto sia redatto secondo il modello ricavabile dall'art. 1341 c.c.⁴³².

Tuttavia, non è per questa via che la Corte giunge al suo approdo conclusivo nell'affrontare il secondo dei due profili citati all'inizio di questa analisi. Infatti, viene

⁴²⁹ L'A. non ritiene che la semplice denominazione di “proposta” sia sufficiente a ipotizzare che il predisponente richieda tale metodo di conclusione.

⁴³⁰ M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., p. 471-472.

⁴³¹ M. MAGGIOLO, *Forma, firma, informazione (il contratto come stabile contenitore di istruzioni)*, cit., nt. 15 p. 396, commentando la sentenza, precisa che “l'idea che la prescrizione di una forma scritta non implic[a] di per sé la necessaria presenza della sottoscrizione, perché questa è criterio di imputazione della paternità del documento fungibile con altre – non essendoci nell'art. 2702 c.c. la imposizione delle caratteristiche strutturali (la sottoscrizione)”.

⁴³² Lo stesso A., commentando la sentenza (M. MAGGIOLO, *Forma, firma, informazione (il contratto come stabile contenitore di istruzioni)*, cit., p. 407) ribadisce che “sembra inevitabile riconoscere che il dato organizzativo consistente nella predisposizione della scrittura costituita dal modulo contrattuale è criterio altrettanto idoneo ad indicare l'autore del documento ed a provare la paternità della dichiarazione di quanto non lo sia una sua sottoscrizione, e questo in ragione della funzione semantica rivestita dal testo predisposto da un soggetto indicato nella scrittura”.

confermata la superfluità della sottoscrizione dell'intermediario, non tanto perché nella sequenza dettata dall'art. 1341 c.c. i comportamenti concludenti siano equipollenti della sottoscrizione, ma dal momento che "il requisito della forma ex art. 1325 c.c., n. 4, va inteso nella specie non in senso strutturale, ma funzionale, avuto riguardo alla finalità propria della normativa". Ne consegue che il requisito formale (informativo) è soddisfatto ove sia raggiunto il fine perseguito dal legislatore, potendosi distinguere i "profili, del documento, come formalizzazione e certezza della regola contrattuale, e dell'accordo, rimanendo assorbito l'elemento strutturale della sottoscrizione" dell'intermediario, a differenza della forma scritta di cui al combinato disposto degli artt. 1418 e 1350, dove la sottoscrizione di entrambe le parti è invece "strutturale".

Al contrario, però, la Corte ritiene che lo scopo di fornire al cliente uno stabile strumento informativo attinente al rapporto negoziale, quale è l'esemplare del contratto che viene consegnato, possa essere conseguito solamente in presenza della sottoscrizione del cliente. Gli unici comportamenti concludenti meritevoli di rilevanza, secondo la Corte, sono quelli dell'intermediario, rammentando che essi non assurgono ad equipollenti della sottoscrizione, la quale non svolge "alcuna specifica funzione".

Il risultato di una siffatta interpretazione sarebbe dunque quello di dar vita ad una forma "strutturale" *ex uno latere*, che, secondo la Corte, sarebbe suffragata dalla previsione della nullità a vantaggio del solo cliente.

Di nuovo, però, l'impianto argomentativo della decisione rivela un punto debole, poiché non si vede come il richiamo della nullità di protezione possa giustificare la necessità della sottoscrizione del cliente. Infatti, se si postulasse l'applicazione degli artt. 1325, n. 4, c.c. e art. 1418 al solo cliente, si finirebbe per concludere che "all'interno del medesimo ordinamento - coesistano "concetti" diversi e incompatibili tra di loro, che possano cionondimeno considerarsi qualificatori del medesimo fenomeno"⁴³³. L'ammissibilità di una tale conclusione è chiaramente da escludere. Infatti, la creazione da parte del legislatore di una disciplina speciale e derogatoria al diritto comune, e quindi un micro-sistema legislativo, cui il diritto dei mercati finanziari appartiene, non esime l'interprete dal ricordare che l'autoreferenzialità del sistema stesso dipende dal suo grado di autonomia. In altre parole, nei limiti in cui la disciplina di settore non è autosufficiente, si deve ricorrere alle regole generali dettate dal diritto comune con cui quelle speciali concorrono.

L'interpretazione così costruita invece non si basa su tali premesse di carattere metodologico, anzi sembra che la specialità della disciplina diventi il presupposto di un'ingiustificata autonomia della fonte e della sua interpretazione che si "risolve in un discorso che si svolge per asserzioni spesso apodittiche, come se il dire dell'interprete

⁴³³ G. D'AMICO, *Le Sezioni Unite sul c.d. contratto mono-firma - la "forma" del contratto-quadro ex art. 23 t.u.f. non è prescritta adsubstantiam actus*, in *Contratti*, 2018, 2, p. 136.

fosse esso stesso autosufficiente, ossia bastasse ad essere diritto”⁴³⁴. Si potrebbe allora sostenere di qualificare la nullità dell’art. 23 t.u.f. come una nullità testuale *ex art.* 1418, co. 3, c.c. e quindi l’obbligo della forma scritta come una regola di comportamento, ipotesi senz’altro più accettabile proposta da acuta dottrina⁴³⁵. Tuttavia, ancora una volta la sottoscrizione del cliente non svolgerebbe comunque alcuna funzione al pari di quella dell’intermediario, una volta che il sorgere dell’accordo sia provato tramite fatti concludenti.

Sembra, pertanto, necessario ricorrere all’indirizzo interpretativo che riconduce il procedimento di formazione dei contratti di investimento all’art. 1341 c.c. che però “poco o nulla ha a che spartire con l’idea che qui la forma sarebbe al servizio di un’informazione perequativa”⁴³⁶. A meno di non voler accogliere l’idea proposta dall’A. di escludere la sottoscrizione dalle caratteristiche strutturali imposta dall’art. 2702 c.c.⁴³⁷, occorre però una precisazione. In aggiunta all’indirizzo interpretativo che vede nella invalidità in discussione una nullità testuale, si può concordare con chi sostiene che “siccome l’art. 23 richiederebbe e/o presupporrebbe uno scritto, non anche invece una *forma scritta* alla maniera di cui all’art. 1325, è ... bensì di uno *scritto* *ivi* comandato sì a pena di nullità ma ai sensi dell’art. 1418, comma 3°, cod. civ. ...una forma – modulo”⁴³⁸.

Malgrado le letture della sentenza avanzate dalla dottrina siano state in grado di ricondurre l’interpretazione delle Sezioni Unite all’interno dei confini del diritto comune, dotandola così di coerenza sistematica, non è possibile evitare di avvertire un proposito “salomonico” nella decisione della Suprema Corte.

Nei paragrafi conclusivi della sentenza, infatti, risulta chiaro il motivo che ha condotto la giurisprudenza a dare sempre maggior credito alle istanze avanzate dagli intermediari, quando si legge “nella ricostruzione che qui si è offerta, inoltre, la previsione della nullità ... si palesa quale sanzione per l’intermediario, ben armonizzandosi nello stesso contesto del D.Lgs. n. 58 del 1998, che è nel complesso inteso a dettare regole di comportamento per l’intermediario, e rispetta il principio di proporzionalità, della cui tenuta si potrebbe dubitare ove si accedesse alla diversa interpretazione!”.

Il (presunto) comportamento “opportunistico” e “distorto” dei clienti – che danneggiati invocano la nullità di un contratto dopo anni di esecuzione per “coprire” le perdite derivanti da determinati ordini di investimento – violerebbe il principio invocato trasformando la nullità “strutturale” in una “sanzione sproporzionata”. Questo convincimento risulterebbe quindi il vero *leitmotiv* della decisione, tanto che la S.C.

⁴³⁴ P. GAGGERO, *Neoformalismo negoziale di “protezione” e struttura della fattispecie contrattuale*, cit., p. 1487.

⁴³⁵ D’AMICO, *Le Sezioni Unite sul c.d. contratto mono-firma - la “forma” del contratto-quadro ex art. 23 t.u.f. non è prescritta ad substantiam actus*, cit., p. 140 – 142.

⁴³⁶ S. PAGLIANTINI, *Il contratto monofirma nella prospettiva dell’art. 1341 cod. civ.*, cit., p. 730.

⁴³⁷ M. MAGGIOLIO, *Servizi ed attività d’investimento*, cit., p. 29 ss.

⁴³⁸ S. PAGLIANTINI, *Il contratto monofirma nella prospettiva dell’art. 1341 cod. civ.*, cit., p. 732.

afferma di scegliere un'interpretazione “rispondente al complesso equilibrio tra interessi contrapposti”, ritenendo che lo scopo della norma fosse volto primariamente “a proteggere in via diretta ed immediata non un interesse generale, ma anzitutto l'interesse particolare”.

Nell'affrontare il prossimo tema di indagine della presente trattazione, fortemente influenzato dalle premesse della pronuncia in discussione, si tenterà di dimostrare come la prospettiva assunta dalla Cassazione sembri allontanarsi da quella che risulta essere, invece, l'intenzione del legislatore, privilegiando una lettura per principi invece che secondo le regole.

5. La nullità selettiva tra giurisprudenza di merito e di legittimità: coordinate del problema⁴³⁹.

La soluzione proposta dalle Sezioni Unite sui contratti monofirma non ha esaurito il dibattito attorno alla nullità prevista dall'art. 23 t.u.f. , la legittimazione ristretta della nullità relativa infatti ha sollevato un'altra questione sulla quale dottrina e giurisprudenza si sono nuovamente divise.

Come anticipato, nelle cause in cui il cliente deduce la nullità del contratto quadro per inosservanza della forma, egli domanda altresì l'accertamento della nullità di “selezionati” ordini da esso dipendenti, nonché la conseguente condanna a restituzione della provvista finanziaria utilizzata per finanziare le operazioni ex art. 2033 c.c.

L'opportunità per l'investitore di lasciare fuori dal giudizio alcuni ordini dipende, naturalmente, dalla particolare struttura che caratterizza i contratti relativi ai servizi di investimento. Tali contratti, come già illustrato, vengono ad esistenza per mezzo di una negoziazione bifasica che richiede prima la stipulazione in forma scritta del contratto quadro, disciplinante il rapporto tra cliente e intermediario, e, in secondo luogo, l'esecuzione degli ordini impartiti dal cliente al fine di realizzare le singole transazioni finanziarie⁴⁴⁰.

Pur non essendo pacifica la natura del contratto quadro, la nullità che lo colpisce si riverbera senz'altro a cascata sulla validità degli ordini di investimento⁴⁴¹. Infatti, i singoli ordini impartiti dal cliente diverrebbero invalidi in quanto o sarebbero esecutivi di un contratto nullo - qualora si voglia ricondurre il contratto di investimento alla categoria del mandato - o rimarrebbero privi del loro necessario presupposto - qualora ci si volga alla

⁴³⁹ Il tema proposto nel presente paragrafo e nei seguenti è stato oggetto di pubblicazione in F. BICHIRI, *La nullità per difetto di forma scritta del contratto di investimento nella giurisprudenza di legittimità*, in *Diritto ed Economia e dell'Impresa*, 3, 2020, p. 446 ss.

⁴⁴⁰ G. BERTI DE MARINIS, *La contrattazione bifasica nei contratti di investimento: fra vincoli disposti a tutela del cliente e rimedi invalidanti*, cit., p. 1344 ss.

⁴⁴¹ Cass. 24 Marzo 2016, n. 5919, in www.ilcaso.it; Cass. 22 marzo 2013, n. 7283, *ivi*.

fattispecie del contratto normativo⁴⁴². Naturalmente, dalla caducazione degli ordini di investimento segue la restituzione della provvista finanziaria utilizzata per finanziare l'operazione *ex art. 2033 c.c.*

Ed allora, il quesito che si pone è se il cliente possa, facendo valere la nullità formale del contratto quadro, “selezionare” gli ordini impartiti che si sono tramutati in investimenti svantaggiosi, tenendo fuori dal giudizio le operazioni che si sono rivelate lucrative, a fronte dell'astratta impossibilità per l'intermediario di giovare degli effetti della nullità su tali ordini - compresi quelli restitutori dovuta alla legittimazione relativa.

Si è fatto così riferimento al problema della nullità c.d. “selettiva” o di un uso in funzione “assicurativa”⁴⁴³, che, insieme al tema del contratto monofirma, è da tempo al centro del dibattito sviluppatosi attorno alla nullità di protezione prevista dall'articolo 23 t.u.f.

Nel risolvere la questione, ancora una volta, la giurisprudenza si è divisa su due fronti: da un lato si è sostenuta l'ammissibilità di un “uso selettivo” della nullità di protezione, dall'altro, invece, ritenuto tale comportamento abusivo, si sono cercate soluzioni in grado di arginare il fenomeno.

Invero, parte della giurisprudenza e della dottrina si sono fatte portavoce di una preoccupazione diffusa: consentire al contraente protetto di far valere la nullità del contratto quadro solo sugli ordini che abbiano cagionato una perdita economica, può dare adito ad un uso distorto degli strumenti di protezione, scadendo in un vero e proprio fenomeno di opportunismo rimediabile, contrario ai principi di buona fede e correttezza immanenti nell'ordinamento.

Avverso tale uso “distorto” della nullità di protezione, le soluzioni proposte dalla giurisprudenza sono generalmente le seguenti: l'ammissibilità della domanda riconvenzionale dell'intermediario, volta ad ottenere la restituzione di quanto dovuto a seguito dell'estensione degli effetti della nullità su tutti gli ordini afferenti il medesimo contratto invalido; la sanabilità o la convalida del negozio affetto da nullità relativa per aver il cliente dato esecuzione per anni al contratto nullo; infine, il ricorso a rimedi di natura equitativa e, in particolare, come corollario del divieto dell'abuso del processo, l'accoglimento dell'*exceptio doli generalis*, tesa a paralizzare l'azione dell'investitore⁴⁴⁴.

⁴⁴² G. BERTI DE MARINIS, *Uso e abuso dell'esercizio selettivo della nullità*, in *Banca Borsa*, 2014, p. 616; sul mandato, R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, cit., p. 175 ss.; F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, cit., p. 889 ss.; sul contratto normativo, C. CASTRONOVO, *Il diritto della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1993, II, p. 309 ss.; A. M. CAROZZI, *Regole di condotta degli intermediari e rimedi civilistici*, in *Dir. fall.*, 2006, I, p. 697 ss.

⁴⁴³ A. PERRONE, *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o “copertura assicurativa” per investimento sfortunato*, in *Banca Impresa e Società*, 3, p. 389 ss.

⁴⁴⁴ B. PETRAZZINI, *Percorsi di giurisprudenza - La prestazione di servizi e attività di investimento*, cit., p. 500 ss.

Il primo orientamento, accolto in un primo momento dalla giurisprudenza di legittimità⁴⁴⁵, si volge a favore della riconoscibilità della nullità selettiva o “in funzione assicurativa”. In particolare, la Cassazione, pur riconoscendo il fondamento delle argomentazioni giuridiche che invocano la buona fede contro tale uso della nullità, ha ritenuto sussistere ragioni maggiormente rilevanti in grado di rigettarle, avuto riguardo alle peculiarità delle nullità espressa dall’art. 23 t.u.f. Si è, quindi, ritenuto che l’investitore potesse “selezionare” il rilievo della nullità e rivolgerlo agli ordini attuativi del contratto quadro dai quali si sia ritenuto illegittimamente pregiudicato, non essendo gli altri rilevanti per il giudizio.

La Prima Sezione ha ben presto risollevato la questione con tre ordinanze di rimessione alle Sezioni Unite in cui la Corte ha espresso la sua preoccupazione in merito all’esercizio selettivo della nullità di protezione⁴⁴⁶, chiedendo di pronunciarsi sull’ammissibilità e rilevanza dell’*exceptio doli generalis* sollevata dall’intermediario finanziario contro la citata condotta “selettiva”, nonché sulla contrarietà alla buona fede della pretesa del cliente di far valere il difetto formale del contratto quadro per porre nel nulla solo alcune, e determinate, operazioni di investimento.

Questo orientamento riecheggia una riflessione dottrinale⁴⁴⁷ che, proponendo una rielaborazione della dogmatica della nullità, indaga il tema di eccezione di dolo, quale rimedio all’abuso del processo. Secondo l’autore, il ricorso all’eccezione di dolo è ammissibile avverso l’azione esercitata invocando la nullità ex art. 23 TUF, giacché essa, in quanto configurabile come nullità speciale di protezione, non si caratterizza solamente per una carenza di struttura ma, al contrario, per “una specifica fattispecie oggetto di una apposita disciplina e fortemente caratterizza da una precisa funzione”. In particolare, rigettando la dimensione ontologica posta dalla “teoria della fattispecie”, come elaborata dalla pandettistica tedesca, verrebbe meno “l’incomunicabilità del piano della validità negoziale e dell’operatività del principio di correttezza”, rendendo ammissibile il rimedio dell’*exceptio doli generalis*, compatibile alla disciplina dell’art. 23 t.u.f. posta a correttivo delle istanze introdotte dalla norma. Il venir meno dell’equazione “nullità uguale inesistenza” consentirebbe perciò all’interprete di considerare la nullità come “una delle possibili qualificazioni giuridiche (negative) che esclude gli effetti giuridici dell’atto, pur postulandone sempre la rilevanza”. La prospettiva sarebbe, dunque, quella della nullità-fattispecie, ossia negozio nullo inteso come entità giuridica corredata dai relativi effetti.

Da queste considerazioni discende che l’eccezione di dolo non andrebbe ad influire né sul piano della validità, quindi sulla nullità-fattispecie, né sul piano della rilevanza, intesa come inesistenza giuridica, quanto piuttosto sul “piano degli effetti ricollegati alla nullità-

⁴⁴⁵ Cass., 27 aprile 2016, n. 8395, con nota di A. TUCCI, *Conclusioni del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, cit., p. 1110 ss.

⁴⁴⁶ Cass., 17 maggio 2017, n. 12388, n. 12389, n. 12390

⁴⁴⁷ D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 51 ss.

fattispecie”. Infatti, il rimedio andrebbe a paralizzare il diritto (ristretto) all’azione, poiché condizionato dal criterio di correttezza, ma nulla aggiungerebbe circa la validità del negozio, così operando solo sul piano processuale. In quest’ottica, non si produrrebbero conseguenze sul piano sostanziale, dal momento che l’investitore potrebbe nuovamente esercitare l’azione di nullità e che il contratto rimarrebbe invalido, non essendosi formato alcun giudicato sul punto, salvando però gli effetti patrimoniali del contratto relativamente nullo⁴⁴⁸.

Le Sezioni Unite pronunciatesi sulla validità del contratto monofirma non si sono espresse sul problema della nullità selettiva, ma, in ogni caso, l’orientamento appena illustrato è stato oggetto di un nuovo ripensamento da parte della stessa Prima Sezione.

Infatti, con due ordinanze di poco successive⁴⁴⁹, la Cassazione ha, da un lato, escluso la rilevanza dell’*exceptio doli generalis*, e dall’altro confermato l’impossibilità di ricorrere alla fattispecie della sanatoria o della convalida del negozio nullo, in quanto “prospettabili solo in relazione ad un contratto quadro formalmente esistente”.

Tuttavia, la Corte ha affermato che, “ove sia stata dichiarata la nullità del contratto quadro su domanda dell’investitore non è precluso all’intermediario, che pure non abbia proposto la domanda di nullità anche degli ordini positivamente conclusi per il proprio cliente, di sollevare l’eccezione di compensazione con riguardo all’intero credito restitutorio che gli deriva, in tesi, dal complesso delle operazioni compiute nell’ambito del contratto quadro dichiarato nullo”. Tale conclusione deriverebbe dall’applicazione della disciplina dell’indebitato a norma degli articoli 2033 e ss. c.c. “ben potendo il soggetto, convenuto con una domanda di pagamento, eccepire il proprio maggior credito, fermo restando che, in concreto, l’eccezione potrà valere a paralizzare la pretesa altrui solo sino alla reciproca concorrenza”.

Questo approccio, già tentato dalla giurisprudenza di merito, presta tuttavia il fianco alle critiche mosse dalla dottrina⁴⁵⁰ sulla proposizione da parte dell’investitore in via riconvenzionale, o autonoma, della domanda di restituzione per indebitato ex art. 2033 c.c. Infatti, per accogliere l’eccezione il giudice dovrà necessariamente accertare i fatti costitutivi del controcredito, i quali non potranno che basarsi, quale necessario antecedente logico, sull’estensione degli effetti della nullità del contratto quadro a tutti gli ordini di investimento da esso dipendenti.

Tuttavia, la diversa questione della propagazione degli effetti della nullità del contratto quadro su tutti i contratti a valle rende necessaria la loro introduzione nel giudizio

⁴⁴⁸ Per questa ricostruzione, D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, cit., p. 50 ss.; *contra* S. PAGLIANTINI, *Usi (ed abusi) di una concezione teleologica della forma: a proposito dei contratti bancari c.d. monofirma (tra legalità del caso e creatività giurisprudenziale)*, in *Contratti*, 2017, 6, p. 691 ss.

⁴⁴⁹ Cass., 16/03/2018, n. 6664, con nota di E. CICATELLI, *Contratti di investimento, nullità protettive e tutela restitutoria. Il commento*, in *Contratti*, 2018, 5, p. 543 ss.; Cass., 24/04/2018, n. 10116

⁴⁵⁰ G. BERTI DE MARINIS, *Uso e abuso dell’esercizio selettivo della nullità*, cit., p. 617 ss.

mediante deduzione di parte, giacché essa non può essere ricompresa nella pronuncia di nullità del contratto quadro e degli ordini di investimento oggetto della domanda attorea, pena la violazione del principio della domanda e della corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato⁴⁵¹. Infatti, la stessa Corte di Cassazione ha ricordato, stabilendo il primo orientamento affrontato, che “la rilevabilità 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 consentirne il rilievo anche ad atti diversi da quelli verso i quali la censura è rivolta”.

5.1. La decisione delle Sezioni Unite e il nuovo ruolo della buona fede

Con la sentenza del 4 novembre 2019, n. 28314⁴⁵², la Corte di legittimità torna ad affrontare la spinosa questione della “nullità selettiva” nei contratti di investimento ed individua la buona fede come criterio guida del ragionamento.

La pronuncia ribadisce il principio della legittimazione esclusiva del contraente debole in funzione protettiva, ma mette l'accento sul comportamento del cliente e, in particolare, sulle diverse declinazioni dell'obbligo di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto. In questo contesto, risulta valorizzata l'analisi della complessiva esecuzione degli ordini, successiva alla conclusione del contratto quadro.

Secondo la giurisprudenza di legittimità, i tratti unificanti delle nullità di protezione⁴⁵³ si rinvergono nell'operatività a vantaggio della parte debole e nella rilevabilità *ope iudicis*, pur nel limite dell'interesse del titolare del diritto all'azione. Tale interpretazione

⁴⁵¹ Per questa ricostruzione, cfr. BERTI DE MARINIS, *Uso e abuso dell'esercizio selettivo della nullità*, cit., p. 617 ss.

⁴⁵² Con tale sentenza, la Corte di legittimità ha espresso il seguente principio di diritto: “la nullità per difetto di forma scritta, contenuta nell'art. 23, comma 3, del d.lgs. n. 58 del 1998, può essere fatta valere esclusivamente dall'investitore con la conseguenza che gli effetti processuali e sostanziali dell'accertamento operano soltanto a suo vantaggio. L'intermediario, tuttavia, ove la domanda sia diretta a colpire soltanto gli ordini di acquisto, può opporre l'eccezione di buona fede, se la selezione della nullità determini un ingiustificato pregiudizio economico a suo danno, alla luce della complessiva esecuzione degli ordini, conseguiti alla conclusione del contratto quadro”.

⁴⁵³ In dottrina, si veda, L. PUCCINI, *Studi sulla nullità relativa*, cit., p. 126 ss.; P. M. MUTTI, *La nullità parziale*, Napoli, 2002, p. 368 ss.; V. SCALISI, *Il contratto e le invalidità*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, p. 245 ss.; M. MANTOVANI, *La nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, IV, Milano, 2006, p. 10 ss.; M. GIROLAMI, *La nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali*, cit., p. 322 ss.; ID., *La nullità relativa di protezione: da eccezione a tertium genus nel sistema delle invalidità negoziali*, cit., 2009, p. 58 ss.; A. GENTILI, *La “nullità di protezione”*, cit., p. 77 ss.; G. SPOTO, *Le invalidità contrattuali*, Jovene, Napoli, 2012, p. 39 ss.; MARIUCCI, *Invalidità e inefficacia del negozio giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 2012, p. 98 ss.; G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, cit., p. 175 ss.

è stata proposta dalla Sezioni Unite nella nota sentenza n. 26642/2014⁴⁵⁴, in applicazione all'orientamento espresso dalla Corte di giustizia europea⁴⁵⁵. In particolare, si è chiarito che la nullità di protezione deve considerarsi una *species* del più ampio *genus* delle nullità negoziali, giacché tutelano interessi e valori fondamentali che trascendono quelli del singolo, quali il corretto funzionamento del mercato *ex art. 41 Cost.* e l'uguaglianza formale tra contraenti *ex art. 3 Cost.*, poiché l'asimmetria negoziale altera non solo i presupposti dell'autonomia contrattuale, ma anche le dinamiche concorrenziali tra le imprese.

Pur accogliendo tale orientamento, la Suprema Corte ha rilevato che la nullità di protezione, essendo nata in riferimento alla correzione parziale del contratto in virtù dell'inefficacia delle clausole vessatorie, mal si adatta all'invalidità dell'intero contratto quadro, la cui conformazione bifasica pone, appunto, il problema della nullità selettiva. Tali criticità sono le stesse che avrebbero condotto la giurisprudenza di legittimità, in una precedente pronuncia, ad assumere un criterio interpretativo funzionalistico, riconoscendo la validità del contratto sottoscritto dal solo cliente - il c.d. contratto monofirma, idoneo a raggiungere la sua finalità normativa - in forza del principio di buona fede⁴⁵⁶.

⁴⁵⁴ Cass., Sez. Un., 12 dicembre 2014, n. 26242 e Cass. sez. un. 12 dicembre 2014, n. 26243 con nota di A. PALMIERI, R. PARDOLESI, *Nullità negoziale e rilevazione officiosa a tutto campo (o quasi)*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 916 ss.; F. DI CIOMMO, *La rilevabilità d'ufficio ex art. 1421 c.c. secondo le Sezioni Unite: la nullità presa (quasi) sul serio*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 922 ss.; S. PAGLIANTINI, *Nullità di protezione e facoltà di non avvalersi della dichiarabilità: «quid iuris»?», in *Foro it.*, 2015, I, p. 928 ss.; S. MENCHINI, *Le Sezioni Unite fanno chiarezza sull'oggetto dei giudizi di impugnativa negoziale: esso è rappresentato dal rapporto giuridico scaturito dal contratto*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 931 ss.; A. PROTO PISANI, *Rilevabilità d'ufficio della nullità contrattuale: una decisione storica delle Sezioni Unite*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 944 ss.; S. PAGLIANTINI, *Rilevabilità officiosa e risolubilità degli effetti: la doppia motivazione della Cassazione ... a mo' di bussola per rivedere Itaca - Il commento*, in *Contratti*, 2015, 2, p. 113 ss.*

⁴⁵⁵ Corte di Giustizia Unione Europea, Sez. IV, 4 giugno 2009 C-243/08, con nota di S. MILANESI, *Le pronunce Pannon e Eva Martìn Martìn sulla rilevabilità d'ufficio della nullità di protezione*, cit., p. 794 ss.; J. STUYCK, *Case C-243/08, Pannon GSM Zrt. v. Erzsébet Sustikné Györfi, Judgment of the Court (Fourth Chamber) of 4 June 2009, not yet reported and Case C-40/08, Asturcom Telecomunicaciones SL v. Maria Cristiba Rodriguez Nogueira, judgment of the Court (First Chamber) of 6 October 2009, not yet reported*, cit., p. 879 ss.

⁴⁵⁶ Cass., Sez. Un., 16 gennaio 2018, n. 898, con nota di S. GUADAGNO, *Le Sezioni Unite sui contratti cc. dd. monofirma: la forma nei contratti asimmetrici*, in *Corriere Giur.*, 2018, 7, p. 929 ss.; A. DALMARTELLO, *La forma nei contratti di investimento nel canone delle Sezioni Unite: oltre il contratto "monofirma"*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2018, 5, p. 658 ss.; U. NATOLI, *Una decisione non formalistica sulla forma: per le Sezioni Unite il contratto quadro scritto, ma non sottoscritto da entrambe le parti, è valido - il commento*, in *Società*, 2018, 4, p. 481 ss.; S. PAGLIANTINI, *Le Sezioni Unite sul c.d. contratto monofirma - 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. 133 ss.; G. D'AMICO, *Le Sezioni Unite sul cd. Contratto monofirma - La "forma" del contratto-quadro ex art. 23 t.u.f. non è prescritta ad substantiam actus*, in *Contratti*, 2018, 2, p. 133 ss.; R. AMAGLIANI, *Le Sezioni Unite sul cd. contratto monofirma - Nota breve a margine di Sezioni Unite 16 gennaio 2018, n. 898*, in *Contratti*, 2018, 2, p. 133 ss.; A. DI MAJO, *Contratti bancari - Contratti*

In un'ottica di continuità con tale prospettiva assiologica, le Sezioni Unite confermano che la buona fede informa la correzione dello squilibrio caratterizzante il rapporto tra investitore e intermediario. Il principio agirebbe in via formale con la predeterminazione legislativa dell'obbligo di forma scritta e in via sostanziale mediante gli obblighi informativi gravanti sul soggetto professionale. Inoltre, un obbligo di lealtà graverebbe altresì sul cliente "in funzione di garanzia per l'intermediario che abbia correttamente assunto le informazioni necessarie a determinar[n]e il profilo soggettivo".

Il principio di buona fede opererebbe, quindi, "trasversalmente" sia al fine di tutelare il cliente sia per evitare un ingiustificato pregiudizio all'intermediario, costituendosi così come principio ordinante.

5.1.1. Una digressione sulla buona fede come clausola generale di comportamento delle parti.

Nel caso affrontato dalle Sezioni Unite si verte chiaramente in un'ipotesi di nullità rispetto alla quale, con un passaggio per certi versi innovativo, ma non da tutti condiviso, la Corte di legittimità attribuisce rilevanza ad una regola comportamentale che andrebbe a intersecarsi ad una regola di validità.

Invero, l'obbligo di buona fede è annoverabile tra le regole di comportamento, le quali, secondo l'insegnamento tradizionale, non si possono mai tradurre nella nullità, ma unicamente nel risarcimento del danno e nella risoluzione per inadempimento, a differenza delle regole di validità che incidono sui profili strutturali⁴⁵⁷.

In dottrina, tuttavia, è stato rilevato che le nullità di protezione, essendo ispirate al principio di correttezza, si distanziano dalla nullità strutturale tipicamente codicistica. Secondo un noto contributo, che richiama questa impostazione, infatti, bisognerebbe valorizzare "il criterio di correttezza e, con esso, introdurre una connotazione di flessibilità operativa delle conseguenze della violazione"⁴⁵⁸. Tale flessibilità

di investimento mobiliare: il "balletto" delle forme, in *Giur. It.*, 2018, 3, p. 568 ss.; M. TICOZZI, *Contratti bancari – Il contratto monofirma: forma del contratto e nullità di protezione*, in *Giur. It.*, 2018, 3, p. 568 ss.; C. COLOMBO, *Contratti bancari – La forma dei contratti quadro di investimento: il responso delle Sezioni Unite*, in *Giur. It.*, 2018, 3, p. 568 ss.

⁴⁵⁷ In questi termini, l'efficace sintesi di D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, cit., p. 62 e ss. in richiamo a, *ex multis*, V. PIETROBON, *Il dovere generale di buona fede*, Cedam, Padova, 1969, p. 51-74; P. BARCELLONA, *Profili della teoria dell'errore nel negozio giuridico*, Giuffrè, Milano, 1962, p. 221-223; M. MANTOVANI, *Vizi incompleti del contratto e rimedio risarcitorio*, Giappichelli, Torino, 1995, p. 5 e ss.; A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, cit., p. 351 e ss.

⁴⁵⁸ D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*. cit. (nt.6), p. 116, p. 112-115, secondo l'autore, in estrema sintesi, la stessa nullità (speciale) dell'art. 23 t.u.f. si pone in aperta antitesi con la teoria della carenza della fattispecie, giacché la necessità della nullità di protezione sorge

consentirebbe, quindi, di scindere il piano degli effetti della nullità da quello della validità e dell'esistenza, cosicché il contratto nullo si concretizzi come “una fattispecie da cui il diritto fa derivare delle conseguenze (principalmente negative)”⁴⁵⁹, sfumando i confini tra regole di validità e regole di comportamento⁴⁶⁰.

La dottrina, interpretando la pronuncia sul c.d. contratto mono-firma, ha in seguito escluso che la forma prescritta dall'art. 23 t.u.f. sia una forma *ad substantiam actus* e, di conseguenza, che la nullità sia riconducibile allo schema del combinato disposto degli artt. 1325, n. 4 e 1418, co. 2, c.c.

Più precisamente, si è sostenuto che ricusare la sottoscrizione di *entrambi* i contraenti quale elemento essenziale della forma prescritta per la validità sarebbe una “affermazione palesemente contraddittoria ed evidentemente erronea”⁴⁶¹. Infatti, “non si può immaginare invece che - all'interno del medesimo ordinamento - coesistano “concetti” diversi e incompatibili tra di loro, che possano cionondimeno considerarsi qualificatori del *medesimo fenomeno*”⁴⁶². Di conseguenza, l'obbligo di forma si risolverebbe in un dovere di comportamento gravante sul solo intermediario, non rendendosi necessaria la sottoscrizione del cliente. In questi termini, la nullità *ex art. 23 t.u.f.* potrà essere considerata quale sanzione testuale della violazione dell'obbligo formale ai sensi dell'art. 1418, co. 3, c.c., piuttosto che un'invalidità “strutturale” *ex artt. 1325, n. 4 e 1418, co. 2, c.c.*⁴⁶³.

Invero, ponendosi nell'ottica della sussistenza di una nullità-fattispecie cui l'ordinamento riconduce degli effetti negativi, in quanto trattasi di una regola di comportamento, l'operatività del principio di buona fede risulta giustificata, giacché sarebbe lo stesso legislatore a rimestare i piani delle regole di validità e delle regole di comportamento⁴⁶⁴.

proprio al fine di trovare uno strumento alternativo a quello tradizionale, che non appare più conforme alle attuali esigenze del mercato. Perciò “l'incomunicabilità del piano della validità negoziale e dell'operatività del principio di correttezza”, quale principale obiezione all'applicazione del rimedio in parola, non sembra più configurabile. Anzi, sarebbe proprio la natura funzionale della nullità di cui si tratta a mettere in luce considerazioni fondate sul criterio di correttezza.

⁴⁵⁹ *Ibidem*, p. 130

⁴⁶⁰ *Ibidem*, p. 130 e ss., la conseguenza applicativa, secondo l'autore, sarebbe l'esperibilità del rimedio dell'*exceptio doli generalis* avverso la condotta selettiva del cliente, con conseguente paralisi degli effetti, ma senza nulla aggiungere sul piano della validità.

⁴⁶¹ G. D'AMICO, *Le Sezioni Unite sul c.d. contratto mono-firma – La forma del contratto quadro ex art. 23 t.u.f. non è prescritta ad substantiam actus*, cit., p. 140.

⁴⁶² *Ibidem*, p. 142.

⁴⁶³ *Ibidem* p. 141-142. Più precisamente, secondo l'autore, mentre certamente può confermarsi che una forma se è prevista per la validità deve essere prescritta a pena di nullità, si può escludere il contrario. Inoltre, secondo questa ricostruzione, la forma prescritta sarebbe riferibile “più al documento che all'atto”, sicché il legislatore avrebbe fatto riferimento “ad una modalità di documentazione”.

⁴⁶⁴ Per questa via, si può altresì superare l'obiezione avanzata da parte della dottrina nel commentare la sentenza *de qua*, laddove F. GRECO, *La nullità « selettiva » e un necessitato ripensamento del protezionismo*

Queste pronunce danno, quindi, l'occasione di valutare come si pone la buona fede del cliente rispetto alla nullità del contratto quadro nel caso dell'avvenuta esecuzione dei relativi ordini di investimento.

5.1.2. L'applicazione del principio di buona fede in chiave riequilibratrice.

L'uso del principio di buona fede "in chiave riequilibratrice" non è nuovo nella giurisprudenza pronunciata in tema di esercizio selettivo dell'azione di nullità.

In particolare, la Corte di legittimità aveva già auspicato la necessità di indagare l'operatività dell'eccezione di dolo avverso la condotta "selettiva" del cliente, considerato in malafede⁴⁶⁵, avendo da tempo ammesso l'esperibilità di tale rimedio nel caso di esercizio fraudolento e sleale dei diritti⁴⁶⁶. Prima ancora, la giurisprudenza di merito, nonché parte della dottrina⁴⁶⁷, aveva proposto il ricorso all'abuso del diritto, strumento che, prescindendo dal dato soggettivo, consentirebbe di paralizzare l'azione ogniqualvolta quest'ultima sia incoerente con lo scopo della norma.

Tuttavia, le Sezioni Unite, con la sent. n. 28314/2019 citata, in parte si discostano da tali orientamenti, assumendo un diverso "parametro ... univoco e coerente": ossia la differenza tra il *petitum* azionato (o il pregiudizio subito dal cliente) e i risultati vantaggiosi derivanti dagli ordini rimasti fuori dal procedimento. Secondo il giudizio della Suprema Corte, l'investitore avrebbe "agito coerentemente con la funzione tipica delle nullità protettive", solamente ove permanga un pregiudizio rispetto ai risultati positivi derivanti dagli ordini di investimento non azionati. Diversamente, l'azione del cliente si dimostra "oggettivamente finalizat[a] ad arrecare un pregiudizio

*consumeristico, in esito alla pronuncia delle Sezioni Unite, in Responsabilità Civile e Previdenza, 3, 2020, p. 845 ha sottolineato che la "circostanza presupposta e necessitata è, pur tuttavia, l'esistenza di un rapporto contrattuale in fieri che, nel caso esaminato dalle Sezioni Unite, invero è mancante: la declaratoria di invalidità, difatti, impedisce che al precetto di buona fede si possa assegnare quell'acclamata valenza «endocontrattuale». Di talché, pare essere confermata l'impressione per cui la buona fede, in questa veste, non sia altro che «una narrazione, buona a condurre alla creazione giurisprudenziale di qualsiasi regola operativa, più o meno prevedibile»". In richiamo a D. MAFFEIS, *Nullità selettiva? Le Sezioni unite e la buona fede dell'investitore nel processo*, in www.dirittobancario.it, 2019.*

⁴⁶⁵ Si vedano le tre ordinanze di rimessione alle Sezioni Unite, Cass., sez. un., 17 maggio 2017, n. 12388, n. 12389, n. 12390.

⁴⁶⁶ Cass. 7 marzo 2007, n. 5273, con nota di C. ROMEO, *Exceptio doli generalis ed exceptio doli specialis*, in *Contratti.*, 2007, 971 ss.

⁴⁶⁷ Si veda C. SCOGNAMIGLIO, *L'abuso del diritto*, in *Contratti*, 2012, p. 5 ss.; G. BERTI DE MARINIS, *Uso e abuso dell'esercizio selettivo della nullità relativa*, cit., p. 622. ID. *Nullità relativa, protezione del cliente e interessi meritevoli di tutela*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 3, p. 296 ss.. Per la giurisprudenza, Trib. Torino, 7 marzo 2011, con nota di M. D'AURIA, *Forma ad substantiam e uso selettivo della nullità nei contratti di investimento*, in *Corr. Merito*, 2011, p. 695 ss.

all'intermediario" e per questo meriterebbe di essere paralizzata mediante "l'eccezione di buona fede".

La dottrina non ha accolto favorevolmente tale interpretazione, giacché equivarrebbe a sostenere che la violazione del principio di buona fede si configuri ogniqualvolta il titolare dell'azione agisca conseguendo un risultato economico positivo⁴⁶⁸. Secondo tale critica, infatti, "per un qualsiasi contraente, diverso dall'investitore, il fatto di impugnare questo o quell'atto, è normale, e dovrebbe esserlo anche per l'investitore"⁴⁶⁹.

Pertanto, una spiegazione che consenta di superare tale criticità potrebbe essere quella che riqualifichi l'effetto prodotto dal comportamento del cliente (l'eccessivo pregiudizio dell'intermediario) come abuso del diritto, evitabile mediante l'accoglimento dell'*exceptio doli generalis*, alla quale può ricondursi l'"eccezione di buona fede" elaborata dalla Corte di legittimità.

Invero, la dottrina ha da tempo chiarito che il comportamento connotato da malafede o frode non è elemento costitutivo dell'eccezione di dolo⁴⁷⁰, benché la giurisprudenza si sia volta generalmente in questa direzione⁴⁷¹, potendosi così superare la critica mossa dalla Suprema Corte.

Inoltre, già nota dottrina⁴⁷² ha rinvenuto nell'eccezione di dolo il risvolto rimediale dell'abuso del diritto⁴⁷³, quale espressione della buona fede oggettiva in funzione

⁴⁶⁸ D. MAFFEIS, *Nullità selettive: la "particolare importanza" di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi e il processo civile come contesa fra opportunisti*, in *Corriere Giur.*, 2019, 2, p. 172 e ss.

⁴⁶⁹ *Ibidem*, p. 179 - 180. L'autore aggiunge che "ne è conferma, occorrendo, la circostanza che l'atto compiuto dal mandatario in eccesso di potere, ma *ex post* vantaggioso per colui al quale gli effetti dovrebbero essere imputati, non soltanto può essere da questi ratificato, ma può anche essere a lui imputato a titolo di gestione di affari altrui, ai sensi dell'art. 2028 c.c.", salvo "la reiezione dei medesimi da parte di chi sia titolato a lamentare una cattiva gestione da parte dell'agente".

⁴⁷⁰ CONFORTI, *Fraus omnia corrumpit*, in *Contratti*, 2014, p. 976-977.

⁴⁷¹ F. RANIERI, *Eccezione di dolo generale*, in *Dig. disc.priv. Sez. civ. VII*, Torino, 1991, p. 323. Per una disamina dell'uso dell'eccezione di dolo da parte della giurisprudenza si veda S. VIARO, *Abuso del diritto ed eccezione di dolo generale*, in *L'eccezione di dolo generale. Applicazioni giurisprudenziali e teoriche dottrinali*, (a cura di) GAROFALO, Padova, 2006, p. 56 e ss.; A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 1998, p. 153 ss. In dottrina, l'*exceptio doli generalis* viene ricondotta nell'alveo della buona fede oggettiva, tra gli altri, da L. CARRARO, *Valore attuale della massima "fraus omnia corrumpit"*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, p. 782 ss.; G. MERUZZI, *L'exceptio doli dal diritto civile al diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2006, p. 316, nt. 197.

⁴⁷² La ricostruzione è proposta da F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Giappichelli, Torino, 2015, p. 431 ss.; ID. *Il divieto di abuso del diritto*, in *Europa e dir. priv.*, 1, 2013, p. 75 e ss.

⁴⁷³ Sull'abuso del diritto, tra gli altri, ROTONDI, *L'abuso del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1923, p. 105 e ss.; M. BARCELLONA, *Equilibrio contrattuale e abuso del diritto*, in *Tutele contrattuali e il diritto europeo. Scritti per A. Di Majo Giaquinto*, S. Mazzamuto, (a cura di), Napoli, 2012, p. 487 e ss.; C. SCOGNAMIGLIO C., *La tecnica argomentativa dell'abuso del diritto ed i rimedi contrattuali*, *ivi*, p. 523 e ss.; F. PIRAINO, *Il divieto di abuso del diritto*, cit. (nt. 20), p. 75 e ss.; ID., *La buona fede in senso oggettivo*, cit. (nt. 20), p. 343 e ss. cui si rinvia per l'evoluzione dell'istituto e la più ampia bibliografia.

valutativa⁴⁷⁴. In particolare, secondo tale orientamento, la regola di buona fede, il cui fondamento normativo è rinvenibile negli artt. 1175 e 1375 c.c., rappresenterebbe il “precetto...e il divieto di abuso del diritto una delle funzioni”⁴⁷⁵. Il contenuto dell’abuso del diritto, invece, andrebbe “rinvenuto in una riduzione in chiave teleologica della disposizione normativa”⁴⁷⁶; in altre parole, ritenendosi che gli effetti prodottisi nel singolo caso concreto siano “meno auspicabil[i] e meritevol[i] rispetto ad un'altra finalità assunta come la sostanza della regola”⁴⁷⁷, l’interprete è autorizzato ad evitarli, scongiurando così un eccessivo pregiudizio per la controparte⁴⁷⁸. Sul piano operativo, il giudice, una volta riscontrato l’abuso, non sarà chiamato a sanzionare il comportamento, ma a rifiutare la tutela accogliendo l’*exceptio doli*⁴⁷⁹.

In questi termini, affinché possa sostenersi che il vantaggio conseguito dal cliente tramite l’esperienza dell’azione in forma selettiva sia “ingiustificato”, con conseguente pregiudizio tanto “sproporzionato” dell’intermediario da dover ristabilire l’equilibrio endocontrattuale, sarà necessario considerare tale effetto come non meritevole rispetto all’intenzione normativa. Lo strumento rimediale proposto è allora l’*exceptio doli generalis* (o l’eccezione di buona fede), la quale, una volta riscontrata la devianza degli effetti prodottisi nel caso concreto dalla funzione normativa, consente al giudice di negare la tutela dello “*strictum ius*, senza sconfessarlo”⁴⁸⁰.

Dunque, alla luce della richiamata pronuncia di legittimità, l’indice oggettivo di tale sviamento si dovrebbe rinvenire nella sussistenza di (almeno) un “pareggio di bilancio” tra le perdite connesse agli ordini azionati e i vantaggi conseguiti grazie agli ordini rimasti fuori dal giudizio. Quindi, solamente in presenza di una perdita, configurabile in forza della complessiva valutazione del rapporto instaurato mediante il contratto quadro, il comportamento “selettivo” del cliente sarà sussumibile nella previsione dell’art. 23 t.u.f ed ammesso ad ottenere il ristoro del pregiudizio subito. Diversamente, il giudice dovrà negare tale tutela, giacché la condotta tradirebbe la “finalità assunta come la sostanza”⁴⁸¹ della nullità protettiva, ossia il ripristino dell’equilibrio informativo, determinando un

⁴⁷⁴ Sulla buona fede in funzione valutativa, tra gli altri, F. PIRAINO, *Il divieto di abuso del diritto*, cit. (nt. 20), p. 75 e ss.; ID., *La buona fede in senso oggettivo*, cit. (nt. 20), p. 343 e ss.; U. NATOLI, *L’attuazione del rapporto obbligatorio*, I, in *Tratt.*, diretto da Cicu-Messineo, Milano, 1974, p. 27-29; L. BIGLIAZZI GERÌ, *Buona fede nel diritto civile*, in *Dig. Disc. Priv., sez. civile, II*, Torino, 1988, p. 172 e ss.; A. GALOPPINI, *Appunti sulla rilevanza della buona fede in materia di responsabilità extracontrattuale*, Milano, 1965, p. 1379 e ss.

⁴⁷⁵ F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, cit., p. 378.

⁴⁷⁶ *Ibidem*, p. 401.

⁴⁷⁷ *Ibidem*.

⁴⁷⁸ PIRAINO, *Il divieto di abuso del diritto*, cit., p. 138, l’autore aggiunge che il contrasto rispetto alla funzione della norma potrebbe derivare altresì dal dolo dell’autore o dall’affidamento ingenerato nella controparte.

⁴⁷⁹ F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, cit., p. 409

⁴⁸⁰ *Ibidem*, p. 438-439.

⁴⁸¹ *Ibidem*, p. 401.

effetto non desiderabile, che dimostrerebbe la finalità oggettiva di arrecare un ingiustificato pregiudizio all'intermediario.

5.1.3. Riflessioni conclusive sulla nullità ex art. 23 t.u.f.

A chiusura dell'analisi proposta nel presente capitolo e a guisa di critica della posizione assunta dalla più recente giurisprudenza, merita di ricevere particolare attenzione un dato tanto evidente che a sottolinearlo potrebbe risultare quasi banale, ma a cui la dottrina ha giustamente dato il giusto peso: le parti non sono parimenti considerate dal legislatore. Invero, la nullità di protezione opera “a vantaggio” del (solo) cliente, sbilanciando (non pareggiando) la tutela a suo favore⁴⁸², tanto che la giurisprudenza di legittimità ammette a monte l'esperibilità dell'azione selettiva. La ragione stessa della nullità di protezione si rinviene nello squilibrio contrattuale che caratterizza il rapporto tra intermediario e cliente, e la decisione del Supremo Consesso “è incentrata sul ricorso all'ammissibilità dell'eccezione de qua, sulla scorta di una valutazione improvvida, condotta per il tramite di una ricostruzione classica della categoria dell'abuso, che non si confà all'asimmetria propria del rapporto finanziario”⁴⁸³.

Il nucleo caratterizzante la nullità di protezione è quindi l'operatività a vantaggio del contraente debole, sia dal punto di vista processuale che sostanziale. In questi termini, (tutti) gli effetti selettivi della nullità sono strutturali alla conformazione normativa di tale forma di protezione, proprio perché il legislatore mira a sbilanciare la tutela nel momento stesso in cui commina la sanzione⁴⁸⁴.

Non sembra possibile superare tale dato richiamando l'obbligo di lealtà del cliente nel fornire le informazioni necessarie all'intermediario per adempiere ai propri obblighi informativi. Infatti, si tratta di un dovere che può desumersi dalla disciplina generale dagli artt. 1175 e 1375 c.c. e che costituisce il contraltare di un obbligo in realtà diverso

⁴⁸² Secondo A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, p. 48-49, nota 21, la nullità di protezione “intende sbilanciare la disciplina del rapporto-tipo a favore di una determinata categoria di soggetti ovvero, e meglio, di una delle posizioni del rapporto medesimo”, costituendo così una differenza di trattamento e risolvendosi in un limite di applicabilità della buona fede correttiva, giacché la norma già “rimanda direttamente ai dettami costituzionali dell'utilità sociale e della solidarietà”. Tale impostazione è alla base del ragionamento di U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità “selettive”*. A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 6, p. 845, secondo il quale “lo statuto della nullità di protezione, trovando il proprio baricentro nel criterio di operatività a vantaggio, esprim[e] in radice la positivizzazione di una istanza fondamentale “asimmetrica” che si esprime contrapponendo, alla disparità strutturale che connota la relazione ... una disparità normativa di segno contrario”.

⁴⁸³ F. GRECO, *La nullità «selettiva» e un necessitato ripensamento del protezionismo consumeristico*, in *esito alla pronuncia delle Sezioni Unite*, cit., p. 556.

⁴⁸⁴ U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità “selettive”*, cit., p. 844 ss. secondo il quale (*ivi*, p. 846) “lo sbilanciamento prende appunto corpo al momento operativo dell'invalidità”.

dell'intermediario: ossia la corretta profilazione o, se si vuole, il versante "sostanziale" (non formale) della tutela, per il quale sono esperibili i rimedi tipici previsti per la violazione delle regole di comportamento⁴⁸⁵.

La nullità di protezione, lungi dal determinare una limitazione del perimetro di tutela, dovrebbe porre l'accento sulla funzione sanzionatoria della nullità ex art. 23 t.u.f., la quale ben si presta quale mezzo volto a reprimere e migliorare prassi non virtuose⁴⁸⁶. Ciò potrebbe desumersi dalla scelta del legislatore di sconfessare il classico rimedio del risarcimento del danno a fronte della violazione di un precetto che, a seguito delle elaborazioni giurisprudenziali, sembra più una regola di comportamento che di validità, collegando la violazione dell'obbligo ad un rimedio demolitorio, quale è la nullità. Ed allora, la ragione potrebbe rinvenirsi in una preminente necessità di ordine generale: "è proprio l'ordine pubblico che richiede la protezione dell'interesse privato (e per questo si ha nullità)"⁴⁸⁷ in una prospettiva di tutela del mercato.

Inoltre, questa interpretazione coincide con l'orientamento espresso dalla giurisprudenza europea sulla caducazione delle clausole vessatorie. Secondo la Corte di Giustizia, "l'articolo 6, paragrafo 1, della direttiva 93/13 non può essere interpretato nel senso che consente al giudice nazionale, nel caso in cui accerti l'esistenza di una clausola abusiva inserita in un contratto stipulato tra un professionista ed un consumatore, di rivedere il contenuto di detta clausola invece di escluderne semplicemente l'applicazione nei confronti di quest'ultimo"⁴⁸⁸. La logica che si rinviene in tale decisione è la necessità

⁴⁸⁵ Così secondo l'orientamento espresso dalle note sentenze gemelle Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, con nota di 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.*, 2008, 4-5, p. 936 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in *Società*, 2008, 4, p. 449 ss.; V. SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *Contratti*, 2008, 3, p. 221 ss.; V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corriere Giur.*, 2008, 2, p. 223 ss.

⁴⁸⁶ D. MAFFEIS, *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: la nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca – il commento*, in *Contratti*, 2017, 4, p. 401. L'autore sottolinea la natura sanzionatoria della nullità ex art. 23 t.u.f. rilevando che non è possibile considerare "la sottoscrizione dei contratti bancari e finanziari da parte della banca esclusivamente come una questione di forma informativa (di informazione, allora, del cliente), ma anche, direi innanzitutto, come una questione di organizzazione e di professionalità degli intermediari il cui ovvio corollario è la sanzione della nullità relativa per il difetto di organizzazione e di professionalità che è consistito nel vincolare se stessa ed il cliente ad un contratto senza sottoscriverlo". D'accordo con questa prospettiva, MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità "selettive"*, cit. (nt. 30), p. 854, il quale scrive: "l'imputazione degli effetti pregiudizievoli alla condotta illegittima dell'impresa (per come accertata dalla giurisprudenza) verrà così ad indicare ... la doverosità della correzione *de futuro* di quella prassi, mediante l'adozione dei presidi organizzativi idonei allo scopo".

⁴⁸⁷ A. GENTILI, *La "nullità di protezione"*, cit., p. 107.

⁴⁸⁸ Corte di Giustizia Unione Europea, Sez. I, 14 giugno 2012, n. 618, Banco Espanol de Credito SA c. Joaquin Calderon Camino, causa C-618/10, con nota di A. D'ADDA, *Giurisprudenza e "massimo effetto"*

di garantire gli effetti deterrenti realizzati dalla norma e “un massimo effetto utile”⁴⁸⁹ per il consumatore mediante la caducazione integrale della clausola; il punto di vista è, quindi, “un più radicale riequilibrio a favore del consumatore”⁴⁹⁰.

Tale rilievo appare opportuno giacché la giurisprudenza di legittimità sembra assumere (e ben può assumersi, attesa la debolezza che accomuna il consumatore e il cliente al dettaglio) la nullità di protezione prevista dall’art. 36 dal Codice del Consumo, espressione della direttiva richiamata, come archetipo della nullità di protezione⁴⁹¹.

Pertanto, se il principio ispiratore della norma è appunto quello di conseguire il massimo effetto utile per il cliente/consumatore, non dovrebbero essere considerati estranei al dato normativo effetti inerenti alla produzione di vantaggi economici rispetto all’esercizio dell’azione di nullità e i conseguenti svantaggi per l’intermediario. Infatti, il fine normativo è sanzionatorio (di deterrenza e di dissuasione) e non ripristinatorio della situazione iniziale in cui versava il cliente.

Invero, permettendo all’investitore di selezionare gli ordini di investimento solamente in caso di una perdita patrimoniale, scaturente dal rapporto complessivamente considerato, si uscirebbe dall’ottica della nullità e delle sue conseguenze restitutorie, per approdare ad una logica risarcitoria, che però appare estranea al rimedio e alla funzione normativa.

D’altra parte, l’operatività del principio di buona fede, così come applicato dalle Sezioni Unite, dovrebbe impedire del tutto all’investitore di “selezionare” gli ordini di investimento, indipendentemente dall’aver subito pregiudizio. Sarebbe infatti illogico sostenere che la funzione “informativa” dell’art. 23 t.u.f. verrebbe frustrata solo nel secondo caso, dal momento che il preteso e supposto fine del legislatore si dovrebbe rinvenire nella consegna di uno strumento informativo stabile per cliente e non in una sicura via d’uscita dal rapporto nell’ipotesi di effetti avversi dell’investimento. Al contrario, ponendosi in un’ottica di deterrenza, tutte le conseguenze derivanti dalla dichiarazione di nullità graveranno sul professionista, compresi gli effetti selettivi che possano essere connessi alla domanda proposta del cliente al dettaglio, cosicché il pregiudizio subito dall’intermediario non sarebbe sproporzionato in quanto rientrerebbe nella finalità normativa.

utile per il consumatore”: nullità (parziale) necessaria della clausola abusiva e integrazione del contratto, in *Contratti*, 2013, 1, p. 16 ss.

⁴⁸⁹ *Ibidem*, p. 26-27.

⁴⁹⁰ *Ibidem*, p. 24.

⁴⁹¹ In questi termini anche M. MORESCO, *Forma informativa, sottoscrizione della parte protetta e abuso del diritto*, in *Rivista di diritto bancario*, fasc. 1, 2018, p. 235-237, p. 238-245, il quale, in riferimento ai contratti bancari, rileva che l’art. 127 t.u.b. riprende appunto l’art. 36 cod. cons., così consentendo il richiamo dell’orientamento della Corte di Giustizia con conseguente inoperatività dell’*exceptio doli generalis*. Il punto di vista dell’autore muove dalla diversa questione della validità del contratto sottoscritto dal solo cliente, ritenuta ammissibile in virtù di una interpretazione teleologica dell’obbligo di forma, che prescinderebbe dal problema del massimo effetto utile.

Dal quadro così delineato, nonostante le incertezze applicative che l'approccio assunto dalla giurisprudenza ha generato, ciò che appare senz'altro evidente è che la forza attrattiva del diritto dei consumatori nell'interpretazione degli istituti posti a tutela dell'investitore ha portato ad una "radicale" rielaborazione delle categorie tradizionali della forma e dell'invalidità che assumono oggi nuovi predicati: la forma *ad substantiam ex uno latere* o forma informativa (quale regola di comportamento) e la nullità, non più civilistica né "speciale", ma appunto, di protezione e, se usata "opportunisticamente", "selettiva". A chiusura del cerchio, allora, il passo successivo dovrebbe essere proprio quello di applicare gli orientamenti espressi nella disciplina consumeristica per evitare derive interpretative che, invocando l'obbligo di buona fede, giungono a scardinare la funzione di tutela dell'investitore/consumatore prevista dall'art. 23 t.u.f.

CAPITOLO III

Le regole di comportamento degli intermediari finanziari e i nuovi problemi dell'era Fintech

1. Fintech: la rivoluzione digitale nel settore finanziario e la disintermediazione nei servizi di investimento

All'alba della quarta rivoluzione industriale, la regolamentazione dei mercati finanziari è messa in discussione, trasformandosi in una nuova era, nota anche come Fintech. Negli ultimi decenni, le nuove tecnologie sono state applicate al mondo finanziario, trasformando il suo quadro tradizionale e determinando così incertezze legislative e lacune che necessitano di una revisione.

In questo contesto, il fenomeno dell'applicazione della tecnologia alla finanza, ovvero la rivoluzione Fintech, è molto diffuso, anche se ad oggi non è possibile individuare una definizione univoca, con essa “si possono genericamente designare tutte le componenti digitali presenti nel sistema finanziario ..., che concorrono alla produzione di un servizio o di una relazione finanziaria, caratterizzando l'uno o l'altra proprio in ragione della sua dimensione tecnologica sotto uno o più profili”⁴⁹². A livello regolatorio, può venire in soccorso quanto indicato dalla Risoluzione del Parlamento europeo del 17 maggio 2017⁴⁹³, che intende il Fintech “come un'attività finanziaria resa possibile o offerta attraverso le nuove tecnologie, che interessa l'intero settore finanziario in tutte le sue componenti, dal settore bancario a quello assicurativo, i fondi pensione, la consulenza in materia di investimenti, i servizi di pagamento e le infrastrutture di mercato”, includendo “un'ampia gamma di imprese e servizi che sono estremamente diversi tra loro, che pongono sfide diverse e che richiedono un diverso trattamento normativo”.

L'origine di questo nuovo fenomeno può essere fatta risalire alla crisi finanziaria del 2008 e all'avvento di nuovi *players* quali concorrenti degli operatori tradizionali. Infatti, lo scambio di forza lavoro tra il mondo finanziario e l'intero settore della tecnologia ha permesso una nuova interazione di competenze che si è rivelata essenziale per lo sviluppo del Fintech. La prima fase della rivoluzione è stata fortemente distruttiva e di nicchia, avviata da soggetti esterni (*newcomers*) che si sono presentati come una minaccia agli occhi degli attori tradizionali (*incumbents*). Questa situazione, tuttavia, non è durata a lungo, poiché la tecnologia è stata in grado di cambiare il mercato dall'interno

⁴⁹² M. CIAN, C. SANDEI, *Introduzione*, in *Il Diritto del Fintech*, M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), CEDAM, Edizione E-book, Milano, 2020.

⁴⁹³ Risoluzione del Parlamento europeo del 17 maggio 2017 sulla tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario (2016/2243(INI))

coinvolgendo gli attori tradizionali e le autorità di vigilanza, che hanno accolto con favore la nuova rivoluzione⁴⁹⁴.

Il Fintech sta incidendo in maniera rilevante anche sul mondo del diritto: termini come algoritmi e intelligenza artificiale, *blockchain* e *Distributed Ledger Technology* (DLT), *Big data*, diventano frequenti nel discorso giuridico finendo per influenzare il lavoro degli interpreti e del legislatore. Di fatto, tutte queste tecnologie hanno creato o modificato i prodotti e i servizi del mercato finanziario, dando vita a un modello completamente nuovo in grado di influenzare il mercato e le sue strutture in modo pervasivo. La nozione stessa di mercato viene messa in discussione dalle piattaforme digitali, che svolgono sia la funzione di luogo di incontro tra domanda e offerta che il ruolo di fornitori di prodotti e servizi⁴⁹⁵.

In questo contesto, l'intelligenza artificiale ha svolto un ruolo rilevante cambiando i rapporti tradizionali del mercato finanziario, dove l'intermediario viene sostituito da un algoritmo capace di prestare servizi direttamente ai consumatori che perdono il contatto con il professionista umano. Tra i vari servizi dell'ecosistema Fintech, la consulenza in materia di investimenti spicca come servizio destinato principalmente al consumatore-investitore ed improntato ad una logica di disintermediazione umana, o, secondo alcuni, di "nuova intermediazione", dovendosi distinguere tra servizi semplicemente digitalizzati e servizi che grazie alla tecnologia (in particolare, l'intelligenza artificiale) danno vita ad un fenomeno inedito⁴⁹⁶. I rischi connessi a questa nuova realtà hanno indotto il regolatore a intervenire per verificare la tenuta del sistema in un'ottica di tutela del consumatore e, per esteso, dell'integrità e della stabilità del sistema finanziario. L'approccio scelto dalle autorità⁴⁹⁷ è improntato ad una logica di "neutralità tecnologica", che impone al diritto di "rimanere neutro rispetto alla tecnologia, astenendosi dall'individuare la soluzione tecnica che consenta di implementare i principi giuridici affermati"⁴⁹⁸.

⁴⁹⁴ In questo senso, M. T. PARACAMPO, *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*. Giappichelli, Torino, 2019, p. 3 ss. e *passim*.

⁴⁹⁵ G. D'AGOSTINO, P. MUNAFÒ, *Prefazione alla collana dedicata al FinTech*, in C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, I Quaderni Fintech, 1 2018, p. X, che precisano "le Big-Tech sono in condizione di prestare servizi di natura finanziaria direttamente ai propri utenti/clienti ovvero di fornire un'organizzazione del marketing digitale, inclusiva del beneficio della c.d. brand reputation, alle imprese FinTech attraverso la realizzazione di piattaforme *online* dedicate".

⁴⁹⁶ M. CIAN, C. SANDEI, *Introduzione*, cit.

⁴⁹⁷ Tra i primi interventi a livello europeo, si ricordano la Comunicazione della Commissione Europea COM(2015) 192 final del 6 maggio 2015 e la relativa revisione operata dalla Comunicazione COM(2017) 228 final del 10 maggio 2017; la Comunicazione della Commissione Europea COM(2015) 468 final del 30 settembre 2015, di nuovo oggetto di revisione da parte della Comunicazione COM (2017) 292 final dell'8 giugno 2017; la Comunicazione della Commissione Europea COM(2018) 109/2 dell'8 marzo 2018, "FinTech Action plan: for a more competitive and innovative European financial sector".

⁴⁹⁸ G. FINOCCHIARO, *La Proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale: il modello europeo basato sulla gestione del rischio*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2, 1 2022, p. 304.

Il tema di indagine che si propone nel presente capitolo è allora volto a verificare la tenuta delle regole pensate per i servizi tradizionali, assumendo quale oggetto dell'analisi il servizio di consulenza finanziaria automatizzata, per verificare se anche nel rinnovato contesto il diritto dei consumatori abbia fornito o possa fornire utili soluzioni per la regolazione del fenomeno. A questi fini, il lavoro non potrà prescindere da un breve inquadramento della specifica disciplina applicabile alla consulenza finanziaria tradizionale, per passare successivamente ad analizzare i possibili risvolti applicativi determinati dalla "finanza tecnologica"⁴⁹⁹.

2. La consulenza finanziaria tradizionale: da servizio accessorio a servizio di investimento.

La consulenza finanziaria per lungo tempo non ha goduto del rango di "servizio di investimento" all'interno della disciplina mobiliare. Infatti, mentre la legge Sim la considerava tra le attività di intermediazione, sottoponendola dunque a riserva, nel successivo decreto Eurosim e, in seguito, nel Testo unico della finanza la consulenza finanziaria si vedeva declassata a semplice servizio accessorio⁵⁰⁰, a seguito del recepimento della causa della direttiva 93/22/CEE.

Solamente con la riforma MiFID, la consulenza finanziaria rientra nel novero dei servizi di investimento a causa "della sempre maggiore dipendenza degli investimenti dalle raccomandazioni personalizzate", determinando così definitivamente il divieto per i soggetti non autorizzati di prestare il servizio⁵⁰¹.

Da allora, la consulenza in materia di investimenti ha trovato anche una definizione normativa: l'art. 1, co. 5-septies del testo unico della finanza, recepitata la direttiva MiFID, individua il servizio di consulenza facendo ricorso a due condizioni oggettive: deve concretizzarsi nella prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente (senza aver riguardo alla fonte dell'iniziativa) e deve riguardare una o più operazioni relative a strumenti finanziari. I due elementi della fattispecie consentono di tenere distinto questo servizio di investimento, che in quanto tale è soggetto a riserva di attività, dalle raccomandazioni rivolte al pubblico (come specificato anche dalla norma) e dalle raccomandazioni "generiche" in quanto "relative a tipi di strumenti finanziari e perciò finalizzate ad una pianificazione strategica del portafoglio della clientela (*asset allocation*)"⁵⁰².

⁴⁹⁹ Per l'espressione, M. CIAN, C. SANDEI, *Introduzione*, cit.

⁵⁰⁰ Per un'analisi dell'evoluzione della disciplina, si veda F. PARELLA, *Il Contratto di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R Lener, UTET giuridica, Torino, 2011, p. 1026;

⁵⁰¹ F. PARELLA, *Il Contratto di consulenza finanziaria*, cit., p. 1025.

⁵⁰² F. PARELLA, *Il Contratto di consulenza finanziaria*, cit., p. 1033.

La MiFID II non ha influito su tale nozione, salvo aver spostato nel Regolamento Delegato (UE) 565/2017 l'esclusione della raccomandazione rivolta al pubblico dall'ambito di applicazione della definizione. Al contrario, la nuova riforma ha specificato ulteriormente il servizio delineando la nozione di consulenza "su base indipendente" con la quale si individua l'intermediario che offre il servizio assicurando l'assenza di interessi nelle operazioni raccomandate sotto il triplice profilo dell'assenza di legami con l'emittente o il fornitore, della mancata percezione di incentivi e della diversificazione dell'offerta.

Da quanto sinora esposto, può evincersi che il rapporto che si instaura tra cliente e intermediario si caratterizza per una rilevante dinamica fiduciaria, poiché, come è stato giustamente osservato⁵⁰³, far rientrare nell'ambito della consulenza finanziaria anche la raccomandazione di un solo strumento finanziario finisce per incidere sulle regole di condotta dell'intermediario, poiché viene attratta dalle norme sulla valutazione dell'adeguatezza che si andranno a breve ad analizzare.

2.1 Le regole di comportamento dell'intermediario a tutela dell'investitore/consumatore nella consulenza finanziaria: la valutazione di adeguatezza.

Come già rilevato nel primo capitolo, le regole di comportamento degli intermediari nella disciplina mobiliare costituiscono il nucleo centrale della tutela dell'investitore, attesa la forte asimmetria che caratterizza il rapporto tra le parti, così descrivibile in termini di forza/debolezza. Per ovviare ai rischi connessi da un tale sbilanciamento informativo e contrattuale, l'approccio del legislatore storico si è definito nel senso di costruire l'impianto degli obblighi cui è tenuto l'intermediario contrapponendo norme ad applicazione generalizzata e norme relative ai singoli servizi. Queste ultime, a seguito del recepimento della Direttiva MiFID, sono graduate in funzione della tipologia dei servizi prestati

Esula dallo scopo di questo lavoro analizzare tutte le norme di comportamento cui è tenuto l'intermediario nella prestazione della consulenza in materia di investimento, dovendo necessariamente limitarsi a quelle regole che tale tipo di servizio impone.

⁵⁰³ A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1, 2015, p. 37 - 38, il quale inoltre osserva che "soprattutto nel mercato *retail*, l'investitore non identifica, infatti, nell'intermediario un *provider* di informazioni, ricercando, piuttosto, un interlocutore del quale potersi fidare per una decisione di investimento che non è in grado di gestire da solo. Una simile dinamica fiduciaria - del tutto normale e assolutamente necessaria in un contesto complesso come quello finanziario - porta, tuttavia, con sé la vulnerabilità del cliente rispetto all'intermediario destinatario della sua fiducia. Di qui la titolarità di un potere dell'intermediario sul cliente, che giustifica la corrispondente responsabilità del primo a tutela della possibile vulnerabilità del secondo".

Tuttavia, giova ricordare che il punto di partenza della disciplina sono i criteri generali di condotta⁵⁰⁴ che devono guidare l'intermediario, prescrivendo l'art. 21 t.u.f., come già indicato, il dovere di comportarsi con trasparenza, diligenza e correttezza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati. Proprio quest'ultimo passaggio è il tratto centrale della normativa a partire dalla prima riforma MiFID, la quale ha inteso orientare la condotta dell'intermediario "al migliore interesse dei suoi clienti" quale scopo ultimo cui deve tendere l'intermediario nel rispetto delle regole, ponendo così il primo tassello verso l'emergere di un approccio "paternalistico", in un'ottica di tutela più simile a quella del consumatore che a quella dell'agente razionale⁵⁰⁵.

Fatta questa premessa, occorre ora analizzare le regole di comportamento che riguardano, in particolare, la consulenza finanziaria. Quest'ultima, è indicata dalla disciplina MiFID (poi confermata dalla MiFID II) un servizio a valore aggiunto (insieme con il servizio di gestione di portafogli) poiché capace di influire sulle scelte di investimento del cliente e in quanto tale obbliga l'intermediario ad effettuare la valutazione dell'adeguatezza delle operazioni raccomandate ai clienti, quale regola di comportamento più "onerosa", per l'intermediario, e più "protettiva" per il cliente, nel sistema di graduazione delle norme di condotta.

La c.d. *suitability rule* era parte integrante anche dell'impianto normativo pre-MiFID, con la rilevante differenza che in caso di operazione inadeguata, l'intermediario poteva comunque procedere alla sua esecuzione purché, avvertito il cliente di tale circostanza, quest'ultimo lo autorizzasse per iscritto o su altro supporto durevole, in cui venisse fatta menzione della segnalazione (*ex art. 29 del reg. Consob 11522/1998*). Il problema dell'autorizzazione all'operazione inadeguata è stato al centro di un vivace dibattito che ha visto il proliferarsi del contenzioso tra clienti e intermediari. Dall'analisi della casistica giurisprudenziale emerge, in particolare, l'affermarsi di una prassi poco virtuosa da parte degli intermediari, i quali si limitavano a richiedere al cliente la sottoscrizione di un modulo prestampato senza però fornire spiegazione alcuna delle conseguenze della scelta; a ciò si aggiungeva la tendenza a far sottoscrivere dichiarazioni che riportavano il rifiuto a fornire le informazioni da parte del cliente, l'impossibilità per l'intermediario di procedere alla relativa valutazione e la conseguente autorizzazione all'operazione⁵⁰⁶.

⁵⁰⁴ P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R Lener, UTET giuridica, Torino, 2011, p. 254 osserva che "la norma richiamando i principi generali è funzionale alla definizione del legame che sussiste tra norme di diritto comune e disciplina speciale dei comportamenti degli intermediari mobiliari. Le regole di condotta mantengono infatti, una posizione di continua dialettica con le clausole generali di correttezza e diligenza, a volte specificandole, a volte integrandole, costituendo così la fonte di ulteriori e specifici criteri di comportamento".

⁵⁰⁵ A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. dalla trasparenza alla fiducia*, cit., p. 3 ss. e per più ampi riferimenti il primo capitolo del presente lavoro.

⁵⁰⁶ Per questi profili e una ricostruzione del relativo dibattito si veda, A. PERRONE, *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di A. PERRONE, Giuffrè, Milano, 2008,

Con la direttiva MiFID la situazione muta venendosi a creare un quadro rimasto pressoché invariato a seguito della MiFID II, salvo il fatto che molte regole sono ora contenute nel Regolamento Delegato (UE) 565/2017 (in particolare, negli art. 53, 54, 55), cui ora, salvo alcune eccezioni, il Regolamento Intermediaria fa espressamente rinvio.

In particolare, la valutazione dell'adeguatezza viene richiesta solamente nel caso della consulenza in materia di investimenti (e gestione di portafogli), prevedendosi per gli altri servizi, a seconda dei casi, la c.d. valutazione dell'appropriatezza o l'*execution only*⁵⁰⁷. Nel dettaglio, l'indagine sull'adeguatezza presuppone da parte dell'intermediario una raccolta di informazioni relative al cliente per operare una corretta identificazione del suo profilo finanziario secondo il principio *know your customer*. Vengono stabilite tre categorie generali di informazioni che devono essere acquisite per effettuare una corretta valutazione dell'adeguatezza dell'operazione, relative alle conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto raccomandato, alla sua situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite e agli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio, regole che vengono poi ulteriormente specificate dal Regolamento Delegato (UE) 565/2017. È alla luce delle informazioni ricevute che l'intermediario verificherà che una o più operazioni relative a strumenti finanziari sia adeguata, ossia se “a) corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio; b) è di natura tale che il cliente è finanziariamente in grado di sopportare i rischi connessi all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) è di natura tale per cui il cliente possiede le necessarie esperienze e conoscenze per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio”. Si segue così un “approccio multivariato, verificando per ognuna delle tre tipologie di informazioni la coerenza con l'operazione consigliata o eseguita dal gestore”⁵⁰⁸. La MiFID II prevede un obbligo aggiuntivo per l'intermediario di fornire una relazione di consulenza che specifichi le ragioni dell'idoneità della raccomandazione per il cliente al dettaglio, “inclusa una spiegazione di come risponda agli obiettivi e alle circostanze personali del cliente in riferimento alla durata dell'investimento richiesta, alle

p. 11 ss., il quale (*ivi* p. 13) rileva una certa oscillazione “tra la sufficienza di una *disclosure* standardizzata e (quando non addirittura una valenza confessoria di una dichiarazione relativa all'acquisto di informazioni sulle caratteristiche dell'operazione e all'opposto, una qualificazione delle dichiarazioni apposte sul modulo d'ordine come “mere clausole di stile ... inadeguate a esonerare l'intermediario dal fornire la prova positiva del tipo di informazione concretamente dato” Sul tema anche, R. LENER, *Forma contrattuale a tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, cit.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004. Per la giurisprudenza, si veda Trib. Milano 9 novembre 2004; Trib. Milano 9 marzo 2005; Trib. Torino 21 marzo 2005, tutte su www.ilcaso.it; Trib. Firenze 18 febbraio 2005; Trib. Prato 18 dicembre 2006 *ivi*.

⁵⁰⁷ Su cui ampiamente, L. GAFFURI, *Adeguatezza, appropriatezza ed execution only*, in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, L. Gaffuri, S. Belleggia (a cura di), Giuffrè, Milano, 2019, p. 183.

⁵⁰⁸L. GAFFURI, *Adeguatezza, appropriatezza ed execution only*, cit., p. 181 ss.

conoscenze ed esperienze del cliente e alla sua propensione al rischio e capacità di sostenere perdite”.

Risulta, infine, di estrema rilevanza, rispetto alla precedente disciplina, il divieto di astensione imposto all’intermediario di fornire la raccomandazione non adeguata che sussiste sia ove il cliente si rifiuti di fornire le informazioni necessarie o non fornisca sufficienti informazioni (fermo l’obbligo dell’intermediario di non disincentivare il cliente nel renderle), sia nel caso di esito negativo della valutazione, il quale quindi “diviene bloccante, il che, inevitabilmente, rafforza la portata della regola e la sua centralità per il sistema”⁵⁰⁹.

Il tema della valutazione dell’adeguatezza, facendo parte di quel complesso di norme riconducibili alle regole di comportamento, va poi considerato in riferimento all’apparato rimediabile a disposizione dell’investitore nelle controversie instaurate contro l’intermediario finanziario che non abbia adempiuto agli obblighi imposti dalla disciplina.

Si ricorda, in primo luogo, che il problema della natura del rimedio esperibile ha per lungo tempo dominato la scena del contenzioso con i clienti, assecondato dalla (consueta) laconicità del t.u.f. per tale profilo, laddove le regole di comportamento sancite dagli articoli 21 e seguenti del t.u.f. non sono accompagnate dalla specifica previsione della loro sanzione in caso di inadempimento⁵¹⁰.

Il primo orientamento formatosi sul punto si è sviluppato nel periodo degli scandali finanziari connessi al cd. “risparmio tradito”, di cui si è detto nella trattazione precedente. In particolare, la giurisprudenza di merito tendeva a dichiarare l’invalidità del contratto stipulato con l’intermediario per violazione di norme imperative. Si invocava quindi la fattispecie della nullità “virtuale” di cui all’art. 1418, co. 1, c.c., idoneo ad intervenire nel caso in cui la violazione dei precetti imperativi non si accompagni una previsione di invalidità⁵¹¹.

⁵⁰⁹ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 146.

⁵¹⁰ Sulla responsabilità degli intermediari, G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Ancora qualche divulgazione sul tema*, in *Giur. it.*, 2006, p. 1633 ss.; ID., *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, p. 537 ss.; A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, I, p. 373 ss.; F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell’investitore all’intermediario*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 889 ss.; D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell’interesse ed organizzazione dell’attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 575 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l’ambaradam dei rimedi)*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 896 ss.; F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, EGEA, Milano, 1993; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004.

⁵¹¹ Trib. Palermo, 16 marzo 2005.; Trib. Monza, 27 gennaio 2005.; Trib. Parma, 13 aprile 2005.; Trib. Mantova, 12 novembre 2004.; Trib. Brindisi, 21 febbraio 2005.; Trib. Mantova, 18 marzo 2004.; Trib. Venezia, 22 novembre 2004.; Trib. Treviso, 26 novembre 2004.; Trib. Firenze, 30 maggio 2004.; Trib. Firenze, 18 febbraio 2005 e Trib. Firenze, 19 aprile 2005. In dottrina, favorevoli F. SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, I, p. 55 ss.; P. 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, II, p. 2129 ss.; B. INZITARI, V. PICCINI, *La*

Un altro indirizzo, rimasto però, minoritario, privilegiava il profilo della mancata corretta formazione della volontà contrattuale del cliente, alterata dalla violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario, con conseguente applicazione dell'annullabilità del contratto per errore o per dolo determinante ai sensi degli art. 1427 c.c.⁵¹²

La terza e ultima posizione è stata successivamente avvallata dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione⁵¹³, secondo la quale “la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni, che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario, può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti. Può, invece, dar luogo a responsabilità contrattuale ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione”.

L'orientamento interpretativo espresso dalle Corti di merito in riferimento a rimedi alternativi rispetto alla risoluzione e al risarcimento del danno è stato influenzato anche dalla necessità di alleggerire il cliente dagli oneri probatori connessi a tale giudizio. Ebbene, le Sezioni Unite del 2007, lungi dal chiudere la questione, lasciano aperto il problema dell'onere della prova, che ha una particolare rilevanza nei giudizi relativi all'adempimento degli obblighi di verifica dell'adeguatezza.

Sull'*onus probandi*, invero, l'art. 23 t.u.f., al comma 6, detta una specifica disciplina, segnatamente addossando all'intermediario l'onere di dimostrare di aver agito secondo la specifica diligenza richiesta nei giudizi di risarcimento dei danni intentati dai clienti. Come spesso avviene nell'ambito degli istituti disciplinati dal Testo unico finanziario, anche questo tema è stato oggetto di diversi contrasti interpretativi, spesso antitetici, formati sia a livello dottrinale che giurisprudenziale, nonostante l'espressa previsione dell'art. 23 t.u.f.

tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari, cit., p. 158 ss.; A. VALONGO, *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 161 ss.

⁵¹² Tribunale Pinerolo, 14/10/2005, Tribunale Novara, 06/02/2006, n.277, Tribunale Palermo, 28/03/2006.

⁵¹³ Cassazione civile sez. un., 19/12/2007, n. 26724, 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.*, 2008, 4-5, p. 936 ss.; C. ROMEO, *Osservatorio di legittimità*, in *Contratti*, 2008, 5, p. 487 ss.; V. SCOGNAMIGLIO, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle s.u. – Il commento*, in *Società*, 2008, 4, p. 449 ss.; V. SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la cassazione esclude la nullità – Il commento*, in *Contratti*, 2008, 3, p. 221 ss.; V. MARICONDA, *L'insegnamento delle sezioni unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità - Il commento*, in *Corriere Giur.*, 2008, 2, p. 223 ss.

In particolare, se da un lato alcune voci in dottrina hanno letto nella formulazione della norma in commento una vera e propria inversione dell'onere della prova nel giudizio di risarcimento del danno, coinvolgendo quindi gli elementi costitutivi dell'inadempimento e, anche, del nesso causale⁵¹⁴, altre hanno al contrario ritenuto che il legislatore non avesse intenzione di dettare una disciplina speciale per i rapporti di intermediazione, essendosi limitato a chiarire la portata applicativa delle regole del diritto comune, che impone al cliente, oltre all'allegazione dell'inadempimento e la prova del danno, altresì la dimostrazione del relativo nesso di causa⁵¹⁵.

Tornando al caso specifico della raccomandazione inadeguata, il problema si è spesso posto in riferimento alla vigenza della precedente disciplina, che consentiva al cliente di autorizzare l'operazione inadeguata. Sul punto, in giurisprudenza, richiamando le opinioni espresse in dottrina, le Corti di merito hanno dimostrato di aderire all'uno e all'altro orientamento. Alcune pronunce, infatti, percorrono la strada del c.d. danno "*in re ipsa*", affermando che "non è necessario procedere alla verifica del nesso causale tra violazione e danno quando si è in presenza di un'operazione non adeguata di cui non sia stata fornita specifica segnalazione per iscritto all'investitore, poiché non sono le concrete e specifiche modalità esecutive dell'ordine di borsa a venire in questione, ma il compimento stesso dell'operazione, che non avrebbe dovuto affatto avere luogo ... atteso il dovere dell'intermediario di astenersi"⁵¹⁶. La Corte di Cassazione ha però dimostrato di preferire un diverso orientamento chiarendo che "l'investitore deve allegare l'inadempimento delle citate obbligazioni da parte dell'intermediario, nonché fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e l'inadempimento, anche sulla base di presunzioni; l'intermediario, a sua volta, deve provare l'avvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico, allegare come inadempite dalla controparte, e, sotto il profilo soggettivo, di avere agito con la specifica diligenza richiesta"⁵¹⁷.

Questo indirizzo va oggi integrato con le più recenti pronunce di legittimità relative al tema di violazione degli obblighi informativi secondo il quale "una volta provata l'omessa fornitura da parte della banca intermediaria delle informazioni rilevanti, la sussistenza del nesso causale fra l'inadempimento dell'intermediario ed il danno subito dal cliente è presunta, dal momento che l'inosservanza dei doveri informativi costituisce di per sé un fattore di disorientamento per l'investitore. L'intermediario finanziario può vincere tale

⁵¹⁴ F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, Giuffrè, 1992, p. 68 - 69; M. TOPINI, *L'onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. Commerciale*, 1999, I, p. 701 ss.

⁵¹⁵ M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 546 - 547; E. RULLI, *L'onere della prova nei giudizi di risarcimento danni nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Trattato dei contratti*, Rescigno e Gabrielli (diretto da), vol. II, Torino, Utet, 2011, p. 351 - 355.

⁵¹⁶ Trib. Torino 19 luglio 2009, consultabili su www.ilcaso.it e Trib. Verona, 28 febbraio 2008, in *Contr.*, 2008, p. 555 ss.

⁵¹⁷ Cass. civ. 17/02/2009, n. 3773, consultabile su dejure.it.

presunzione fornendo la prova positiva di sopravvenienze atte a deviare il corso della catena causale”⁵¹⁸.

Ed allora, mutando questi orientamenti nel contesto attuale, potrà affermarsi che in caso di violazione degli obblighi di corretta valutazione dell’adeguatezza e del conseguente obbligo di astensione, il cliente sarà tenuto ad allegare l’inadempimento e a dar prova del danno, potendo fondare il nesso di causalità, in via presuntiva, sulla “riferibilità dell’operazione” all’intermediario, cui spetterà dimostrare di aver agito con la diligenza professionale richiesta, idonea ad interrompere il nesso causale e quindi ad escluderne la responsabilità.

2.2. Il rapporto tra *product governance* e verifica dell’adeguatezza

A completamento delle regole cui è tenuto l’intermediario, è opportuno ricordare che, insieme alla valutazione dell’adeguatezza, quest’ultimo è tenuto, in quanto “distributore” al rispetto delle regole dettate in tema di *product governance*. Come già trattato nel corso del presente lavoro, la *product governance*⁵¹⁹ si inserisce nel contesto della disciplina mobiliare come una strategia di tutela del tutto nuova volta a “*configurare un presidio di organizzazione e un meccanismo di governo dell’impresa di investimento*”⁵²⁰ imposti a tutti gli intermediari in via generalizzata,

Più precisamente, il nuovo impianto normativo (introdotto dalla direttiva delegata (UE) 2017/593 e disciplina dall’art. 21 co. 2 bis t.u.f e dal Regolamento Intermediari) prevede l’obbligo per i soggetti abilitati di individuare un determinato mercato di riferimento di clienti finali, al fine di concepire i prodotti finanziari alla luce delle esigenze della categoria individuata, assicurando di realizzare una strategia di distribuzione che sia coerente con il medesimo *target* di riferimento. La disciplina così impostata determina una selezione a monte dei prodotti distribuibili ad una determinata

⁵¹⁸Questo orientamento è stato di recente confermato dalla Corte di Cassazione (in Cassazione civile sez. I, 16/11/2018, n.29607, con nota di A. ZURLO, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, 4, 2019, p. 1199 ss.) la quale ha ribadito che “l’inadeguatezza dell’operazione comporta un alleggerimento dell’onere probatorio gravante sull’investitore, ai fini dell’esercizio dell’azione risarcitoria non nel senso che il danno derivante dall’inadempimento degli obblighi informativi possa considerarsi *in re ipsa*, ma in quello, più limitato, di consentire l’accertamento, in via presuntiva, del nesso di causalità”. Così anche, Cass., 17 novembre 2016, n. 23417; Cass. 3 giugno 2016, n. 11466; Cass., 18 maggio 2017, n. 12544; Cass., 7 giugno 2017, n. 14166; Cass., 31 gennaio 2014, n. 2123, tutte consultabili *su dejure.it*.

⁵¹⁹ Sul tema, si veda A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie del rapporto tra clientela e intermediari finanziari*, in *Riv. Reg. merc.*, 2016, 1 ss.; A. PERRONE, *Considerazioni in tema di product governance*, 2019, in www.dirittobancario.it; ID., *Oltre la trasparenza. Product governance e product intervention e le “nuove” regole di comportamento*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Ginevra (a cura di), Giappichelli, Torino, 2019, p. 75 ss.

⁵²⁰ V. TROIANO, R. MOTRONI, *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Cedam, Edizione del Kindle, 2016.

classe di investitori, con una logica interventista cui consegue una limitazione dell'autonomia negoziale, sia degli investitori che degli intermediari. L'ambito di applicazione della disciplina riguarda sia i produttori che i distributori dei prodotti, purché si tratti di soggetti vigilati.

Le conseguenze applicative di un tale intervento *ex ante* hanno il pregio di assicurare “una maggiore trasparenza e una maggiore verificabilità non solo delle condotte dei professionisti, ma anche del prodotto stesso sul quale verrà impresso un “marchio di fabbrica” che lo accompagna lungo tutta la catena distributiva, dalla produzione alla messa in circolazione del prodotto.”⁵²¹

Considerando che le regole di *product governance* prescrivono di concepire o distribuire i prodotti secondo *le esigenze* di una *determinata categoria* di clientela, potrebbe ravvisarsi una certa sovrapposizione rispetto alle regole di valutazione dell'adeguatezza che devono essere rispettate dal distributore, inteso come l'intermediario che offre o *raccomanda* uno strumento finanziario. Ci si potrebbe chiedere, infatti, se il consulente finanziario possa limitarsi a considerare adeguato il prodotto oggetto della raccomandazione in quanto rientrante nel *target* di riferimento, oppure gli sia richiesto di procedere comunque ad una valutazione.

In merito, l'ESMA nelle sue Linee guida sulla *product governance*⁵²² precisa che “l'obbligo per il distributore di individuare il mercato di riferimento reale e di assicurare che un prodotto sia distribuito conformemente al mercato di riferimento reale non è sostituito da una valutazione dell'idoneità o dell'adeguatezza, ma deve essere rispettato in aggiunta a tale valutazione e prima della stessa”.

Si può osservare che l'intervento chiarificatore dell'Autorità ben si concilia con lo scopo della valutazione dell'adeguatezza. Infatti, mentre l'individuazione di un *target* di clientela opera solo “in astratto”, imposta dalla disciplina, di fornire una raccomandazione che tenga conto “in concreto” delle caratteristiche del cliente⁵²³.

A completamento della nuova strategia di intervento, sono previsti poteri incisivi dell'Autorità di vigilanza, unificabili sotto la nozione di *product intervention*, che incidono sia sul prodotto, laddove possono proibirne o limitarne la circolazione sia sull'attività commerciale, mediante l'interdizione temporanea dalla prestazione del servizio o la destituzione di un amministratore dal consiglio di amministrazione.

⁵²¹ G. BERTI DE MARINIS, *Contratti dei mercati regolamentati: norma imperativa e conformazione*, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2019, p. 64.

⁵²² Linee Guida ESMA, 35-43-620 IT del 05/02/2018.

⁵²³ G. BERTI DE MARINIS, *Contratti dei mercati regolamentati: norma imperativa e conformazione*, p. 67.

3. La consulenza finanziaria automatizzata: modelli a confronto e problemi definatori.

Come anticipato, tra i servizi Fintech che possono ricondursi nell'alveo della disciplina mobiliare si annovera senz'altro quel nuovo fenomeno che, raggiungendo il mercato europeo da Oltreoceano⁵²⁴, prende il nome di *robo-advice* (prestato appunto dal *robo-advisor*) o, mutandolo nella lingua italiana, di consulenza finanziaria automatizzata.

Non è dato rinvenire una ricostruzione univoca del fenomeno, così come per analoghi termini (ad esempio "robot"), il cui uso frequente nell'ambito dell'intelligenza artificiale sconta la tendenza derivante dall'influenza della letteratura di accomunare sotto il medesimo ombrello opzioni tecnologiche anche molto diverse⁵²⁵.

Indipendentemente dal multiforme atteggiarsi, il servizio si caratterizza comunemente per offrire il servizio al cliente tramite piattaforme *online* "preimpostate sulla base di algoritmi e delle più moderne tecnologie, per creare, gestire, tenere sotto controllo e, in alcuni casi, ribilanciare i portafogli di investimento da raccomandare agli investitori attraverso processi di consulenza."⁵²⁶

Più specificatamente, la consulenza finanziaria automatizzata racchiude in sé i tre elementi minimi che, secondo un recente studio del Parlamento Europeo, accomunano le attività Fintech e che consentono almeno di classificare il fenomeno: "[1] *it is a technology-driven financial service*, [2] *which provides a new solution, a new business model or an alternative to, what already exists in the financial sector*, [3] *and offers a significant added value to any of the stakeholders involved in the value chain (mainly the consumer)*"⁵²⁷.

Ne derivano significativi benefici, tra cui si possono segnalare la riduzione dei costi connessi alla consulenza, l'ampliamento della platea degli investitori cui erogare il servizio e la migliore qualità della consulenza data dalle maggiori capacità della

⁵²⁴ M. T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M. T. Paracampo (a cura di), Vol. I, Giappichelli, e-Book, 2021, p. 127

⁵²⁵ Su queste considerazioni in merito alla nozione di "robot" e sulla conseguente inutilità della ricerca di una definizione unica, si veda A. BERTOLINI, *Robots as Products: The Case for a Realistic Analysis of Robotic Applications and Liability Rules*, in *Law Innovation and Technology*, 5(2), 2013, 214-247, il quale precisa che "rather than a definition, a classification ought to be created, where various criteria are considered, such as: (i) embodiment or nature; (ii) level of autonomy; (iii) function; (iv) environment; and (v) human-robot interaction,²⁴ and individual applications should then be analysed accordingly" (ivi p. 219 ss.).

⁵²⁶ P. MAUME, *Regulating Robo-Advisory*, in *Texas International Law Journal*, 55.1, 2019, p. 61.

⁵²⁷ A. FRAILE CARMONA, A. GONZÁLEZ-QUEL LOMBARDO, R. RIVERA PASTOR, C. TARÍN QUIRÓS, J. P. VILLAR GARCÍA, D. RAMOS MUÑOZ, L. CASTEJÓN MARTÍN, *Competition Issues in the Area of Financial Technology (FinTech)*, Luxembourg: Publications Office, 2019, p. 47.

tecnologia rispetto a quelle umane⁵²⁸.

In riferimento al criterio tecnologico, come anticipato, la consulenza finanziaria automatizzata si fonda sull'erogazione del servizio tramite portali online e incentrata sull'uso degli algoritmi. La caratteristica dominante di questo servizio è, dunque, l'automazione del rapporto tra il consumatore e il consulente digitale; automazione che può presentare una diversa gradazione, in ragione della quale si distingue tra *robo-advisors* “fisici con algoritmo, ibridi, o automatizzati”⁵²⁹.

Il primo modello è quello che maggiormente si avvicina al servizio tradizionale poiché il cliente riceverà le informazioni direttamente dall'intermediario “fisico” il quale, invece, si avvarrà del software algoritmico per generare le raccomandazioni personalizzate, parlandosi in questo caso di *robo for advice*.

Il secondo, invece, vede il cliente prendere contatto direttamente con l'algoritmo mediante l'interfaccia della piattaforma online (ove è offerto il servizio), ma nei momenti più rilevanti della consulenza - come nell'attività di profilazione, che condiziona la valutazione dell'adeguatezza, e del rilascio della raccomandazione - interagire con “l'intermediario umano”.

Il terzo ed ultimo modello è invece totalmente automatizzato, in quanto il cliente si interfaccia esclusivamente con la piattaforma web, così che l'interazione umana scompare; né la possibilità di contattare il servizio IT in caso di problemi tecnici o di sporgere reclami o ancora di chiedere chiarimenti sulle condizioni del servizio, pone in dubbio che si tratti in questo caso di un vero e proprio fenomeno di “disintermediazione” tipico di molti dei servizi Fintech, poiché il cuore del servizio può dirsi fornito direttamente dalla “macchina”⁵³⁰.

La definizione di consulenza finanziaria automatizzata offerta dall'ESMA rispecchia l'offerta proposta dal mercato, in quanto per *robo-advice* si intende: *the provision of investment advice or portfolio management services (in whole or in part) through an automated or semi-automated system used as a client-facing tool*. Come si vedrà, l'ESMA ha proposto questa nozione di consulenza automatizzata nelle Linee guida sull'adeguatezza emanate con il *Final Report* del 2018⁵³¹.

Il mercato guida per la *robo-advice* è indubbiamente quello statunitense (luogo di origine del servizio), mentre a livello europeo, subito dopo il Regno Unito, si posiziona il mercato italiano, seguito da quello francese e tedesco. Nonostante i numeri dimostrino

⁵²⁸ Si veda P. PIA, *La consulenza finanziaria automatizzata*, Franco Angeli, Collana Banca Finanza e PMI, E-book, p. 90-91.

⁵²⁹ P. PIA, *La consulenza finanziaria automatizzata*, cit., p. 112.

⁵³⁰ Per la classificazione proposta in questo paragrafo si veda, tra gli altri, P. PIA, *La consulenza finanziaria automatizzata*, cit., p. 112; R. LENER, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, I Quaderni di Minerva Bancaria, Italian Edition, Edizione del Kindle, p. 55.; M. T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, cit., p. 204 – 205.

⁵³¹ ESMA, *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements* (ESMA35-43-869/28 May 2018).

che la consulenza automatizzata non copra ancora una rilevante porzione del mercato globale, la *robo-advice* ha raggiunto velocemente volumi significativi, dimostrando una capacità di crescita prodigiosa, tanto da aver fatto ipotizzare che il numero di investitori arriverà a duplicarsi nel 2025⁵³².

3.1. La democratizzazione del servizio di investimento tra rischi e benefici per il consumatore-investitore.

Se in un primo momento, il servizio poteva dirsi parte di quel fenomeno *disruptive* che da subito ha conferito una particolare connotazione “rivoluzionaria” ai servizi Fintech, più di recente gli operatori tradizionali, in particolare banche e fondi di investimento, “hanno risposto alla sfida digitale cominciando ad intraprendere un percorso di *restyling* tecnologico”⁵³³, fornendo ai propri clienti l’opzione “automatizzata”, ora direttamente, offrendola come servizio integrato nell’impresa, anche nell’ambito di rapporti di gruppo, ora esternalizzandola ai nuovi *players* Fintech⁵³⁴.

In un’ottica di riduzione dei costi transattivi sia per l’intermediario che per il cliente, i *robo-advisors* tendono a raccomandare principalmente i fondi comuni di investimento, ETF e Index Funds, con una particolare (recente) propensione agli investimenti ESG (*environmental, social and governance factors*)⁵³⁵, definendo così un approccio “number based” che nulla ha a che fare con le capacità tecnologiche del consulente automatizzato⁵³⁶.

Infatti, i canali di distribuzione digitali sono potenzialmente molto sofisticati laddove la tecnologia algoritmica può raggiungere livelli di automazione variabili, dalla semplice capacità di analisi statistica a quella di apprendimento, come nel caso del *machine learning* e del *deep learning*.

⁵³² Per questa analisi, P. MAUME, *Regulating Robo-Advisory*, cit., p. 15, che fornisce anche i seguenti dati: “il principale mercato dei robo-advisor è oggi quello statunitense ... Il motivo principale è che le grandi società di investimento del mondo hanno tutte sede negli Stati Uniti e hanno iniziato a fornire servizi di *robo-advisory* nell’ultimo decennio, quindi prima di molte controparti europee. servizi di *robo-advisory* nell’ultimo decennio e quindi prima di molte delle loro controparti europee. Le dimensioni del mercato europeo sono relativamente modeste, pari a 108 miliardi di dollari USA. I mercati nazionali più grandi sono il Regno Unito (18 miliardi di dollari), l’Italia (15 miliardi di dollari), la Francia (13 miliardi di dollari) e la Germania (9 miliardi di dollari)”.

⁵³³ M. T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, cit., p. 204.

⁵³⁴ In questi termini, per il mercato Italiano, N. LINCiano, P. SOCCORSO, R. LENER, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, in *Quaderno FinTech n. 3*, gennaio 2019, p. 4; per il mercato europeo P. MAUME, *Robo-advisors*, Luxembourg: European Parliament, 2021, disponibile su [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2021/662935/IPOL_ATA\(2021\)662935_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2021/662935/IPOL_ATA(2021)662935_EN.pdf), cit. p. 15.

⁵³⁵ P. MAUME, *Robo-advisors*, cit., p. 36.

⁵³⁶ P. MAUME, *Robo-advisors*, cit., p.12 ed *ivi* per ulteriori studi sulla diffusione del fenomeno.

Questa rapida diffusione del nuovo servizio Fintech è stata indubbiamente facilitata dal modello di *business* proposto, caratterizzato, come si è visto, da bassi costi e da una elevata componente digitale, riflettendo quindi “un tentativo di “democratizzazione” del servizio di consulenza, sorretto dal duplice obiettivo di ampliarne la platea dei destinatari e di favorire l’inclusione finanziaria di soggetti considerati *unbanked*”, normalmente identificabili con i consumatori, “soddisfacendo nel contempo le esigenze proprie delle nuove generazioni”⁵³⁷.

In definitiva, il servizio si presenta come estremamente adatto al consumatore, sia dal punto di vista della capacità finanziaria che dalle possibilità offerte dalla tecnologia in merito a strumenti in grado di assistere il cliente in ogni momento e in ogni luogo, aprendo anche a canali transnazionali che prima sarebbero risultati difficilmente accessibili.

In un tale contesto, le autorità nazionali, europee ed internazionali non potevano che guardare al nuovo fenomeno con un misto di interesse e preoccupazione⁵³⁸, e sono così intervenute con un approccio, però, disomogeneo e scoordinato⁵³⁹, dovuto probabilmente alla diffusione “a macchia di leopardo tanto *cross border* quanto *cross sector*”⁵⁴⁰ del servizio.

Nell’individuazione dei rischi e benefici che caratterizzano il *robo advisor* riveste particolare rilievo il *Joint Committee of ESAs report on automation in financial advice* emanato nel 2016 dalle autorità di vigilanza europee, rispetto al quale si ritiene utile sviluppare alcune riflessioni prodromiche all’interpretazione che si andrà a proporre dei fenomeni e della disciplina loro applicabile.

In primo luogo, dal Report emerge chiaramente che l’indagine delle autorità di vigilanza europee presume che il destinatario di eventuali interventi regolatori sia prima di tutto il consumatore; e infatti, il perimetro di indagine del *Report*, ponendo il suo focus sul consumatore, finisce per comprendere servizi che non rientrano nell’ambito di applicazione della MiFID II⁵⁴¹.

Da un punto di vista di valutazione del merito del fenomeno, i vantaggi della consulenza finanziaria automatizzata possono essere individuati essenzialmente nel modello di business che caratterizza i *robo-advisor*, che consente una riduzione di costi

⁵³⁷ M. T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, cit., p. 128

⁵³⁸ IOSCO, *Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys*, 2014M IOSCO Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey, 2016.

⁵³⁹ M. T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, cit., p. 120.

⁵⁴⁰ M. T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, cit., p.127

⁵⁴¹ Critica sul punto M. T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, cit., p. 135 e in M. T. PARACAMPO, *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 4/2016, supplemento, p. 256.

rispetto alla consulenza tradizionale, l'ampliamento della gamma dei prodotti e servizi accessibili ai consumatori e l'estensione della platea degli investitori, cui, naturalmente, corrisponde l'interesse dell'intermediario all'acquisizione di nuova clientela. Tra i rischi, invece, si annoverano il ridotto accesso alle informazioni e alla capacità limitata di elaborarle, cui potrebbe seguire una raccomandazione non adeguata, i difetti nel funzionamento dell'algoritmo dovuti a errori, *hacking* o manipolazioni esterne che impediscano una corretta erogazione del servizio e, infine, il proliferare del contenzioso a causa della non chiara allocazione della responsabilità.

Nonostante non siano pochi né di scarso rilievo i rischi individuati e abbiano significative ricadute in quanto, potenzialmente, possono incidere sulla valutazione dell'adeguatezza quale elemento centrale della tutela del cliente al dettaglio, le ESAs concludono che gli strumenti offerti dalla regolazione europea sono sufficienti per affrontare i relativi rischi, in applicazione del principio di neutralità tecnologica.

Nel proseguo, allora, si tenterà di verificare se le autorità di vigilanza europee hanno valutato correttamente la capacità del diritto di tutelare il consumatore nel rinnovato contesto Fintech, analizzando gli aspetti della tutela nel settore mobiliare che potrebbero risentire dell'incidenza delle peculiari modalità di erogazione della consulenza finanziaria automatizzata e valutando se l'approccio orientato al consumatore-investitore abbia fornito o possa fornire utili soluzioni per la regolazione del fenomeno.

3.2 Il Robo-advisor come attività regolata e l'individuazione dei necessari presidi di tutela.

Sebbene non tutti i servizi resi dai *robo advisors* siano riconducibili ad attività regolate⁵⁴², possono individuarsi almeno due modelli di *business* che indubbiamente cadono nell'ambito di applicazione della disciplina mobiliare nazionale e sovranazionale. Nel primo, viene fornita una vera e propria "consulenza in materia di investimenti" intesa come "prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, ... relative a strumenti finanziari" *ex art. 1, co. 5-septies, t.u.f.*⁵⁴³, che può essere prestata unitamente ad un servizio di monitoraggio dei prodotti acquistati dal cliente in funzione degli sviluppi del mercato⁵⁴⁴. Nel secondo, oltre all'attività di consulenza, il *robo advisor* offre anche il servizio di gestione di portafogli *ex art. 1, co. 5-septies, t.u.f.*⁵⁴⁵ che è normalmente diretto

⁵⁴² Ad esempio, tra i servizi non rientranti nell'ambito di applicazione della MiFID in quanto non personalizzati, N. LINCIANO, P. SOCCORSO, R. LENER *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, cit., 8, disponibile sul sito dell'autorità, individuano "raccomandazioni generali su prodotti finanziari indirizzate al pubblico; attività di asset allocation finanziaria; presentazione di portafogli modello per investitori tipo; valutazioni generali su conti consolidati dei clienti; modelli di profilatura dei clienti"

⁵⁴³ Così anche art. 4, par. 1, lett. e), MiFID II.

⁵⁴⁴ P. MAUME, *Robo-advisors*, cit. p.12

⁵⁴⁵ La norma riprende la definizione dell'art. 4, par. 1, n. 8, MiFID II.

al ribilanciamento del portafoglio secondo gli obiettivi di investimento iniziali, salvo una successiva modifica del profilo di rischio del cliente (con conseguente necessità di una nuova raccomandazione e di nuovi ordini di investimento⁵⁴⁶).

L'indagine del presente lavoro è allora tesa alla verifica dell'efficacia ed efficienza delle regole relative alla consulenza finanziaria avuto particolare riguardo all'approccio formale, oggetto di analisi nel precedente capitolo, all'approccio sostanziale, ossia legato al versante informativo e della *suitability* e, infine, al problema dell'allocazione della responsabilità, ricordando però che il diritto dell'Unione europea sconta i limiti connessi ad applicazione armonizzata delle regole, rendendosi necessario assumere una prospettiva nazionale.

3.2.1 L'approccio formale ed il suo (apparente) superamento.

Ai sensi dell'art. 23 t.u.f, il servizio di consulenza in materia di investimenti è soggetto all'obbligo della forma scritta a pena di nullità qualora sia prevista una valutazione periodica dell'adeguatezza.

Come si può agevolmente dedurre dall'analisi dei modelli di consulenza finanziaria automatizzata sopra prospettati, risulta evidente che il *robo-advisor* utilizzano canali di comunicazione a distanza, operando prevalentemente, se non esclusivamente, su piattaforme *online*. Il modello di *business* è infatti rivolto a investitori con un elevato grado di informatizzazione, oltre ad essere caratterizzato, come molti servizi Fintech, da una semplicità operativa e organizzativa tale da rendere poco plausibile, in quanto scarsamente pratica, la soluzione della conclusione del contratto mediante il modello dello scambio *inter absentes* di proposta e accettazione, ai sensi dell'art. 1326 c.c. Infatti, quest'ultimo modello richiederebbe all'investitore una consegna del contratto di investimento presso la sede dell'intermediario e la presenza di personale e strutture organizzative apposite, che mal si conciliano con le modalità operative del consulente automatizzato e con la clientela cui si rivolge. Lo stesso può dirsi nel caso dello schema del contratto predisposto *ex art.* 1341 c.c., che richiederebbe in ogni caso la consegna del documento negoziale e per il quale comunque non rileva la modalità di conclusione del contratto in presenza o tra persone assenti, proponendosi al contrario come soluzione alternativa al problema dell'imputabilità del documento.

Pertanto, la soluzione che risponde maggiormente alle modalità di erogazione del servizio di consulenza finanziaria automatizzata non potrà che essere quella della conclusione del contratto mediante tecniche di commercializzazione a distanza tali da consentire l'instaurazione del rapporto, ossia, ai sensi dell'art. 32 t.u.f., "tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica

⁵⁴⁶ P. MAUME, *Robo-advisors*, cit., p.12, 17, 25.

e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato”, con conseguente applicazione della relativa disciplina⁵⁴⁷.

In questo contesto, risulta quindi fondamentale il richiamo alla fattispecie del documento informatico e della relativa firma elettronica. Mentre un tempo la questione avrebbe potuto avere una rilevanza “più scientifica che pratica”⁵⁴⁸, oggi al contrario l’analisi delle norme rilevanti e la loro applicazione nel settore del mercato finanziario non può essere sorvolata ed assumere incisivi riflessi applicativi, alla luce delle peculiarità che caratterizzano la *robo-advice*.

Come noto, la normativa di riferimento è oggi contenuta nel d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82, il Codice dell’amministrazione digitale (anche, Cad)⁵⁴⁹ e nel Regolamento (UE) n. 910/2014 del 23 luglio 2014 (di seguito, Regolamento eIDAS). La disciplina attualmente in vigore⁵⁵⁰, risultato di una lunga serie di interventi del legislatore interno, fornisce la nozione di documento informatico e di quattro tipi di firme elettroniche, cui sono ricondotti diversi effetti giuridici.

Intanto, si definisce “documento informatico”⁵⁵¹ il documento elettronico (ossia qualunque contenuto conservato in forma elettronica) che contiene la rappresentazione informatica di atti, fatti o dati giuridicamente rilevanti⁵⁵², quali appunto il contratto stipulato tra le parti. Tre delle quattro fattispecie di sottoscrizione sono disciplinate direttamente dal Regolamento eIDAS e possono essere classificate in termini di crescente incisività dei livelli di sicurezza, sulla falsariga della precedente distinzione tra firme deboli e forti.

Infatti, la firma è detta (solo) “elettronica” ove sia caratterizzata da un insieme di dati in forma elettronica, acclusi oppure connessi tramite associazione logica ad altri dati elettronici e utilizzati dal firmatario per firmare. La firma elettronica acquisisce il grado

⁵⁴⁷ Per l’analisi delle norme rilevanti si rinvia a quanto già detto nel primo capitolo del presente lavoro, cui pare opportuno aggiungere le disposizioni relative al commercio elettronico, trattandosi di attività prestata via internet.

⁵⁴⁸ D. PICCOLANTONIO, *La firma elettronica nei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R Lener, UTET giuridica, Torino, 2011, p. 650

⁵⁴⁹ Le riforme al Codice sono state talmente frequenti che è possibile qui solamente un’indicazione in chiave cronologia degli interventi legislativi che si sono susseguiti: D. Lgs. 4 aprile 2006, n. 159, legge 24 dicembre 2007, n. 244, legge 28 gennaio 2009 n. 2, legge 18 giugno 2009, n. 69, legge 3 agosto 2009, n. 102, d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 235, legge n. 221/2012, legge n. 98/2013 (decreto del fare), d.lgs. n. 179 del 26 agosto 2016, d.lgs. 13 dicembre 2017, n. 217;

⁵⁵⁰ Per i primi riferimenti dottrinali sulla materia, G. COMANDÉ, *La firma elettronica: modelli normativi e uso concreto*, in Sica-Comandé, *Il commercio elettronico. Profili giuridici*, Giappichelli, Torino, 2001, p. 101 ss.; A. GENTILI, *Le tipologie di documento informatico dopo il D.P.R. N. 137/03: effetti sostanziali ed effetti probatori*, in *Dir. inf.*, 2003, p. 671, 680.

⁵⁵¹ In dottrina, A. LISERRE, voce «*Forma degli atti*», in *Enc. Giur. Treccani*, Ed. Enc. It., 1989, Agg. 2007, p. 6; F. DE SANTIS, *Documento informatico, firma digitale e dinamiche processuali*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, p. 241, 248.

⁵⁵² Dal combinato disposto dell’art. 1 CAD e dell’art. 3 Reg. (UE) eIDAS.

di firma “avanzata”, ove soddisfatti particolari requisiti fissati dal regolamento⁵⁵³. Quest’ultima a sua volta è invece considerata “qualificata”, qualora sia realizzata da un dispositivo per la creazione di una firma elettronica qualificata e basata su un certificato qualificato per firme elettroniche. Nonostante l’entrata in vigore del regolamento, il legislatore ha mantenuto in vita la firma “digitale”, intesa come “un particolare tipo di firma qualificata basata su un sistema di chiavi crittografiche, una pubblica e una privata, correlate tra loro, che consente al titolare di firma elettronica tramite la chiave privata e a un soggetto terzo tramite la chiave pubblica, rispettivamente, di rendere manifesta e di verificare la provenienza e l’integrità di un documento informatico o di un insieme di documenti informatici”.

Il Regolamento eIDAS affida agli Stati Membri il compito di disciplinare gli effetti giuridici ricollegati all’uso delle firme elettroniche, salvo il limite imposto al legislatore nazionale al quale non è consentito negare l’equivalenza tra la firma elettronica qualificata e la sottoscrizione autografa. Concordemente, l’art. 20, co. 1 bis, Cad, prevede che il documento informatico sottoscritto mediante firma digitale o firma elettronica qualificata o avanzata soddisfi il requisito della forma scritta e abbia la medesima efficacia della scrittura privata ex art. 2702 c.c.

Si tratta, evidentemente, di dispositivi di sottoscrizione che si presumono idonei a garantire “la sicurezza, integrità e immodificabilità del documento e, in maniera manifesta e inequivoca, la sua riconducibilità all’autore”, condizioni che peraltro se integrate, insieme con i requisiti fissati dall’Agenzia per l’Italia Digitale, estendono l’equivalenza della scrittura privata autografa a qualunque documento informatico che sia stato formato mediante un processo di identificazione informatica del suo autore. Il successivo comma 1-ter, infine, stabilisce la presunzione relativa di riconducibilità dell’uso della firma elettronica qualificata o digitale al titolare della stessa. Bisogna però precisare che nell’ipotesi in cui il caso di specie richiedesse la stipulazione di un contratto per cui è prescritta la forma scritta *ad substantiam*, ai sensi dell’art. 1350, co. 1, nn. 1 – 12, c.c., il documento informatico per avere la medesima efficacia necessita di essere sottoscritto, a pena di nullità, con firma qualificata o digitale. Solamente “gli altri atti specialmente indicati dalla legge” potranno validamente essere formati mediante il documento informatico se sottoscritti almeno con la firma elettronica avanzata o processi equivalenti come specificati al co. 1-bis dell’art. 20.

Così sinteticamente ripercorso il quadro di riferimento, appare evidente che la disciplina esposta consente la conclusione del contratto di investimento mediante tecniche di redazione e sottoscrizione telematiche. Invero, è pacifico che il contratto stipulato con

⁵⁵³ Ai sensi dell’art. 26 Regolamento eIDAS, la firma elettronica può definirsi avanzata solamente se rispetta i seguenti requisiti: “a) è connessa unicamente al firmatario; b) è idonea a identificare il firmatario; c) è creata mediante dati per la creazione di una firma elettronica che il firmatario può, con un elevato livello di sicurezza, utilizzare sotto il proprio esclusivo controllo; e d) è collegata ai dati sottoscritti in modo da consentire l’identificazione di ogni successiva modifica di tali dati”.

tali peculiari modalità non costituisce un tipo negoziale autonomo⁵⁵⁴, bensì un diverso schema di conclusione dell'accordo. Infatti, il contratto sottoscritto con mezzi telematici e il contratto recante la firma autografa si differenziano solamente "su due aspetti, attinenti all'identificazione certa del soggetto che pubblicizza i suoi prodotti o che propone la conclusione di contratti *online*, nonché i rischi associati alla manifestazione e comunicazione della volontà negoziale in via telematica"⁵⁵⁵, espressione del rischio informatico.

È necessario però chiarire se la forma scritta ad *substantiam*, anche se di tipo "ex uno latere", come precisato dalla recente giurisprudenza di legittimità, prevista dall'art. 23 t.u.f. possa essere soddisfatta da un documento informatico recante la sola firma elettronica o la sola firma elettronica avanzata, essendo inequivocabile l'ammissibilità della firma elettronica qualificata o digitale.

Quanto alla firma elettronica semplice, essa dovrebbe ritenersi esclusa giacché l'attuale formulazione dell'art. 20 CAD non ne fa più menzione quando al soddisfacimento della forma scritta⁵⁵⁶. Al contrario, un contratto di investimento telematico sottoscritto mediante firma elettronica avanzata dovrebbe essere valido, giacché quest'ultima può dirsi equivalente alla firma autografa ove la forma scritta sia prescritta a pena di nullità considerando che l'art. 21 fa riferimento espressamente a tutti "gli altri atti specialmente indicati dalla legge".

Di recente, la Suprema Corte⁵⁵⁷ si è espressa in tema di validità del contratto di investimento telematico sottoscritto mediante la sola firma elettronica. Invero, la normativa applicabile *ratione temporis* per la soluzione della controversia era ancora quella dettata dal D.P.R. 28 ottobre 2000, n. 445, art. 10, nel testo risultante dalle modificazioni dovute al D.Lgs. n. 10 del 2002, art. 6.

Tuttavia, trattandosi dell'unica sentenza che si occupa della questione, pare opportuno analizzare le soluzioni avanzate in tale sede, al fine di verificare, se nonostante le modifiche *medio tempore* intervenute, possano essere oggi pertinenti.

In primo luogo, giova osservare che il caso di specie ben si adatta alle dinamiche che potrebbero caratterizzare i contratti di consulenza finanziaria automatizzata. Il cliente, infatti, lamentava la violazione dell'art. 23 t.u.f. in relazione ad una integrazione contrattuale volta ad autorizzare la conclusione di operazioni in *covered warrant* in quanto priva di adeguata sottoscrizione. La firma infatti poteva ricondursi a quella che allora - ma anche oggi, avendone le medesime caratteristiche - poteva chiamarsi firma

⁵⁵⁴ C. M. BIANCA, *I contratti digitali*, Studium iuris, Milano, 1999, p. 1035 ss.

⁵⁵⁵ D. PICCOLANTONIO, *La firma elettronica nei contratti del mercato finanziario*, cit., p. 659 ss.

⁵⁵⁶ Per il sistema vigente, si veda O. TROIANO, *Firma e forma elettronica: verso il superamento della forma ad substantiam riflessioni a margine del regolamento (UE) n. 910/2014 e delle recenti riforme del codice dell'amministrazione digital*, in *NGCC*, 1, 2018, p. 81 ss.

⁵⁵⁷ Cass. civ., 9.4.2021 n. 9413, consultabile su www.dirittodelrisparmio.it.

elettronica “debole”, poiché era stata realizzata mediante l’accesso all’area riservata del cliente e alla pressione del bottone di assenso (*point and click*),

Il problema interpretativo sorgeva poiché la disciplina applicabile del D.P.R. n. 445 del 2000, art. 10, era stata recentemente modificata dall’art. 6 del D.Lgs. n. 10 del 2002. In particolare, a seguito della novella, il comma 1 dell’art. 10 attribuiva al documento informatico privo di sottoscrizione l’efficacia probatoria delle riproduzioni meccaniche *ex art. 2712*. (art. 10, comma 1). Tuttavia, qualora il documento informatico fosse munito di firma elettronica, il secondo comma consentiva di ritenere soddisfatto il requisito della forma scritta, ma sul piano probatorio rimaneva liberamente valutabile, tenuto conto delle sue caratteristiche oggettive di qualità e sicurezza. In presenza, invece, della firma digitale o firma elettronica avanzata, il documento informatico avrebbe fatto piena prova, fino a querela di falso, della provenienza delle dichiarazioni da chi l’ha sottoscritto (art. 10, comma 3). Infine, l’art. 11 espressamente riconosceva la rilevanza e validità dei contratti stipulati in via telematica mediante la firma digitale.

Nonostante, l’espreso richiamo alla firma digitale, secondo la Suprema Corte, “la norma contenuta nell’art. 11 deve essere letta tenendo conto delle modificazioni intervenute nell’art. 10, di modo che, inoppugnabile il principio che la firma elettronica “leggera” soddisfi il requisito legale della forma scritta, l’adozione della firma elettronica “pesante” si rende necessaria laddove si voglia conferire al contratto l’efficacia probatoria dell’art. 2702 c.c.” Inoltre, a sostegno di quanto affermato, la Cassazione ha letto nella precisazione operata dal CAD, entrato in vigore successivamente, in merito alla ai contratti previsti dall’art. 1350 c.c., una precedente intenzione del legislatore di circoscrivere l’uso della firma elettronica qualificata o digitale ad integrazione del requisito dello scritto *ad substantiam* solamente “nella specifica casistica del codice civile, non anche al di fuori di questo, come appunto ad es. nei contratti bancari o di investimento”.

Ebbene, in primo luogo, va rilevato che il legislatore ha oggi abrogato l’art. 21 co. 1 che confermava l’integrazione del requisito della forma scritta da parte della firma elettronica, al pari dell’art. 10. Se questo già non bastasse a rendere evidenti le intenzioni del legislatore, può osservarsi anche che l’attuale art. 20 CAD, laddove sancisce l’equivalenza della firma digitale, avanzata e qualificata rispetto alla scrittura privata autografa, pone sullo stesso piano il requisito della forma scritta e l’efficacia dell’art. 2702 c.c., mediante il legame della congiunzione “e”. Pertanto, i requisiti della cd. firma digitale indispensabili non solo a fini probatori rafforzati, ma anche per integrare il requisito della forma scritta se previsto. Inoltre, l’indicazione da parte dell’art. 21 “degli altri atti specialmente indicati dalla legge” per consentire l’operatività anche della firma elettronica avanzata (e non solo di quella qualificata e digitale) nel caso in cui la forma sia prescritta *ad substantiam* (salvo le ipotesi dei nn. 1 – 12 dell’art. 1351 co. 1) dovrebbe essere inteso come un richiamo a tutti i casi in cui la legge regola la forma per la validità non solo a quelli disciplinati dal codice civile.

Risulta quindi evidente la volontà del legislatore di circoscrivere la portata della firma elettronica escludendola dalle ipotesi in cui sia richiesto un obbligo di forma scritta a pena di nullità.

In conclusione, i contratti relativi ai servizi di investimento possano essere stipulati in via telematica, purché siano sottoscritti, almeno dal cliente, mediante l'uso della firma elettronica avanzata, qualificata o digitale, non essendo sufficienti altri tipi di manifestazione di volontà, come quelli espressi mediante sistemi di *point and click*, qualificabili come mere firme elettroniche.

Giova, infine rilevare che soluzioni di firma elettronica avanzata vengono già utilizzate dalle banche nell'erogazione dei servizi di investimento e, del resto, è proprio nel settore bancario in cui trovano il proprio terreno elettivo, a seguito della diffusione dei sistemi di pagamento *online*. In proposito, basti vedere alcune decisioni dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie⁵⁵⁸, che dimostrano l'utilizzo di soluzioni di firma elettronica avanzata, focalizzate sulla generazione di codici temporanei,⁵⁵⁹ per motivi non connessi all'onere formale, bensì al rilascio di autorizzazioni per l'esecuzione di determinati ordini.

Alla luce di quanto sopra rilevato, pare possibile confermare che la normativa europea e nazionale forniscono solidi strumenti normativi sul versante della tutela formale del consumatore. Ed anzi non risulta che la disintermediazione del servizio possa influenzare gli orientamenti giurisprudenziali analizzati nel precedente paragrafo, potendosi prevedere una loro applicazione anche nel caso del contratto concluso con modalità telematiche.

Tuttavia, appare evidente che il problema della forma non è destinato a sopirsi nemmeno scorrendo di contratti telematici. Infatti, il problema dell'imputabilità del documento e della forma che esso deve assumere per la validità rimane centrale. Si vedrà se i *robo-advisors* si adegueranno al sistema sopra delineato o proporranno alternative idonee a scatenare un nuovo decennio di contenziosi.

⁵⁵⁸Decisione n. 5417 del 17 maggio 2022; Decisione n. 4876 del 3 gennaio 2022; Decisione n. 4639 del 25 novembre 2021; Decisione n. 4272 del 29 settembre 2021; Decisione n. 256 dell'8 febbraio 2018.

⁵⁵⁹ AA VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, nella Collana Quaderni Fintech, 2019, 3, disponibile sul sito dell'autorità, dove (*ivi*, p. 49-50) si legge che il codice temporaneo o One Time Password – OTP è un codice numerico soggetto a variazione, in quanto unico e irripetibile, normalmente generato direttamente dal cliente mediante l'uso di credenziali su un'applicazione collegata ad un proprio dispositivo elettronico o, più raramente, fornito dalla banca stessa. Inoltre, "l'inserimento dei codici dell'OTP corrisponde all'apposizione della firma elettronica, in quanto "sblocca il certificato digitale del cliente e avvia il processo di firma crittografica del documento necessario a rendere il contratto elettronico integro, non modificabile, leggibile e autentico".

3.2.2. L'approccio sostanziale e la *governance* degli algoritmi: una tutela *ex ante* per il cliente al dettaglio del *robo-advisor*

Come anticipato, il ruolo degli algoritmi risulta centrale nell'ambito della consulenza finanziaria automatizzata, così come avviene per molti dei servizi Fintech. Uno dei temi che ha più infervorato il dibattito sviluppatosi attorno al fenomeno *Fintech* è la *questione regolatoria*, rispetto alla quale gli interpreti si dividono su due fronti opposti⁵⁶⁰.

Giova però osservare che le peculiari modalità di erogazione del servizio, limitando o escludendo l'interazione umana mediante l'uso dell'algoritmo, rendono necessaria una rivisitazione in chiave applicativa delle regole di comportamento imposte agli intermediari finanziari. Il riferimento va soprattutto alla valutazione dell'adeguatezza che rappresenta il riferimento centrale della tutela del cliente al dettaglio nell'impianto del t.u.f. risultato del recepimento della direttiva MiFID II⁵⁶¹, applicandosi alla consulenza sugli investimenti, anche qualora venga fornita su base indipendente, così che ne scaturiscano raccomandazioni personali adeguate al proprio cliente.

Invero, considerando che la valutazione di adeguatezza opera mediante una raccolta di informazioni da parte dell'intermediario, che utilizza spesso questionari, non sono di scarsa rilevanza le problematiche riscontrate nel rapporto tra il *robo-advisor* e singolo cliente da parte della ricerca empirica. In particolare, si è sottolineato⁵⁶² come “i clienti inesperti potrebbero fraintendere le domande del software ... inserire dati errati o interpretare male i consigli forniti... giudicare male la loro capacità di resistenza finanziaria” e si nutrono forti dubbi sulla capacità del *robo-advisor* di “di effettuare una valutazione completa della situazione complessiva del cliente in casi insoliti ...di adattarsi a risposte inaspettate. ... di rilevare stranezze nel comportamento del cliente, perché i *robo-advisor* non sono in grado di individuare le sfumature nelle comunicazioni e nei sentimenti dei clienti”⁵⁶³.

I problemi sollevati nell'ambito degli studi della finanza comportamentale e la diffusione del servizio di consulenza finanziaria automatizzata, hanno indotto l'ESMA ad intervenire con una revisione dei propri orientamenti sulla valutazione dell'adeguatezza mediante l'emanazione di nuove Linee Guida nel 2018, non trascurando di coinvolgere gli *stakeholders* nel relativo procedimento di consultazione⁵⁶⁴.

⁵⁶⁰ Sul tema e *ivi* i riferimenti si veda M. T. PARACAMPO, *Fintech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2, 2019, p. 230 ss.

⁵⁶¹ In conformità agli obblighi previsti dall'articolo 25, paragrafo 2, della Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) e dagli articoli 54 e 55 del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione (Regolamento delegato MiFID II),

⁵⁶² P. MAUME, *Robo-advisors*, cit., p. 11.

⁵⁶³ P. MAUME, *Robo-advisors*, cit., p. 29.

⁵⁶⁴ Va però rilevato che il testo ora di riferimento risale all'ultimo intervento dell'Autorità di Vigilanza avvenuto nel settembre del 2022, a seguito della modifica del Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

Il fine dichiarato dall’Autorità sovranazionale era quello di fornire uno strumento adeguato agli operatori del mercato onde assicurare una maggiore convergenza degli orientamenti di vigilanza sul rispetto delle regole di condotta imposte dalla direttiva MiFID II, così assicurando una maggiore protezione per i consumatori, quale “obiettivo chiave” dell’azione dell’ESMA.

Non si dà quindi vita ad un nuovo set di regole per i *robo-advisors*, seguendo l’approccio imposto dal principio di neutralità tecnologica⁵⁶⁵. Ciononostante, l’intervento “chiarificatore” dell’Autorità “per quanto di *soft law*, ha carattere estensivo e totalizzante”⁵⁶⁶ e rappresenta un primo passo verso uno “statuto”⁵⁶⁷ del *robo-advisor*.

In primo luogo, in ottica di garanzia di trasparenza, le Linee guida suggeriscono agli intermediari finanziari di fornire una serie di informazioni che nel loro insieme ottengono il risultato di attirare l’attenzione del consumatore sulle peculiari modalità di erogazione automatizzata del servizio ed evitare eventuali *biases* che potrebbero derivarne.

In particolare, viene raccomandato di fornire spiegazioni in merito all’estensione della partecipazione della persona fisica nel rapporto con il cliente, indicare le fonti e la frequenza di aggiornamento dell’informazioni utilizzate per la consulenza, nonché di valutare l’utilizzo di tecniche di comunicazione tipiche dell’interfaccia *online* per gli aspetti più rilevanti (quali *pop-up*, *tooltips*, F.A.Q.).

Inoltre, emerge con chiarezza la rilevanza del metodo di formulazione del questionario *online*, quale unico mezzo di raccolta delle informazioni necessarie alla valutazione dell’adeguatezza, aggiungendo tra i suggerimenti l’implementazione di sistemi capaci di rilevare l’inserimento di risposte incoerenti così che l’intermediario possa intervenire. Benché il questionario risulti evidentemente un mezzo per l’adempimento degli obblighi di raccolta delle informazioni necessarie alla valutazione dell’adeguatezza, la raccomandazione considerata riguarda un profilo attinente il *design* dell’algoritmo, che deve quindi considerarsi tra i presidi organizzativi di cui appresso si dirà.

Infatti, il secondo ambito di intervento riguarda direttamente l’algoritmo indipendentemente dal grado di automazione del servizio, quindi anche nell’ipotesi in cui sia l’intermediario a interagire con il cliente utilizzando il sistema automatizzato solo come ausilio. Più nel dettaglio, si raccomanda l’impiego di sistemi di monitoraggio degli algoritmi, completati dalla documentazione della loro progettazione, che tenga conto dei prodotti offerti e di una strategia di verifica dalla quale si evincano i risultati dei test, i difetti e la relativa risoluzione. Inoltre, risultano ancora più incisive le raccomandazioni

Tuttavia, considerando che le ragioni della revisione non coinvolgono il tema della consulenza finanziaria automatizzata, nel testo si farà riferimento a quanto contenuto nelle Linee Guida del 2018.

⁵⁶⁵ M. T. PARACAMPO, *L’adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell’ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in www.dirittobancario.it, p. 536.

⁵⁶⁶ M. T. PARACAMPO, *L’adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell’ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, cit., p. 540.

⁵⁶⁷ M. T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, cit., p.220.

relative all'adozione di procedure adeguate di segnalazione e intervento nel caso sia necessario adeguare le scelte dell'algoritmo ai cambiamenti di mercato per garantirne l'efficienza qualora eventuali errori del sistema influiscano negativamente sulla valutazione dell'adeguatezza, con il conseguente obbligo di astenersi dalla prestazione del servizio. Infine, tra i presidi di organizzazione può annoverarsi altresì l'impiego di personale dotato delle conoscenze necessarie per gestire la tecnologia su cui si basa l'algoritmo e per comprendere le raccomandazioni così fornite.

Alla luce di quanto rilevato, risulta chiaro che l'insieme delle raccomandazioni fornite si incentrano su direttive idonee ad incidere più sull'organizzazione dell'intermediario che sul rapporto con il cliente. Tale circostanza è anche dimostrata dalle differenze tra la versione iniziale e finale delle Linee guida, considerando come nelle prime, l'approccio assunto da parte dell'Autorità di vigilanza considerava con maggiore attenzione gli obblighi di informazioni riguardanti l'algoritmo nei confronti dei clienti. In particolare, l'ESMA aveva valutato di aggiungere nel novero degli obblighi informativi indicazioni sulle modalità di sfruttamento dell'algoritmo relative dallo scopo dello stesso nell'ambito della prestazione del servizio fino ad una esemplificazione delle ipotesi in cui l'intermedio avrebbe previsto di intervenire per bloccare l'algoritmo in caso di circostanze avverse, nonché una descrizione relativa al coinvolgimento di terzi in termini di gestione o proprietà dell'algoritmo stesso.

Viene così privilegiato un sistema di *governance* dell'algoritmo che opera "sia in funzione preventiva rispetto alla fase di design degli algoritmi, sia per tutto il ciclo di vita degli algoritmi medesimi attraverso una costante verifica della persistente robustezza"⁵⁶⁸.

L'intervento chiarificatore dell'ESMA rende evidente la rilevanza cruciale che assumono i presidi organizzativi dell'intermediario nella prestazione del servizio di consulenza finanziaria automatizzata. In quest'ottica, l'atto di *soft law* diventa uno strumento utile prima di tutto alla vigilanza, non a caso tra le raccomandazioni organizzative emerge la richiesta di documentazione dei sistemi di monitoraggio dell'algoritmo.

Ed allora, ancora una volta risulta come la *disclosure* perda terreno come modello di tutela del cliente rispetto alle regole organizzative, risultando privilegiato un approccio *ex ante* di intervento che ben si concilia con il cambio di paradigma assunto a livello regolatorio, dove l'investitore al dettaglio, in quanto consumatore, perde la natura di agente razionale e il rapporto con l'intermediario assume una dinamica "fiduciaria"⁵⁶⁹ sul presupposto che l'informazione sia destinata a fallire⁵⁷⁰, ma solo ove diretta al cliente.

⁵⁶⁸ M. T. PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, cit. p. 549

⁵⁶⁹ Per questi temi, più approfonditamente, A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, cit., p. 31 ss.

⁵⁷⁰ Sul fallimento della *disclosure*, si veda O. BEN-SHAHAR, C. E. SCHNEIDER, *The Failure of Mandated Disclosure*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 159.3, 2011, p. 647-749.

Infatti, una strategia *ex ante* che garantisca l'esercizio del potere di *enforcement* da parte dell'autorità di vigilanza rende quest'ultima la destinataria elettiva del controllo sulla trasparenza sugli algoritmi, garantendole così "la possibilità di guardare dentro l'algoritmo"⁵⁷¹.

In questo contesto, in una prospettiva *de iure condendo*, al pari della disciplina della *product governance* nella sua declinazione di *product intervention* e al fine di completare la tutela *ex ante* dell'investitore consumatore nell'ambito della consulenza finanziaria automatizzata, si dovrebbe valutare l'elaborazione di una strategia più (appunto) "interventista". Si rende quindi auspicabile la previsione di poteri maggiormente incisivi all'autorità di vigilanza, qualora rilevi una sistematica inadeguatezza dei presidi di *governance* da parte dell'intermediario, quali, ad esempio, l'interdizione temporanea dalla prestazione del servizio o la destituzione di un amministratore dal consiglio di amministrazione, attesa la preoccupazione di fenomeni *mis-selling* sistematici paventati dalla Commissione europea e che le linee guida intendono appunto impedire. A corollario di un così pervasivo potere di intervento dovrebbero essere aumentati gli obblighi di comunicazione degli intermediari nei confronti dell'Autorità, che per poter esercitare un siffatto controllo sconta la necessità di "guardare dentro l'algoritmo"⁵⁷², mediante l'indicazione di dati e informazioni selezionate che non esulino quindi dallo scopo della vigilanza, evitando così il rischio di danneggiare i diritti di proprietà intellettuale connessi alla tecnologia algoritmica.

3.2.3 Intelligenza artificiale e responsabilità. Quando il servizio si tramuta in prodotto: la responsabilità da prodotto come modello nella robo-advisory? Una proposta.

Il tema dell'autonomia decisionale che caratterizza i *robo-advisors* più avanzati - capaci di scegliere tra scenari possibili in base di criteri elaborati dall'esperienza - è strettamente connesso al dibattito sulla responsabilità per le decisioni adottate dall'intelligenza artificiale⁵⁷³. L'argomento si presenta particolarmente spinoso

⁵⁷¹ P. MAUME, *Regulating Robo-Advisory*, cit., p. 15, p. 727

⁵⁷² A. PERRONE, *Intelligenza artificiale e servizi di investimento*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo di Cataldo*, C. Concetto, A. Mirone, R. Pennisi, P. M. Sanfilippo, R. Vigo (a cura di), Giappichelli, Torino, p. 725.

⁵⁷³ Sul tema dell'Intelligenza artificiale, si veda il fascicolo di *Giurisprudenza Italiana*, 2019, 7, p. 1657 ss. e i contributi, E. GABRIELLI, U. RUFFOLO, *Intelligenza artificiale e diritto – Introduzione*, p. 1657 ss.; M. GAMBINI, *Algoritmi e sicurezza*, *ivi*, p. 1726 ss., F. DI GIOVANNI, *Attività contrattuale e intelligenza artificiale*, *ivi*, p. 1677 ss.; U. RUFFOLO, E. AL MUREDEN, *Autonomous vehicles e responsabilità nel nostro sistema ed in quello statunitense*, *ivi*, p. 1689 ss.; U. RUFFOLO, A. AMIDEI, *Intelligenza artificiale e diritti della persona: le frontiere del "transumanesimo"*, *ivi*, p. 1658 ss.; M. CAPPARELLI, *Intelligenza artificiale e diritto - intelligenza artificiale e nuove sfide del diritto d'autore*, *ivi*, p. 1740 ss.; A. AMIDEI, *Intelligenza artificiale e product liability: sviluppi del diritto dell'unione europea*, *ivi*, p. 1715; G. FINOCCHIARO,

considerata la difficoltà degli interpreti di incasellare il fenomeno dell'AI all'interno delle dinamiche della responsabilità contrattuale e extracontrattuale del codice civile.

Nell'ambito della consulenza finanziaria automatizzata, il problema naturalmente si pone nell'ipotesi in cui il *robo-advisor* finisca per raccomandare un prodotto essenzialmente inadeguato. Tale eventualità potrebbe verificarsi in svariate ipotesi, quali malfunzionamento dei sistemi: comportamenti dell'algoritmo distorti a causa di accesso a dati errati o solamente parziali; incapacità dell'algoritmo di reagire a risposte del cliente inaspettate; la presenza di *biases* discriminatori nell'algoritmo che portano a scelte distorte. Quest'ultimo scenario potrebbe senz'altro verificarsi sia quando il *robo-advisor* si limiti ad una analisi ricorsiva statistica dei dati sia ove sfrutti algoritmi di apprendimento automatico (*machine learning*), poiché in entrambi i casi l'allenamento dell'algoritmo dipende dal set di dati che gli vengono forniti.

Come anticipato, l'unica norma che disciplina la responsabilità dell'intermediario è costituita dall'art. 23, co. 6, t.u.f., il quale dispone che nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta. La norma nulla aggiunge in riferimento alla natura della responsabilità né al riparto dell'onere probatorio relativo al danno e al nesso di causalità.

Sulla scorta degli orientamenti giurisprudenziali oggi dominanti, si può specificare che i) la responsabilità può configurarsi sia come di tipo precontrattuale che contrattuale, a seconda del momento in cui si verifica l'inadempimento⁵⁷⁴, ii) la spetta all'intermediario dare prova di aver agito con la diligenza richiesta dalla natura dell'operazione, una diligenza di tipo professionale *ex art. 1176, co. 2 cod.civ.*; iii) il cliente sarà tenuto a provare il danno e il relativo nesso di causalità; iv) l'obbligazione cui è tenuto l'intermediario è di mezzi e non di risultato.

Naturalmente, applicando i risultati della costruzione interpretativa sin qui proposta, la medesima disciplina dovrà trovare applicazione anche nel caso di danni subiti all'investitore nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza finanziaria automatizzata.

Intelligenza artificiale e protezione dei dati personali, *ivi*, p. 1670 ss.; A. M. GAMBINO, M. MANZI, *Intelligenza artificiale e tutela della concorrenza*, *ivi*, p. 1744 ss.; U. RUFFOLO, *Intelligenza artificiale, machine learning e responsabilità da algoritmo*, *ivi*, p. 1689 ss.; R. BICHI, *Intelligenza artificiale tra "calcolabilità" del diritto e tutela dei diritti*, *ivi*, p. 1772 ss.; M. COSTANZA, *L'intelligenza artificiale e gli stilemi della responsabilità civile*, *ivi*, p. 1686 ss.; E. PICOZZA, *Politica, diritto amministrativo and artificial intelligence*, *ivi*, p. 1761 ss.; U. URICCHIO, *Robot Tax: modelli di prelievo e prospettive di riforma*, *ivi*, p. 1749 ss. E ancora, E. GABRIELLI, *Algoritmi decisionali e processo civile: limiti e prospettive*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1, 2022, p. 59 ss.; F. MARINA, *L'intelligenza artificiale alla prova: i diritti dei consumatori e il programma Claudette*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 1, 2022, p. 63 ss.

⁵⁷⁴ Salvo voler accogliere la tesi che un tempo è stata proposta in merito alla nullità virtuale e il cui ritorno si auspica a seguito delle ultime sentenze della Cassazione e di cui al precedente capitolo.

Non si rinvengono particolari problemi operativi laddove si tratti dei tipi di *robo advice* fornita dall'intermediario "fisico" avvalendosi degli algoritmi o fornita mediante il modello "ibrido", poiché in entrambe le ipotesi l'intermediario persona fisica interagisce direttamente con il cliente. Nel primo caso, infatti, il cliente non ha alcun contatto con l'algoritmo che funziona solo da ausilio per il professionista, mentre nel secondo caso l'intermediario si relaziona direttamente con il cliente per svolgere l'attività di profilazione e nel rilascio della raccomandazione. Considerando che l'intermediario ha la possibilità di controllare direttamente i risultati dell'algoritmo, si può sostenere che la diligenza professionale imponga al medesimo di prevenire o evitare un possibile danno che possa essere cagionato dall'AI al cliente, senza necessità di forzare le categorie tradizionali.

Al contrario, il problema potrebbe porsi laddove il servizio di consulenza finanziaria automatizzata venga fornito con sistemi interamente automatizzati, poiché ogni attività e ogni scelta viene processata direttamente dal sistema di intelligenza artificiale.

In questa ipotesi, allora, in applicazione dell'art. 23 t.u.f., l'intermediario risponderà indubbiamente per i danni cagionati all'investitore qualora abbia negligenzemente omesso di adeguarsi alle linee guida sulla *governance* degli algoritmi, le quali pur non essendo vincolanti possono certamente utilizzarsi come parametro di valutazione della diligenza professionale. Allo stesso modo, però, ossia quando il danno sia stato prodotto dall'algoritmo nonostante l'esistenza dei presidi organizzativi consigliati dall'ESMA, l'intermediario potrebbe andare esente da responsabilità qualora provi di aver implementato la propria organizzazione nel rispetto delle *best practice*.

Così argomentando però si finirebbe per riallocare il rischio dell'uso dell'intelligenza artificiale dal professionista al cliente, nonostante quest'ultimo non abbia alcuna possibilità di controllo sull'algoritmo. Un risultato palesemente opposto agli indirizzi programmatici europei che da tempo guardano con preoccupazione alla questione della responsabilità e dell'AI, soprattutto nelle ipotesi in cui questa sia svincolata da ogni controllo da parte dell'uomo, essendo caratterizzata da un'autonoma capacità di autoapprendimento, destinata a tradursi nelle scelte volitive del servizio. Tra i tanti interventi, invero, è attualmente in discussione il progetto di regolamento europeo sull'intelligenza artificiale⁵⁷⁵ da applicare ai sistemi di AI ad alto rischio, definiti mediante elencazione negli allegati all'atto⁵⁷⁶, il cui scopo è quello di perseguire "una serie di motivi imperativi di interesse pubblico, quali un elevato livello di protezione della salute, della sicurezza e dei diritti fondamentali, e garantisce la libera circolazione transfrontaliera di beni e servizi basati sull'IA" (primo considerando).

⁵⁷⁵ Proposta di regolamento del parlamento europeo e del consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'unione, COM(2021) 206 final.

⁵⁷⁶ Tra i quali non si può ricomprendere l'attività di consulenza finanziaria automatizzata.

Potrebbe obiettarsi che allo stato non è dato riscontrare un rischio immediato attesa la scarsa diffusione di *robo-advisor* così avanzati. Tuttavia, il sol fatto che un tale mercato esista, per quanto limitato, e che il modello autonomo di *robo-advice* sia già una realtà, oltre alla velocità di sviluppo che ha dimostrato il servizio e la tecnologia nell'ambito del settore finanziario, fanno sì che la questione meriti di essere approfondita ora onde evitare di trovarsi già domani in ritardo sulle continue evoluzioni della prassi e della tecnologia.

Il contesto descritto, allora, rende necessario chiedersi se il modello di tutela apprestato dall'art. 23 t.u.f. possa essere applicato, attraverso gli opportuni adattamenti interpretativi, al modello autonomo di *robo-advisor*, parificandolo in qualche modo al consulente umano. Naturalmente, la soluzione proposta non è scevra di ostacoli applicativi. Infatti, laddove si configuri un'ipotesi di responsabilità contrattuale, gli indirizzi giurisprudenziali tendono ad utilizzare il criterio della diligenza "non solo per trarre elementi in merito alla sussistenza dell'inadempimento *nella sua materialità*, ossia in ordine *alla qualità della prestazione* - il che sembra rispondere al modulo della obbligazione *di mezzi* - ma anche per rendere possibili valutazioni in ordine alla condotta *soggettiva* del debitore"⁵⁷⁷. In quest'ottica, allora, la diligenza viene utilizzata come parametro soggettivo di valutazione della responsabilità dell'intermediario. Similmente, nell'ipotesi in cui l'intermediario risponda a titolo di responsabilità precontrattuale, a volerla considerare un'ipotesi di illecito civile, il giudice sarà tenuto ad indagare la sussistenza della colpa dell'intermediario che viene intesa come assenza di "un livello di diligenza che esonera dalla responsabilità - cioè di un livello di prevenzione che esonera dal risarcimento del danno"⁵⁷⁸.

Attesa la rilevanza che assume l'indagine sull'elemento soggettivo a fini di imputazione della responsabilità in entrambe le fattispecie considerate, appare evidente la difficoltà di applicare il parametro "soggettivo" della diligenza professionale ad un'Intelligenza Artificiale, che soggetto non è, a meno di non volerle riconoscere una personalità giuridica "elettronica", strada impervia, che tuttavia sembra foriera più di problemi che di soluzioni. Si è infatti giustamente obiettato che l'attribuzione della soggettività giuridica non "è mai (in nessuna delle sue manifestazioni) un "fatto", che - come tale - si presti ad essere preso in considerazione isolatamente ed autonomamente rispetto ai rapporti disciplinati dal diritto oggettivo, ma è semmai un elemento di quegli stessi rapporti che consente di portarne alla luce la reciproca connessione attorno ad un denominatore comune"⁵⁷⁹, risultato che si verificherebbe ove si attribuisse una qualche

⁵⁷⁷ A. DI MAJO, *Voce "Responsabilità contrattuale"* in *Digesto delle discipline privatistiche. Aggiornamento*, 1998, UTET giuridica, Torino, p. 40 e *ivi* per le ricostruzioni operate dalla dottrina in riferimento al rapporto tra il parametro della diligenza e quello dell'"impossibilità sopravvenuta".

⁵⁷⁸ P.G., MONATERI, *Voce "Responsabilità civile"* in *Digesto delle discipline privatistiche. Aggiornamento*, 1998, UTET giuridica, Torino, p. 6.

⁵⁷⁹ F. DI GIOVANNI, *Attività contrattuale e intelligenza artificiale*, cit., p. 1683 - 1684.

soggettività all'IA per il sol fatto che condivide con l'essere umano alcune caratteristiche⁵⁸⁰.

In una prospettiva *de iure condito*, dunque, l'unica soluzione sarebbe quella di cercare "altrove" la norma idonea a disciplinare la responsabilità dell'intermediario finanziario. In particolare, si potrebbe argomentare che la pericolosità della consulenza finanziaria automatizzata, atteso l'elevato grado di autonomia in cui opera, sia tale da determinare una responsabilità oggettiva dell'intermediario che di tale tecnologia si avvale. Non è nuova infatti in dottrina l'invocazione della responsabilità dell'intermediario per l'esercizio di attività pericolose *ex art. 2050 c.c.*, la quale avrebbe certamente il vantaggio di addossare il rischio dell'attività alla parte professionale "anche quando non abbia posto in essere alcun comportamento colpevole, solo in quanto è il soggetto più adatto a farsi carico dei costi del danno, potendoli ripartire"⁵⁸¹. In questo senso, la consulenza finanziaria automatizzata potrebbe dirsi sempre attività pericolosa a causa dei mezzi adoperati, determinando una responsabilità oggettiva dell'intermediario a meno che non fornisca la prova liberatoria rappresentata dal caso fortuito, ossia dall'imprevedibilità e inevitabilità dell'evento.

Tuttavia, questa ricostruzione, pur traducendosi in un rafforzamento della tutela risarcitoria a favore del cliente, pone il problema nel caso in cui l'intelligenza artificiale operi mediante il "machine learning" o raggiunga livelli di "deep learning". Si è infatti osservato che "la condotta del "bene intelligente", quando animato da determinate tipologie di intelligenza artificiale *self learning*, [è] potenzialmente difficile da prevedere, con risultati che, secondo più di un esperto, possono rivelarsi anche significativamente lontani dal prefigurato *expected outcome*, oltre ad essere difficilmente decifrabile il motivo per il quale l'A.I. in questione sarebbe addivenuta ad un determinato comportamento o ad una certa decisione"⁵⁸². Il risultato è quello di trovarsi nuovamente in un'ipotesi di esenzione della responsabilità, giacché l'intermediario finirebbe per perdere il controllo sull'AI, trasferendo il rischio sul cliente.

La nuova proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale rinuncia a regolare i profili di responsabilità, limitandosi per il momento a dettare regole improntate alla logica di gestione del rischio che implica la creazione di strutture organizzative capaci di garantire il controllo durante lo sviluppo dell'AI, l'analisi dei rischi e la predisposizione di misure di gestione del rischio individuato.

L'ambito di applicazione soggettiva del Regolamento riguarda i fornitori (la cui definizione consente di comprendere anche lo sviluppatore), i distributori e gli utenti che operano per scopi professionali. Le regole di organizzazione e condotta ivi articolate sono

⁵⁸⁰ *Ibidem*.

⁵⁸¹ A. VALONGO, *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, cit., p. 215.

⁵⁸² A. AMIDEI, *Intelligenza artificiale e product liability: sviluppi del diritto dell'unione europea*, cit., p. 1717.

da considerarsi obbligatorie per i c.d. sistemi di AI “ad alto rischio”, ossia sistemi realizzati come componenti di sicurezza di prodotti o che siano prodotti disciplinati dalla normativa europea come indicata nell’All. II e soggetti a valutazione di conformità da parte di terzi, nonché i sistemi di AI elencati nell’All. III che si caratterizzano per aver potenziali ricadute sui diritti fondamentali. Invece, per i sistemi di AI non ad alto rischio, individuabili in negativo rispetto ai primi, si sceglie la strada dell’autodisciplina, incoraggiando e promuovendo l’elaborazione di codici di condotta affinché vengano applicati volontariamente i requisiti obbligatori previsti per i sistemi di AI ad alto rischio ed è tra questi ultimi che si potrebbero collocare i *robo-advisors*.

La proposta è stata giustamente criticata in riferimento al modello di gestione del rischio in quanto, da un lato, i costi necessari per adempiere agli obblighi prescritti rischiano di essere eccessivamente elevati e, dall’altro, vengono individuati in maniera rigida sia i rischi dell’AI che i comportamenti necessari per affrontarli, con ciò contraddicendo il principio di neutralità e influenzando negativamente lo sviluppo dei sistemi in termini di dinamicità⁵⁸³.

Tali problemi potrebbero influenzare negativamente l’elaborazione dei codici di autodisciplina proposti, i quali peraltro riguarderebbero solamente i fornitori e non gli utenti professionali e i distributori, poiché rischierebbero di risultare scarsamente efficaci. Inoltre, la mancata definizione dei profili di responsabilità non offre certamente elementi utili a colmare le paventate lacune nella tutela dell’investitore consumatore di fronte al proliferare di nuove fattispecie, sempre più autonome ed automatizzate.

Alla luce di quanto sinora esposto, appare evidente che i rimedi a disposizione dell’ordinamento risultano difficilmente conciliabili con i problemi che pone l’intelligenza artificiale nell’ambito dei servizi di investimento.

Tuttavia, il diritto dei consumatori potrebbe correre nuovamente in soccorso alla disciplina mobiliare così garantendo alla parte debole del rapporto di intermediazione quell’elevato livello di protezione che ben risponde alle suggestioni di matrice europea. Come già si è cercato di dimostrare nel corso della trattazione, infatti, non vi sono ragioni ostative all’identificazione del consumatore con la figura del cliente al dettaglio, soprattutto ove la si consideri in una prospettiva programmatica. Il riferimento va alla disciplina della responsabilità da prodotto prevista dal Codice del Consumo, che può fornire un’utile guida per la regolazione della responsabilità dell’intermediario che fornisca il servizio di consulenza finanziaria automatizzata al cliente al dettaglio.

Il discorso però può svilupparsi anche qui solamente in una prospettiva *de jure condendo*, giacché le regole della responsabilità da prodotto non possono operare in riferimento ai servizi essendo esclusi dal suo ambito di applicazione. Tale circostanza non priva però il collegamento di rilievo, poiché è opinione condivisa quella che vede l’assottigliarsi della distinzione tra prodotto e servizio quando si discorre di prodotti

⁵⁸³ G. FINOCCHIARO. *La Proposta di regolamento sull’intelligenza artificiale: il modello europeo basato sulla gestione del rischio*, cit., p. 303.

dell'intelligenza artificiale. Infatti, quando il servizio è fornito dalla “macchina” risulta difficile distinguere i confini dell'uno e dell'altra, a maggior ragione se quest'ultima opera attraverso una piattaforma *online*⁵⁸⁴.

Inoltre, giova ricordare che, pur essendo stata esclusa la possibilità di applicare la disciplina *de qua* ai casi di danni cagionati da un servizio che si avvale di un prodotto difettoso, la Corte di giustizia europea non ha escluso la possibilità di prevedere ipotesi di responsabilità oggettiva in capo al prestatore del servizio, ferma la responsabilità del produttore.

Da questo punto di partenza, allora, si potrebbe ipotizzare una disciplina che configuri la responsabilità dell'intermediario in solido con quella del produttore, o meglio dello sviluppatore o fornitore, nonché del distributore e dell'“addestratore” qualora sia soggetto diverso da questi ultimi, nell'ipotesi di danni provocati dall'“algoritmo” difettoso, alla base del funzionamento del *robo-advisor*⁵⁸⁵. Il prodotto/servizio potrà considerarsi “difettoso” laddove non offra quella “sicurezza” (in questo caso) di corretto funzionamento, che “si possa ragionevolmente attendere”, alla luce degli scopi cui è preposto. Il vantaggio di costruire in questi termini la responsabilità è quella di consentire di bilanciare correttamente le esigenze di tutela del consumatore e allo stesso tempo l'interesse del mercato ad assicurare lo sviluppo di nuove tecnologie. Da un lato, infatti, il cliente al dettaglio troverebbe tutela anche nelle ipotesi in cui l'intermediario potrebbe andare esente da responsabilità per aver agito secondo la diligenza richiesta, ossia nel rispetto delle *best practices* elaborate dall'Autorità di Vigilanza in materia di *governance* degli algoritmi. Dall'altro, però, la responsabilità del produttore e di conseguenza anche quella dell'intermediario potrebbe ritenersi esclusa solamente “se lo stato delle conoscenze scientifiche e tecniche, al momento in cui il produttore ha messo in circolazione il prodotto, non permetteva ancora di considerare il prodotto come difettoso”. Ed allora, nella medesima ottica della responsabilità da prodotto difettoso, laddove si verifichi un rischio che allo stato delle conoscenze scientifiche e tecniche non era gestibile in quanto imprevedibile, potrà configurarsi un caso di esenzione della responsabilità. Per questa via quindi si evita di influenzare negativamente la diffusione della consulenza finanziaria automatizzata che potrebbe disincentivare gli intermediari finanziari a prestare il servizio considerati i conseguenti eccessivi rischi operativi.

Al pari, però, della responsabilità dell'intermediario finanziario, l'onere della prova dovrebbe essere invertito, avuto riguardo ai rilevanti problemi di “opacità”⁵⁸⁶ che

⁵⁸⁴ Per affrontare il discorso, bisogna tenere però a mente che è necessario uscire dalla logica di proprietà o di possesso tipica dei beni materiali. I servizi, infatti, anche se forniti tramite una macchina non consentono di ragionare in termini dominicali o possessori.

⁵⁸⁵ Non si ritiene qui necessario postulare anche una responsabilità dell'addestratore, poiché il produttore, e in solido l'intermediario, risponderebbero in ragione del difetto del prodotto che avesse cagionato un danno. Inoltre, nell'ipotesi in cui l'intermediario intendesse aggiornare il proprio algoritmo esternalizzando l'attività a terzi, risponderebbe comunque ai sensi dell'art. 31 del Regolamento Delegato.

⁵⁸⁶ M. T. PARACAMPO, *Fintech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, cit., p. 219

caratterizzano gli algoritmi. Peraltro, la solidarietà consentirebbe all'intermediario, cui si sia rivolto in prima istanza il cliente/consumatore per ottenere il risarcimento del danno, di chiamare in causa i coobbligati solidali potendo trarre vantaggio dalle sue conoscenze nel caso fosse necessario fornire la prova liberatoria.

CONCLUSIONI

Negli ultimi decenni, il riconoscimento del bisogno di tutela dell'investitore è andato via via intensificandosi a causa delle sollecitazioni dei tristemente noti scandali finanziari e dell'ultima crisi finanziaria globale. Non deve quindi stupire che la disciplina dei mercati finanziari sia stata condizionata dal susseguirsi di significative riforme che hanno portato gli interpreti a mettere in discussione la natura dell'investitore, quale agente razionale capace, se adeguatamente informato, di superare le forti asimmetrie del rapporto di intermediazione. Ed allora, questo cambio di paradigma non poteva che spostare l'attenzione degli interpreti sugli elementi che contraddistinguono la figura del consumatore.

Invero, il binomio "consumatore investitore" non è sempre stato considerato scevro da contraddizioni, ponendosi all'origine in forte connotazione antinomica. Come si è visto, la questione è ben posta da Guido Alpa, laddove illustra come "dal punto di vista economico, apparentemente, "risparmiatore" e "consumatore" potrebbero sembrare soggetti che hanno attitudini diverse, anzi, opposte: l'uno, destinato a consumare, cioè a distruggere il valore creato, l'altro, destinato a conservare, mettendo a profitto il valore consumato. Ma l'ossimoro non è che una mera illusione: la qualità di risparmiatore è coesistente a quella di consumatore e viceversa. In tanto il consumatore diventa risparmiatore in quanto abbia una maggiore o minore propensione al risparmio; ma è dato comune riscontrare come ciascun consumatore, almeno finché non consuma per intero il prodotto, tenda ad investire ciò che risparmia".

In tale contesto, quindi, il percorso di ricerca ha preso le mosse dalla possibile identificazione dell'investitore con la discussa figura del consumatore, al fine di indagare, in un'ottica di collegamento con la disciplina consumeristica, gli strumenti di tutela posti dal legislatore a protezione della parte debole di quel rapporto contrattuale avente ad oggetto la prestazione dei servizi di investimento da parte dell'intermediario finanziario autorizzato. Il presente lavoro ha pertanto indagato le forme di tutela del c.d. "consumo finanziario", ossia i meccanismi di protezione che il legislatore attribuisce al cliente quando diventa parte del mercato mobiliare.

A dispetto delle risalenti origini che caratterizzano il dibattito relativo all'identità soggettiva del consumatore con l'investitore, il filo conduttore del percorso argomentativo si ripropone in chiave innovativa. Infatti, nel corso del tempo e con particolare vigore negli ultimi anni, la disciplina mobiliare si è dimostrata capace di stimolare il giurista nella (re)interpretazione delle categorie tradizionali al fine di adattare alle esigenze del settore. Tale tendenza ha reso possibile recenti cambi di prospettiva nella strategia legislativa che, come si è dimostrato nel primo capitolo, origina proprio dal cambiamento di paradigma assunto nella tutela dell'investitore, sempre più simile ad un consumatore di servizi finanziari. L'influenza di questo nuovo modello si è estesa anche

al formante giurisprudenziale con particolare riferimento alla nullità formale che caratterizza i contratti di investimento. Il secondo capitolo ha fornito infatti l'analisi dell'evoluzione della giurisprudenza sul tema, dalla più lontana alla più recente, evidenziando una sempre più forte contaminazione della logica "consumeristica" che, come si è sostenuto, è ancora incompleta. Infine, nel capitolo conclusivo, anche in un'ottica *de jure condendo*, si è visto come il nuovo fenomeno del Fintech è destinato ad avere (e già ha) un profondo impatto (l'ultimo di una lunga serie) sui mercati finanziari. Si tratta, infatti, di una nuova era, nella quale tecnologia e finanza si incontrano e si intrecciano alterando le strutture del mercato, potenziando sia i rischi che i benefici per il consumatore, primo destinatario dei nuovi servizi Fintech.

Così individuata la chiave innovativa che caratterizza il presente lavoro, le tre tappe che hanno articolato il percorso argomentativo consentono di ripercorrere le seguenti conclusioni.

Dall'analisi sviluppata, risulta in modo inequivoco come il consumatore e l'atto di consumo siano diventati i protagonisti delle vicende del mercato finanziario. Invero, il forte squilibrio informativo, l'innegabile standardizzazione e lo "strapotere" del professionista nella determinazione del contenuto contrattuale sono tutte caratteristiche rinvenibili sia del rapporto di intermediazione sia in quello di consumo e finiscono per accumulare le forme di protezione del consumatore e dell'investitore (la trasparenza, la *disclosure*, la forma informativa, la nullità di protezione, il protezionismo del legislatore nella product governance), finanche a determinare ipotesi di diretta applicazione del codice del consumo (commercializzazione a distanza dei servizi finanziari, disciplina sulle azioni collettive, procedure ADR, clausole vessatorie).

Tuttavia, la specificità della nozione di consumatore impedisce di estendere la disciplina del codice del consumo, senza un espresso intervento del legislatore, anche ove richiamata, agli enti collettivi. Al problema potrebbe in parte sopperire la teoria della competenza nella sua forma intermedia, laddove considera atti di consumo anche quegli atti che siano (solo) indirettamente (e non strumentalmente) connessi al soddisfacimento di interessi professionali. Nondimeno, il rapporto di genere e specie tra le nozioni non può che fermarsi, dato normativo alla mano, all'investitore al dettaglio come persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività professionale. Tale rapporto diviene ancora più evidente se si considera che la relatività della presunzione di debolezza del cliente al dettaglio, che si opporrebbe a quella "assoluta" del consumatore, in realtà viene condivisa da quest'ultimo nella disciplina mobiliare. Infatti, nello stesso codice del consumo, ove vi sia un riferimento a tale settore, si addivene spesso ad una composizione degli interessi del consumatore e delle peculiari esigenze del mercato finanziario; ne è un esempio la disciplina sulla commercializzazione a distanza, così come la disciplina sulle clausole vessatorie, che, in alcune ipotesi, viene addirittura disapplicata per salvaguardare il buon funzionamento del mercato.

Ed allora, non appare errato concludere che così come non vi è un unico investitore, non vi è nemmeno un unico consumatore, la cui debolezza varia a seconda delle condizioni di vulnerabilità in cui si trova e il mercato cui si affaccia. Anzi, il settore mobiliare sembra essere riuscito là dove la rigidità nozionistica della disciplina consumeristica tende a fallire, ammettendo la necessità di tutela della persona giuridica – debole come lo è il consumatore – da tempo invocata dalla dottrina. Così argomentando, allora, il formato legislativo e dottrinale, sia europeo che nazionale, dovrebbe ripensare criticamente la nozione di consumatore. Almeno in termini descrittivi, infatti, benché il cliente al dettaglio non possa essere considerato un consumatore in senso tecnico (non senza le dovute distinzioni), appare indubbio che oggi possa essere definito un consumatore di servizi finanziari.

Come detto, la giurisprudenza non è rimasta immune al cambio di prospettiva. Come si è tentato di dimostrare con l'analisi del formalismo nei contratti di investimento, l'identità tra il consumatore e il cliente al dettaglio in termini di *gap* informativo e contrattuale ha finito per condizionare non solo il legislatore nell'edificazione di un sistema di tutela efficace, ma anche l'opera stessa dell'interprete. Invero, la forma e la nullità, originariamente ricondotte nell'alveo dell'invalidità codicistica, oggi si presentano mutate, fortemente influenzate da un approccio finalistico che deriva dalla necessità di protezione della “parte debole” del rapporto contrattuale. Concetti come “forma informativa” e “nullità di protezione”, tipici del discorso giuridico sviluppatosi attorno alla tutela del consumatore, assumono valenza generale, capace di influenzare e trasmettere i propri tratti caratteristici anche all'invalidità e al formalismo della disciplina mobiliare. Invero, si è visto come la decisione delle Sezioni Unite sulla rilevanza d'ufficio abbia sancito la riconducibilità della nullità prevista dall'art. 23 t.u.f. nel novero delle nullità di protezione. Si è riconosciuto che la *ratio* che accomuna tutte le nullità di protezione, a differenza della nullità relativa di diritto comune, trova il suo fondamento negli interessi non solo particolari, ma anche generali dell'ordinamento, in una sintesi interpretativa che ha gettato anche le basi per un ripensamento del rapporto tra validità del contratto e regole di comportamento.

La giurisprudenza di legittimità susseguente, infatti, nel rispondere al quesito relativo alla validità del contratto sottoscritto dal solo cliente, ha ricondotto la forma dell'art. 23 t.u.f. nell'alveo della forma c.d. “informativa”, riconoscendo il fondamento della scelta normativa nella protezione e nell'interesse del cliente, il quale “abbisogna di conoscere e di potere all'occorrenza verificare nel corso del rapporto il rispetto delle modalità di esecuzione e le regole che riguardano la vigenza del contratto, che è proprio dello specifico settore del mercato finanziario”, e, solamente in via mediata, nella regolarità e trasparenza del mercato.

Tali approdi rendono manifesta la forte capacità espansiva del diritto dei consumatori nel mercato mobiliare, non senza però alcuni elementi di criticità, laddove la contaminazione tra le discipline non appare ancora completa. L'interpretazione

teleologica fornita, infatti, sconta la conformazione bifasica che caratterizza i contratti di investimento e l'accoglimento delle istanze degli intermediari di fronte all'uso della nullità in funzione "assicurativa". Invero, il (presunto) comportamento "opportunistico" e "distorto" dei clienti – che danneggiati invocano la nullità di un contratto dopo anni di esecuzione per "coprire" le perdite derivanti da determinati ordini di investimento – violerebbe il principio di buona fede trasformando la nullità "strutturale" in una "sanzione sproporzionata". Tale convincimento risulterebbe quindi il vero leitmotiv della decisione, tanto che la S.C. afferma di scegliere un'interpretazione "rispondente al complesso equilibrio tra interessi contrapposti", ritenendo che lo scopo della norma fosse volto primariamente "a proteggere in via diretta ed immediata non un interesse generale, ma anzitutto l'interesse particolare". Tale orientamento ha influenzato evidentemente anche il percorso argomentativo della sentenza delle Sezioni Unite che mette fine al dibattito sulla nullità selettiva. Applicando il principio di buona fede in chiave riequilibratrice, viene, infatti, sancito che solamente in presenza di una perdita del cliente, configurabile in forza della complessiva valutazione del rapporto instaurato mediante il contratto quadro, un suo comportamento "selettivo" sarà ammesso ad ottenere il ristoro del pregiudizio subito mediante l'invocazione della nullità del contratto. Diversamente, il giudice dovrà negare tale tutela, giacché la condotta tradirebbe la *ratio* normativa (ossia il ripristino dell'equilibrio informativo), determinando un ingiustificato pregiudizio all'intermediario.

Dal quadro così delineato, nonostante le incertezze applicative che l'approccio assunto dalla giurisprudenza ha generato, ciò che appare senz'altro evidente è che la forza attrattiva del diritto dei consumatori nell'interpretazione degli istituti posti a tutela dell'investitore ha portato ad una "radicale" rielaborazione delle categorie tradizionali della forma e dell'invalidità che assumono oggi nuovi predicati: la *forma ad substantiam ex uno latere* o forma informativa (quale regola di comportamento) e la nullità, non più civilistica né "speciale", ma appunto, di protezione e, se usata "opportunistamente", "selettiva".

Tuttavia, le sentenze più recenti hanno portata a derive interpretative che, invocando l'obbligo di buona fede, giungono a scardinare la funzione di tutela dell'investitore/consumatore prevista dall'art. 23 t.u.f. Il passo successivo, dunque, dovrebbe essere quello di applicare gli orientamenti espressi nella disciplina consumeristica, tenuto conto che la giurisprudenza di legittimità sembra assumere (e ben può assumersi, attesa la debolezza che accomuna il consumatore e il cliente al dettaglio) la nullità di protezione prevista dall'art. 36 dal Codice del Consumo, come archetipo della nullità di protezione.

Ed allora, il nucleo caratterizzante la nullità di protezione dovrebbe essere l'operatività a vantaggio del contraente debole, sia dal punto di vista processuale che sostanziale. In questi termini, (tutti) gli effetti selettivi della nullità sono strutturali alla conformazione normativa di tale forma di protezione, proprio perché il legislatore mira a sbilanciare la

tutela nel momento stesso in cui commina la sanzione. Questa linea interpretativa coincide con l'orientamento espresso dalla giurisprudenza europea quanto al "massimo effetto utile" per il consumatore nell'applicazione delle norme sulle clausole vessatorie, in "un più radicale riequilibrio a favore del consumatore".

Pertanto, se il principio ispiratore della norma è appunto quello di conseguire il massimo effetto utile per il cliente/consumatore, non dovrebbero essere considerati estranei al dato normativo gli effetti inerenti alla produzione di vantaggi economici rispetto all'esercizio dell'azione di nullità e i conseguenti svantaggi per l'intermediario. Infatti, il fine normativo è anche sanzionatorio (di deterrenza e di dissuasione) e non ancorato ad una logica risarcitoria, che appare estranea al rimedio e alla funzione normativa. Al contrario, ponendosi in un'ottica di deterrenza, tutte le conseguenze derivanti dalla dichiarazione di nullità graveranno sul professionista, compresi gli effetti selettivi che possano essere connessi alla domanda proposta del cliente al dettaglio, cosicché il pregiudizio subito dall'intermediario non sarebbe sproporzionato in quanto rientrerebbe nella finalità normativa.

La logica consumeristica, così come ha (e potrebbe avere se completamente applicata) importanti ricadute interpretative sul piano della nullità formale dei contratti di investimento, potrebbe fornire anche utili soluzioni di fronte alle sfide dell'era Fintech. Si è infatti assunto il servizio di consulenza finanziaria automatizzata (o *robo-advice*), quale cartina di tornasole dell'attitudine del diritto dei consumatori a fornire utili soluzioni per la tenuta delle regole (formali e sostanziali) pensate per i servizi tradizionali. Del resto, tra i vari servizi dell'ecosistema Fintech, la consulenza in materia di investimenti spicca come servizio destinato principalmente al consumatore-investitore anche perché fortemente improntato ad una logica di disintermediazione umana grazie alla tecnologia algoritmica.

Ebbene, partendo dal problema della forma, si può confermare come la normativa europea e nazionale forniscano solidi strumenti normativi sul versante della tutela formale del consumatore. Infatti, i contratti relativi ai servizi di investimento possono essere stipulati in via telematica, purché siano sottoscritti, almeno dal cliente, mediante l'uso della firma elettronica avanzata, qualificata o digitale, non essendo sufficienti altri tipi di manifestazione di volontà, come quelli espressi mediante sistemi di *point and click*, qualificabili come mere firme elettroniche. Si vedrà se nella prassi verrà privilegiata l'interpretazione che circoscrive la portata della firma elettronica escludendola dalle ipotesi in cui sia richiesto un obbligo di forma scritta a pena di nullità o se si assisterà a un nuovo decennio di contenziosi

Passando alla tutela, per così dire, "sostanziale" e partendo dalle Linee Guida emanate dall'Esma sulla *governance* degli algoritmi, è innegabile come ancora una volta la *disclosure* abbia perso terreno come modello di tutela del cliente rispetto alle regole organizzative. Risulta quindi privilegiato un approccio *ex ante* di intervento, suffragato dall'esercizio del potere di *enforcement* da parte dell'autorità di vigilanza, che ben si

concilia con il cambio di paradigma assunto a livello regolatorio, dove l'investitore al dettaglio, in quanto consumatore, perde la natura di agente razionale e il rapporto con l'intermediario assume una dinamica "fiduciaria".

In questo contesto, in una prospettiva *de iure condendo*, al pari della disciplina della *product governance* nella sua declinazione di *product intervention* e al fine di completare la tutela *ex ante* dell'investitore consumatore nell'ambito della consulenza finanziaria automatizzata, si è proposta l'assunzione di una strategia più (appunto) "interventista". In particolare, si rende auspicabile la previsione di poteri maggiormente incisivi all'autorità di vigilanza, qualora quest'ultima rilevi una sistematica inadeguatezza dei presidi di *governance* da parte dell'intermediario, quali, ad esempio, l'interdizione temporanea dalla prestazione del servizio o la destituzione di un amministratore dal consiglio di amministrazione. A corollario di un così pervasivo potere di intervento dovrebbero essere aumentati gli obblighi di comunicazione degli intermediari nei confronti dell'Autorità, che, per poter esercitare un siffatto controllo, sconta la necessità di assumere dati e informazioni selezionate relative all'algoritmo, che non esulino però dallo scopo della vigilanza, evitando così il rischio di danneggiare i diritti di proprietà intellettuale connessi alla tecnologia algoritmica.

Infine, quanto alla responsabilità dell'intermediario nell'erogazione del servizio della consulenza finanziaria automatizzata, si può confermare che non vi sono particolari problemi operativi ove si tratti della *robo advice* fornita dall'intermediario "fisico" o fornita mediante il modello "ibrido". Nel primo caso, infatti, il cliente non ha alcun contatto con l'algoritmo che funziona solo da ausilio per il professionista. Nel secondo, invece, considerando che l'intermediario ha la possibilità di controllare direttamente i risultati dell'algoritmo, si può sostenere che la diligenza professionale imponga al medesimo di prevenire o evitare un possibile danno che possa essere cagionato dall'AI al cliente, senza necessità di forzare le categorie tradizionali.

Al contrario, il problema potrebbe porsi laddove il servizio di consulenza finanziaria automatizzata venga fornito con sistemi interamente automatizzati, poiché ogni attività e ogni scelta viene processata direttamente dal sistema di intelligenza artificiale. In questa ipotesi, in applicazione dell'art. 23 t.u.f., l'intermediario risponderà indubbiamente per i danni cagionati all'investitore qualora abbia negligenzemente omissso di adeguarsi alle linee guida sulla *governance* degli algoritmi pubblicate dall'ESMA, assumibili come parametro di valutazione della diligenza professionale. Allo stesso modo, però, quando il danno sia stato prodotto dall'algoritmo, nonostante l'esistenza dei presidi organizzativi consigliati dall'ESMA, l'intermediario potrebbe andare esente da responsabilità qualora provi di aver implementato la propria organizzazione nel rispetto delle *best practices*.

Tale risultato è evidentemente contrario agli attuali indirizzi programmatici europei, in quanto finisce per riallocare il rischio dell'uso dell'intelligenza artificiale dal professionista al cliente, nonostante quest'ultimo non abbia alcuna possibilità di controllo sull'algoritmo. Inoltre, risulta impossibile applicare ad un sistema di intelligenza

artificiale un parametro soggettivo di valutazione della responsabilità come quello della diligenza, tenuto conto che il *robo-advor* soggetto non è, a meno di non voler percorrere la strada impervia del riconoscimento della personalità giuridica “elettronica”, a, che tuttavia sembra foriera più di problemi che di soluzioni.

In una prospettiva de *iure condendo*, dunque, si propone di cercare “altrove” la norma idonea a disciplinare la responsabilità dell’intermediario finanziario. Esclusa la strada della responsabilità oggettiva ex art. 2050 c.c., visti gli elementi di imprevedibilità del “*machine learning*” o del “*deep learning*”, capaci ipoteticamente di fondare il caso fortuito, nonché l’approccio della nuova proposta di Regolamento europeo sull’intelligenza artificiale volto al modello di gestione del rischio, foriero di costi elevati e di contraddizioni quando al principio di neutralità tecnologica, appare convincente il modello della responsabilità da prodotto previsto dal Codice del Consumo. Del resto, è opinione condivisa quella che vede l’assottigliarsi della distinzione tra prodotto e servizio quando si discorre di prodotti dell’intelligenza artificiale. Infatti, quando il servizio è fornito dalla “macchina” risulta difficile distinguere i confini dell’uno e dell’altra, a maggior ragione se quest’ultima opera attraverso una piattaforma online. Da questo punto di partenza, allora, si può ipotizzare una disciplina che configuri la responsabilità dell’intermediario in solido con quella dello sviluppatore o fornitore, nonché del distributore e dell’“addestratore”, in caso di danni provocati dall’ “algoritmo” difettoso. Il prodotto/servizio potrà considerarsi “difettoso” laddove non offra quella “sicurezza” (in questo caso) di corretto funzionamento, che “si possa ragionevolmente attendere”, alla luce degli scopi cui è preposto.

Il vantaggio di costruire in questi termini la responsabilità è quella di consentire di bilanciare correttamente le esigenze di tutela del consumatore e allo stesso tempo l’interesse del mercato ad assicurare lo sviluppo di nuove tecnologie. Da un lato, infatti, il cliente al dettaglio troverebbe tutela anche nelle ipotesi in cui l’intermediario potrebbe andare esente da responsabilità per aver agito secondo la diligenza richiesta, ossia nel rispetto delle *best practices*. Dall’altro, però, la responsabilità del produttore e di conseguenza anche quella dell’intermediario potrebbe ritenersi esclusa “se lo stato delle conoscenze scientifiche e tecniche, al momento in cui il produttore ha messo in circolazione il prodotto, non permetteva ancora di considerare il prodotto come difettoso”. Infine, al pari della responsabilità dell’intermediario finanziario, l’onere della prova dovrebbe essere invertito, avuto riguardo ai rilevanti problemi di “opacità” che caratterizzano gli algoritmi. Per questa via quindi si evita di influenzare negativamente la diffusione della consulenza finanziaria automatizzata che potrebbe disincentivare gli intermediari finanziari a prestare il servizio considerati i conseguenti eccessivi rischi operativi.

Così ripercorsi i risultati della ricerca, dovrebbero emergere autonomamente gli sviluppi del percorso argomentativo senza la necessità di aggiungere o definire ulteriori “conclusioni”. Tanto più che difficilmente potrebbe davvero parlarsi di conclusioni di

fronte ad un tema che continua a soggiacere a continue evoluzioni. Non è un caso che la stessa strategia normativa non sia sempre coerente quando alla strada da percorrere (si pensi alle differenze di trattamento tra cliente al dettaglio persona giuridica e consumatore) con la conseguenza che la giurisprudenza non è sempre lineare nei suoi risultati interpretativi (dove la nullità di protezione e la forma informativa risultano in una minor tutela del consumatore/investitore in virtù dell'applicazione del principio di buona fede). Tuttavia, non è da escludere che le nuove sfide poste dall'applicazione della tecnologia alla finanza possano condurre a definitivo riconoscimento del consumatore di servizi finanziari.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, nella Collana Quaderni Fintech, 2019.

AA.VV., *Clausole vessatorie nei contratti dei consumatori*, a cura di G. Alpa e S. Patti, Giuffrè, Milano, 2003.

AA.VV., *Commentario al capo XIV bis del codice civile: dei contratti del consumatore (artt. 1469 bis-1469 sexies)*, a cura di C. M. BIANCA, F. D. BUSNELLI ed altri, Cedam Padova, 1999.

AA.VV., *I contratti dei consumatori*, a cura di Gabrielli E. e Minervini E., UTET giuridica, Torino, 2005.

ALBANESE A., *Non tutto ciò che è "virtuale" è razionale: riflessioni sul contratto nullo*, in *Europa e dir. priv.*, 2012, p. 516 ss.

ALBANESE A., *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Jovene, Napoli, 2003

ALESSI R., "Nullità di protezione" e poteri del giudice tra Corte di Giustizia e sezioni unite della Corte di cassazione, in *Europa dir. priv.*, 2014, p. 1143 ss.

ALLEGRI V., *Nuove esigenze di trasparenza nel rapporto banca-impresa nell'ottica di tutela del contraente-debole*, in *Banca, borsa, tit.cred.*, 1987, 38 ss

ALPA G., *L'informazione del risparmiatore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, I, p. 476 ss.
ALPA G., *Ancora sulla definizione di consumatore e utente*, in *Contratti*, 2001, p. 205 ss.

ALPA G., BARCA A., *Servizi finanziari e tutela del consumatore*, in *I contratti di finanziamento e le garanzie reali nella prospettiva europea*, M. Bussani, F. Fiorentini (a cura di), Quaderni Dip. Scienze giuridiche, Università degli Studi di Trieste, 7, 2003, p. 25 ss.

ALPA G., CATRICALÀ A. (a cura di), *Diritto dei consumatori*, Bologna, Il mulino, 2016.

ALPA G., CHINÈ G., *Consumatore (protezione del) nel diritto civile*, in *Digesto Disc. priv., sez. civ.*, UTET giuridica, 1997.

- ALPA G., *Commento all'art. 23 t.u.f.*, in *Commentario al d.legis. 24 febbraio 1998*, n. 58, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998.
- ALPA G., GAGGERO P., *I servizi di investimento in valori mobiliari nel decreto Eurosim: Decreto legislativo 23 luglio*, IPSOA, Milanofiori, Assago, 1996
- ALPA G., *Jus poenitendi e acquisto di valori mobiliari*, in *riv. soc.*, 1984, p. 984 ss.
- ALPA G., *L'informazione del risparmiatore*, in *Banca, borsa, tit.cred.*, 1990, p. 476 ss.
- ALPA G., *La trasparenza delle operazioni bancarie e la tutela del risparmiatore. Intervento tenuto nell'ambito del Seminario su "Banche e mercati italiani nella prospettiva internazionale"* S. Marco - Perugia, 19 Marzo 2004, Quaderni (Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa), n. 210.
- ALPA G., *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del risparmiatore*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1998, p. 373 ss.
- ALPA G., *Consumatore (protezione del) nel diritto civile*, in *Digesto Disc. priv., sez. civ.*, UTET giuridica, 1988, p. 542 ss.
- AMAGLIANI R., *Le Sezioni Unite sul cd. contratto monofirma – Nota breve a margine di Sezioni Unite 16 gennaio 2018*, n. 898, in *Contratti*, 2018, 2, p. 133 ss.
- AMIDEI A., *Intelligenza artificiale e product liability: sviluppi del diritto dell'unione europea*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1715;
- ANNUNZIATA F., GUFFANTI E., *Il recesso nei contratti finanziari a distanza*, in *Corr. Giur.*, 2006, p. 5 ss.
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare: aggiornamento a MiFID e Market Abuse Regulation*, Giappichelli, Torino, 2017.
- ANNUNZIATA F., *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, EGEA, Milano, 1993
- ANTONIOLLI F. L., *Contratti del consumatore nel diritto dell'Unione europea*, in *Digesto delle discipline privatistiche. Aggiornamento*, 2011.
- APPIANI L. C., *Valore probatorio della «dichiarazione di operatore qualificato» e doveri informativi passivi dell'intermediario*, in *Giur. comm.*, 2, 2011, p. 276 ss.
- ARDUINI A., *La nullità di protezione tra legittimazione relativa all'azione e rilevanza d'ufficio condizionata*, in *Obbl. contr.*, 2012, p. 691 ss.

- APELLI M., *Commento all'art 23*, in *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di BEDOGNI, Milano, 1998, p. 200 ss.
- BARBERO D., *Il contratto tipo nel diritto italiano*, Vita e Pensiero, Milano, 1935.
- BARBERO, *Sulla produzione in giudizio di scrittura privata non sottoscritta*, in *Foro pad.*, 1951, p. 1251 ss.
- BARCELLONA P., *Profili della teoria dell'errore nel negozio giuridico*, Giuffrè, Milano, 1962.
- BARCELLONA, *Equilibrio contrattuale e abuso del diritto*, in *Tutele contrattuali e il diritto europeo. Scritti per A. Di Majo Giaquinto*, S. Mazzamuto, (a cura di), Napoli, 2012.
- BARENGHI A., *Diritto dei consumatori*, Cedam, Milano, 2017.
- BARENGHI A., *Diritto dei consumatori*, Wolters Kluwer, Milano, 2018.
- BARENGHI A., *I contratti per adesione e le clausole vessatorie*, in *Trattato di diritto privato europeo*, a cura di N. LIPARI, II, 3, Cedam, Padova, 2003.
- BARENGHI A., *Sub. art. 1469-bis*, in *La nuova disciplina delle clausole vessatorie*, Jovene, 1996, p. 23 ss
- BARILLÀ G. B., *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2011, p. 281 ss.
- BARONCELLI S., *Art. 47*, in *Commentario alla Costituzione*, R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti (a cura di), Torino, Utet, 2006, p. 946 ss.
- BARTOLINI F., *Il consumatore: chi era costui? - Il commento*, in *Danno e Resp.*, 2009, 4, p. 385 ss.
- BASTIANON S., *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Dir. Un. Eur.*, 2, 2008, p. 255 ss.
- BELELLI A., *sub. art. 1469 quinquies*, in AA.VV., *Le clausole vessatorie nei contratti dei consumatori*, a cura di Alpa, Patti, I, Milano, 1997.
- BELFIORE C., *Si può fare a meno del contratto-quadro nei servizi di investimento?*, in *Giur. mer.*, 2007, p. 1915 ss.

- BENCINI R., *La 'forma informativa' del contratto d'investimento: aspettando le Sezioni Unite*, in *Diritto & Giustizia*, fasc. 18, 2016, p. 80 ss.
- BEN-SHAHAR O., SCHNEIDER C. E., *The Failure of Mandated Disclosure*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 159.3, 2011, p. 647 ss.
- BERTI DE MARINIS G., *Contratti dei mercati regolamentati: norma imperative e conformazione*, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2019.
- BERTI DE MARINIS G., *L'invalidità formale nei contratti di investimento*, in *Banca Borsa*, 2013, I, p. 37 ss.
- BERTI DE MARINIS G., *La contrattazione bifasica nei contratti di investimento: fra vincoli disposti a tutela del cliente e rimedi invalidanti*, in *Resp. civ. e previdenza*, 4, 2013, p. 1344 ss.
- BERTI DE MARINIS G., *Nullità relativa, protezione del cliente e interessi meritevoli di tutela*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 3, p. 296 ss.
- BERTI DE MARINIS G., *Uso e abuso dell'esercizio selettivo della nullità*, in *Banca Borsa*, 2014, p. 612 ss.
- BERTOLINI A., *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina dell'investitore. Perequazione informativa e opportunismo rimediabile?*, in *Resp. Civ.*, 2010, p. 2236 ss.
- BERTOLINI A., *Robots as Products: The Case for a Realistic Analysis of Robotic Applications and Liability Rules*, in *Law Innovation and Technology*, 5(2), 2013, p. 214 ss.
- BIANCA C. M., *Diritto civile, 3, Il contratto*, Giuffrè, Milano, 2000.
- BIANCA C. M., *Diritto Civile, III, Il contratto*, Giuffrè, Milano, 1998.
- BIANCA C. M., *I contratti digitali, Studium iuris*, Milano, 1999.
- BIANCA M., *Le definizioni dei soggetti e dell'oggetto dell'atto di consumo (art. 3 D.Lgs. 6.9.2005, n. 206)*, in *Codice commentato della concorrenza e del mercato*, A. Catricalà, P. Troiano (a cura di), UTET giuridica, Torino, 2010, p. 1661 ss.
- BICHI R., *Intelligenza artificiale tra "calcolabilità" del diritto e tutela dei diritti*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1772 ss.

BICHIRI F., *La nullità per difetto di forma scritta del contratto di investimento nella giurisprudenza di legittimità*, in *Diritto ed Economia e dell'Impresa*, 3, 2020, p. 446 ss.

BICHIRI F., PONCIBÒ C., *Comparative perspective on the banking and financial ombudsman: current limitations, and possible solutions*, in *Protecting Financial Consumers in Europe*, P. Tereszkiewicz and M. Golecki (eds.), Brill, 2023, p. 282 ss.

BIGLIAZZI GERÌ L., *Buona fede nel diritto civile*, in *Dig. Disc. Priv., sez. civile, II*, Torino, 1988.

BONFIGLIO G., *La rilevabilità d'ufficio della nullità di protezione*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, p. 871 ss.

BONFIGLIO P., *L'ambito soggettivo di applicazione dell'art. 1469-bis cod. civ.*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2003, 2, p. 10174 ss.

BOVE M., *Rilievo d'ufficio della questione di nullità - Rilievo d'ufficio della questione di nullità e oggetto del processo nelle impugnative negoziali*, in *Giur. It.*, 2015, 6, p. 1386 ss.

BRECCIA U., *La forma*, in *Trattato Roppo, I, Formazione*, a cura di Granelli, Milano, 2006

BRUTTI N., *Nullità dell'ordine di intermediazione per difetto di forma convenzionale*, in *Società*, 2009, 4, p. 479 ss.

CALVO R., *I contratti del consumatore*, in *Tratt. Dir. Comm. Dir. Pubbl.*, F. Galgano (diretto da), Cedam, Padova, 2005.

CAPOBIANCO E., *Sub Art. 33-38. Dei contratti del consumatore in generale, Commento, Codice del consumo*, a cura di Capobianco E. e Perlingieri G., ESI, Napoli, 2009.

CAPPARELLI M., *Intelligenza artificiale e diritto - intelligenza artificiale e nuove sfide del diritto d'autore*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1740 ss.

CAPRIGLIONE F., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari: commento al Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, CEDAM, Padova, 1997.

CARBONE V., *"Porte aperte" delle Sezioni Unite alla rilevabilità d'ufficio del giudice della nullità del contratto*, in *Corriere Giur.*, 2015, 1, p. 88 ss.

- CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Giuffrè, Milano, 1992.
- CARBONETTI F., *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2001, p. 775 ss.
- CARIOTA FERRARA L., *Il negozio giuridico*, Morano, Napoli, 1950
- CARIOTA FERRARA L., *Riflessioni sul contratto normativo*, in *Arch. Giur. "Filippo Serafini"*, 1937, p. 52 ss.
- CARNELUTTI F., *Studi sulla sottoscrizione*, in *Riv. dir. comm.*, 1929, p. 34 ss.
- CAROZZI A. M., *Regole di condotta degli intermediari e rimedi civilistici*, in *Dir. fall.*, 2006, I, p. 697 ss.
- CARPINO B., *Scrittura privata*, in *Enc. dir.*, XLI, Milano, 1989.
- CARRARO L., *Valore attuale della massima "fraus omnia corrupti"*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1949, p. 782 ss.
- CASTRONOVO C., *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca Borsa*, 1993, I, p. 300 ss.
- CERA M., PRESTI G., *Il testo unico finanziario: ieri, oggi domani*, in *Il testo unico finanziario, Prodotti e intermediari*, Vol. 1, M. Cera, G. Presti (diretto da), Zanichelli, Torino, 2020.
- CHINÉ G., *La nozione di consumatore nel diritto vivente*, in *Lezioni di diritto privato europeo*, G. Alpa, G. Capilli (a cura di), Cedam, Padova, 2007, p. 895 ss.
- CHINÉ G., *Sub art. 3*, in *Codice del consumo*, V. Cuffaro (a cura di), Giuffrè, Milano, 2019, p. 18 ss.
- CIAN M., SANDEI C., *Introduzione*, in *Il Diritto del Fintech*, M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), CEDAM, Edizione E-book, Milano, 2020.
- CIATTI A., *L'accettazione dell'eredità con beneficio d'inventario e il regime delle preclusioni: un revirement soltanto annunziato*, in *Giur. it.*, 2013, 12, p. 2481 ss.
- CICATELLI E., *Contratti di investimento, nullità protettive e tutela restitutoria. Il commento*, in *Contratti*, 2018, 5, p. 543 ss.
- COLANGELO G., *L'abuso della dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un'indagine comparata*, Giappichelli, Torino, 2004.

COLESANTI, *Sulla formazione giudiziale dei contratti solenni*, in *Riv. dir. proc.*, 1964, p. 637 ss.

COLOMBO C., *Contratti bancari – La forma dei contratti quadro di investimento: il responso delle Sezioni Unite*, in *Giur. It.*, 2018, 3, p. 568 ss.

COLTRO CAMPI C., *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari, Commento alla l. 2 gennaio 1991, n. 1*, UTET, Torino, 1991.

COMANDÉ G., *La firma elettronica: modelli normativi e uso concreto*, in Sica-Comandé, *Il commercio elettronico. Profili giuridici*, Giappichelli, Torino, 2001.

CONFORTI, *Fraus omnia corrumpit*, in *Contratti*, 2014, p. 696 ss.

CONTI R., *La Corte CE a tutto campo sulla nozione di consumatore e sulla portata della dir. 93/13/CEE in tema di clausole abusive*, in *Corriere giuridico*, 2002, 4, p. 445 ss.

CONTI R., *Le giurisdizioni superiori di nuovo a confronto sulla nozione di consumatore - Il commento*, in *Corriere Giuridico.*, 2003, 8, p. 1005 ss.

COSTANZA M., *L'intelligenza artificiale e gli stilemi della responsabilità civile*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1686 ss.

COSTI R., ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, vol. VII, diretto da G. COTTINO, 2004.

COSTI R., *Il mercato mobiliare: Aggiornamento alla Mifid 2*, Giappichelli, Torino, 2018.

COTTINO G., *La responsabilità degli intermediari finanziari. Ancora qualche divulgazione sul tema*, in *Giur. it.*, 2006, p. 1633 ss..

COTTINO G., *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2006, p. 537 ss..

D'ADDA A., *Giurisprudenza e "massimo effetto utile per il consumatore": nullità (parziale) necessaria della clausola abusiva e integrazione del contratto*, in *Contratti*, 2013, 1, p. 16 ss.

D'AGOSTINO G., MUNAFÒ P., *Prefazione alla collana dedicata al FinTech*, in C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, I Quaderni Fintech, 1 2018.

D'AMICO G., *Le Sezioni Unite sul cd. Contratto mono-firma – La “forma” del contratto-quadro ex art. 23 t.u.f. non è prescritta ad substantiam actus*, in *Contratti*, 2018, 2, p. 133 ss.

DALMARTELLO A., *La forma nei contratti di investimento nel canone delle Sezioni Unite: oltre il contratto “monofirma”*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2018, 5, p. 658 ss.

D'AURIA, M. RIZZUTI, *Nullità contrattuali e intermediazione finanziaria*, in *Giur. it.*, 2015, 1059 ss.

DE CRISTOFARO G., *Sub. Art. 3, sez. I e II*, in *Commentario breve al diritto dei consumatori*, G. De Cristofaro, A. Zaccaria (diretto da), Cedam, Padova, 2010.

DE JULIIS C. M., *Nullità « relativa » del contratto quadro e conflitto d'interessi*, in *Società*, 2009, p. 1284 ss.

DE NOVA G., *Le clausole vessatorie. Art. 25 legge febbraio 1996, n. 52*, Milano, 1996.

DE SANTIS F., *Documento informatico, firma digitale e dinamiche processuali*, in *Rass. dir. civ.*, 2001

DELLA VECCHIA R., *Forma dei contratti e obblighi informativi nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Le Società*, 2011, fasc. 6, p. 682 ss.

DELLA VECCHIA R., *Il diritto di recesso del cliente ex art. 30 del T.U.F.: l'interpretazione delle Sezioni Unite ed il successivo intervento legislativo*, in *soc.*, 2014, 1, p. 45 ss.

DELLA VEDOVA I., *Perfezionamento e prova del contratto di prestazione di servizi di investimento*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, p. 505 ss.

DELLA VEDOVA I., *Sulla forma degli ordini di borsa*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 161 ss.

DELLI PRISCOLI L., *La rilevabilità d'ufficio delle nullità di protezione, contraente “debole” e tutela del mercato*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 976 ss.

DELOGU L., *Leggendo il Codice del consumo alla ricerca della nozione di consumatore*, in *Contratto e impresa. Europa*, 2006, p. 87 ss.

DESANA E., *L'impresa tra tradizione e innovazione*, Giappichelli, Torino, 2018.

DI AMATO A., *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, S. Amorosino (a cura di), Giuffrè, Milano, 2008, p. 83 ss.

- DI CIOMMO F., *La rilevabilità d'ufficio ex art. 1421 c.c. secondo le sezioni unite: la nullità presa (quasi) sul serio*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 922 ss,
- DI GIOVANNI F., *La regola della trasparenza*, in *I contratti dei consumatori*, E. GABRIELLI, E. MINERVINI (a cura di), Utet giuridica, Torino, 2005, p. 301 ss.
- DI GIOVANNI F., *Attività contrattuale e intelligenza artificiale*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2019, p. 1677 ss.
- DI MAJO A., *Contratti bancari – Contratti di investimento mobiliare: il “balletto” delle forme*, in *Giur. It.*, 2018, 3, p. 568 ss.
- DI MAJO A., *Voce “Responsabilità contrattuale” in Digesto delle discipline privatistiche. Aggiornamento*, 1998, UTET giuridica, Torino, p. 25 ss.
- DI MARZIO F., *Forme della nullità nel nuovo diritto dei contratti. Appunti sulla legislazione, sulla dottrina e sulla giurisprudenza dell'ultimo decennio*, in *Giust. civ.* 10, 2000, p. 465 ss.
- DI MARZIO F., *La nullità del contratto*, Cedam, Padova, 2008
- DOLMETTA A., *Exceptio doli generalis*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2, 1998, p. 153 ss.
- DOLMETTA A., MINNECI U., *Borsa (contratti di)*, in *Enc. dir., Agg.*, Milano, 2001, p. 174 SS
- DOLMETTA, *Strutture rimediali per la violazione degli “obblighi di fattispecie” da parte di intermediari finanziari, (con peculiare riferimento a quelli di informazione e di adeguatezza operativa)*, 2007, in www.ilcaso.it,
- DUCCI D., *Negoziazione, gestione di portafogli e ordini telefonici*, in *Giur. comm*, 2009, I, 81 ss.
- DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2009
- FERRARA R., *Consumatore (protezione del) nel diritto amministrativo*, in *Digesto disciplina pubblicistiche*, 1989, p. 517 ss.
- FERRARA R., *Contributo allo studio della tutela del consumatore: profili pubblicistici*, Giuffrè, Milano, 1983.
- FERRARINI G., *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. Società*, 1995, p. 627 e ss.

- FERRARINI G., MARCHETTI P. (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al Testo unico della finanza*, Edibank, Roma, 1998.
- FICI A., “Consumatore” e “Professionista” e criteri di vessatorietà nei contratti del consumatore, in *Corriere giur.*, 2002, p. 1625 ss.
- FILANTI G., *Inesistenza e nullità del negozio giuridico*, Jovene, Napoli, 1983.
- FINOCCHIARO G., *Intelligenza artificiale e protezione dei dati personali*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1670 ss.;
- FINOCCHIARO G., *La Proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale: il modello europeo basato sulla gestione del rischio*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2, 1 2022, p. 303 ss.
- FIORIO P., *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, II, p. 2129 ss.
- FIORIO P., *Professionista e consumatore, un discrimine formalista?*, in *Giur. It.*, 2002, p. 3 ss.
- FORNASARI R., *Nullità del contratto: la rinnovata centralità dell'interesse generale dell'ordinamento - il rilievo officioso della nullità: un presidio a tutela dell'interesse generale dell'ordinamento*, in *Danno e Resp.*, 2015, 6, p. 592 ss.
- FRAILE CARMONA A., GONZÁLEZ-QUEL LOMBARDO A., RIVERA PASTOR R., TARÍN QUIRÓS C., VILLAR GARCÍA J. P., RAMOS MUÑOZ D., CASTEJÓN MARTÍN L., *Competition Issues in the Area of Financial Technology (FinTech)*, Luxembourg: Publications Office, 2019.
- FRANCESCHELLI V., *Nullità del contratto. Artt. 1418 - 1423*, Giuffrè, Milano, 2015.
- FROSINI T. E., *Un diverso paradigma di giustizia: le “Alternative Dispute Resolutions”*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2011,, p. 47 ss.
- GABRIELLI E., *Algoritmi decisionali e processo civile: limiti e prospettive*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 1, 2022, p. 59 ss.
- GABRIELLI E., *Il consumatore e il professionista*, in E. GABRIELLI ed E. MINERVINI (a cura di), *I contratti del consumatore*, in *Trattato contratti Rescigno-Gabrielli*, Torino, Utet, 2005, I, p. 18 e ss.

- GABRIELLI E., LENER R., *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R Lener, UTET, Torino, 2010, p 3 ss.
- GABRIELLI E., RUFFOLO U., *Intelligenza artificiale e diritto – Introduzione*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2019, p. 1657 ss.
- GAFFURI L., *Adeguatezza, appropriatezza ed execution only*, in *I servizi di investimento dopo la MiFID II*, L. Gaffuri, S. Belleggia (a cura di), Giuffrè, Milano, 2019, p. 181 ss.
- GAGGERO P., *Neoformalismo negoziale di “protezione” e struttura della fattispecie contrattuale*, in *Contratto e impresa*, 2016, fasc. 6, p. 1463 ss.
- GALGANO F., *I contratti di investimento e gli ordini dell’investitore all’intermediario*, in *Contr. e Imp.*, 2005, 3, p. 889 ss.
- GALGANO F., *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contratto e impresa*, 2008, p. 1 ss.
- GALGANO F., *Il contratto in generale*, in *Trattato di diritto civile*, II, Cedam, Padova, 2010.
- GALGANO F., *L’inadempimento ai doveri dell’intermediario non è dunque, causa di nullità virtuale*, in *Contr. e Imp.*, 2006, p. 579 ss.
- GALGANO ZORZI N., *Contratto di consumo e libertà del consumatore*, Cedam, Assago, 2012.
- GALOPPINI A., *Appunti sulla rilevanza della buona fede in materia di responsabilità extracontrattuale*, Milano, 1965.
- GAMBINI M., *Algoritmi e sicurezza*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2019, p. 1726 ss.
- GAMBINI M., *Il nuovo statuto del consumatore europeo: tecniche di tutela del contraente debole*, in *Giur. merito*, 12, 2004, p. 2605 ss.
- GAMBINO A. M., MANZI M., *Intelligenza artificiale e tutela della concorrenza*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1744 ss.
- GARATTI F., *Alla ricerca di una nozione unitaria di consumatore - Il commento*, in *Danno e Resp.*, 2009, 10, p. 944 ss.

GATT L., *Ambito soggettivo di applicazione della disciplina. Il consumatore e il professionista*, in AA. VV. (a cura di BIANCA, BUSNELLI) *Commentario al capo XIV-bis del Codice civile: dei contratti del consumatore*, Padova, 1999, p. 100 ss.

GATT L., *Sub. Art. 1496-bis, 2° co.*, in *Commentario a capo XIV-bis del codice civile: dei contratti del consumatore*, Cedam, Padova, 1999, p. 841 ss.

GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, ESI, Napoli, 2009.

GENTILI A., *La "nullità di protezione"*, in *Eur. e dir. priv.* 2011, p. 77 ss.

GENTILI A., *Nullità annullabilità inefficacia (nella prospettiva del diritto europeo)*, in *Contr.*, 2003, p. 204 ss.

GENTILI A., *Le tipologie di documento informatico dopo il D.P.R. N. 137/03: effetti sostanziali ed effetti probatori*, in *Dir. inf.*, 2003, p. 671 ss.

GIAMPIERETTI M., *Art. 47*, in *Commentario breve alla Costituzione*, S. Bartole, R. Bin (a cura di), Padova, Cedam, 2008, p. 474 ss.

GIOIA G., *Nuove nullità relative e tutela del contraente debole*, in *Contr. e impr.*, 1999, p. 1342 ss.

GIOIA G., *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario, I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R Lener, UTET, Torino, 2010.

GIOLA G., *L'informativa ai clienti e potenziali clienti*, in *I servizi di investimento dopo la Mifid*, L. Gaffuri, S. Belleggia (a cura di), Giuffrè, Milano, 2019, p. 207 ss.

GIROLAMI M., *Contratti di investimento non sottoscritti dall'intermediario: la parola alle Sezioni Unite*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2017, II, p. 535 ss.

GIROLAMI M., *La nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali*, Cedam, Padova, 2008

GIROLAMI M., *La nullità relativa di protezione: da eccezione a tertium genus nel sistema delle invalidità negoziali*, in *Le forme della nullità*, a cura di Pagliantini, Torino, 2009.

GIROLAMI M., *Le nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali*, Cedam, Padova, 2008

GOBBO G., *Commento all'art 23*, in *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di A. VELLA, Torino, 2012, I.

GOBBO G., SALODINI C., *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2006, 1, p. 5 ss.

GRAZIUSO E., *La tutela del consumatore contro le clausole abusive*, Giuffrè, Milano 2002

GRECO F., *Informazione precontrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Quaderni Banca Borsa tit. cred., Giuffrè, Milano, 2020.

GRECO F., *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, 2, 2017, p. 398 ss.

GRECO F., *La nullità «selettiva» e un necessitato ripensamento del protezionismo consumeristico, in esito alla pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, 3, 2020, p. 835 ss.

GUADAGNO S., *Le Sezioni Unite sui contratti cc. dd. monofirma: la forma nei contratti asimmetrici*, in *Corriere Giur.*, 2018, 7, p. 929 ss.

GUERINONI E., *Sulla nozione di consumatore – Il commento*, in *Contratti*, 2002, 5, p. 519 ss.

GUGLIELMETTI G., *I contratti normativi*, Cedam, Padova, 1969.

INZITARI B., PICCININI V., *La tutela del cliente nelle negoziazioni di strumenti finanziari*, Cedam, Padova, 2008.

IRACE A., RISPOLI FARINA M., *L'attuazione della direttiva MIFID: Decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164*. Giappichelli, Torino, 2010.

IRTI N., *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2, 1998, p. 347 ss.

IUDICA G., *Impugnativa contrattuali e pluralità di interessi*, Cedam, Padova, 1973.

KINGSFORD SMITH D., DIXON O., *The Consumer Interest and the Financial Markets*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, p. 696 ss.

KIRSCHEN S., *Sub art. 3*, in *Codice del consumo, Commentario*, G. Alpa, L. Rossi Carleo (a cura di), Napoli, 2005.

LA ROCCA G., *La forma informativa ed il potere delle imprese di comandare il mercato: a margine di Cass. ord., 27 aprile 2017, n. 10447, sul c.d. contratto monofirma*, in www.ilcaso.it.

LAGHEZZA P., *Nullità del contratto: la rinnovata centralità dell'interesse generale dell'ordinamento - Declaratoria ufficiosa della nullità del contratto e Sezioni Unite 2.0: il giudicato implicito*, in *Danno e Resp.*, 2015, 6, p. 592 ss.

LANDINI S., *Formalità e procedimento contrattuale*, Giuffrè, Milano, 2008

LENER R., *Attuazione della direttiva sui servizi di investimento: alcuni errori da evitare*, in *Le società*, 1996, p. 385 ss.

LENER R., *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, I Quaderni di Minerva Bancaria, Italian Edition, Edizione del Kindle

LENER R., *Forma contrattuale a tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 1996.

LENER R., *L'Arbitro per le Controversie Finanziarie. Brevi note di confronto con l'Arbitro Bancario Finanziario*, in *I metodi alternativi di risoluzione delle controversie (ADR). L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (acf): primi passi e prospettive*, eds. R. Lener, A.F. Pozzolo, Editrice Minerva Bancaria, Milano, 2017,

LINCIANO N., SOCCORSO P., LENER R., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, in *Quaderno FinTech n. 3*, gennaio 2019.

LIPARI G., *Il «foro del consumatore» al vaglio delle sezioni unite. Dimensione intertemporale e portata precettiva dell'art. 1469-bis, comma 3, n. 19, c.c.*, in *Giust. civ.*, 11, 2004, p. 2701 ss.

LISERRE A., *Forma degli atti*, in *Trattato Bessone, XIII, Il contratto in generale, 3*, Giappichelli, Torino, 1999.

LISERRE, voce «*Forma degli atti*», in *Enc. Giur. Treccani*, Ed. Enc. It., 1989, Agg. 2007

LOBUONO M., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1999.

LUCANTONI P., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R Lener, UTET giuridica, Torino, 2011, p. 239 ss.

LUMINOSO A., *Contratti di investimento. Mala gestio dell'intermediario, e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, p. 1427 ss.

- MAFFEIS D., *Ambito soggettivo di applicazione degli artt. 1469 bis e seguenti c.c. - Il commento*, in *Contratti*, 2000, 5, p. 442 ss.
- MAFFEIS D., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 575 ss.
- MAFFEIS D., *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: la nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca – il commento*, in *Contratti*, 2017, 4, p. 398 ss.
- MAFFEIS D., *Nullità selettive: la “particolare importanza” di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi e il processo civile come contesa fra opportunisti*, in *Corriere Giur.*, 2019, 2, p. 172 e ss.
- MAFFEIS D., *Servizi di investimento: l'onere della prova del conferimento dei singoli ordini di negoziazione*, in *Contr.*, 2007, p. 238 ss.
- MAGGIOLO M., *Forma, firma, informazione (il contratto come stabile contenitore di istruzioni)*, in *Giustizia Civile*, 2, 2020, p. 391 ss..
- MAGGIOLO M., *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Cicu, Messineo e Mengoni (diretto da), continuato da Schlesinger, Milano, Giuffrè, 2012.
- MAIORCA S., voce *Normativo (contratto)*, in *Digesto, discipline privatistiche, civile*, XI, Torino, 995, p. 169 ss.
- MALVAGNA U., *Nullità di protezione e nullità “selettive”. A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017*, in *Banca borsa tit. cred.*, p. 828 ss.
- MANTOVANI M., *La nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, IV, Giuffrè, Milano, 2006.
- MANTOVANI M., *Vizi incompleti del contratto e rimedio risarcitorio*, Giappichelli, Torino, 1995
- MARAGNO R., *La nullità del contratto di intermediazione di valori mobiliari per difetto di sottoscrizione dell'intermediario*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2010, 9 p. 932 ss.
- MARICONDA V., *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corriere Giur.*, 2008, 2, p. 223 ss.

MARINA F., *L'intelligenza artificiale alla prova: i diritti dei consumatori e il programma Claudette*, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 1, 2022, p. 63 ss.

MARIUCCI, *Invalidità e inefficacia del negozio giuridico*, in *Rass. dir. civ.*, 2012, p. 98 ss.

MARTI, *La vendita «porta a porta» di valori mobiliari e il sistema delle fonti*, in BUSNELLI, BESSONE (a cura di), *La vendita porta a porta di valori mobiliari*, Milano, 1992, p. 33 ss.

MAUME P., *Regulating Robo-Advisory*, in *Texas International Law Journal*, 55.1, 2019, p. 49 ss.

MAUME P., *Robo-advisors*, Luxembourg: European Parliament, 2021, disponibile su [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2021/662935/IPOL_ATA\(2021\)662935_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2021/662935/IPOL_ATA(2021)662935_EN.pdf)

MENCHINI S., *Le sezioni unite fanno chiarezza sull'oggetto dei giudizi di impugnativa negoziale: esso è rappresentato dal rapporto giuridico scaturito dal contratto*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 931 ss.

MENCHINI S., *Le Sezioni Unite fanno chiarezza sull'oggetto dei giudizi di impugnativa negoziale: esso è rappresentato dal rapporto giuridico scaturito dal contratto*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 931 ss.

MERUZZI G., *L'exceptio doli dal diritto civile al diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2006.

MESSINEO F., *Il contratto in generale*, in Trattato Cicu - Messineo, Giuffrè, Milano, 1972

MESSINEO F., voce *Contratto normativo e contratto-tipo* nell'*Enciclopedia del diritto*, X, Milano, 1062, p. 116 ss.

MEZZACAPO S., *Illiceità delle clausole abusive (tra presidi di giustizia negoziale e tutela amministrativa del mercato)*, in *I contratti dei risparmiatori*, F. Capriglione (a cura di), p. 115 ss.

MEZZASOMA L., *Rapporti con la clientela e clausole vessatorie*, in V. TROIANO, R. MOTRONI, *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Cedam, Edizione del Kindle.

- MILANESI S., *Le pronunce Pannon e Eva Martìn Martìn sulla rilevabilità d'ufficio della nullità di protezione*, in *Giur. Comm.*, 2010, V, p. 794 ss.
- MINERVINI E., *Dei contratti del consumatore in generale*, Giappichelli, Torino, 2014.
- MINERVINI E., *Status delle parti e disciplina del contratto*, in *Obb. e Contr.*, 2008, 1, p. 8.
- MINERVINI E., *Tutela del consumatore e clausole vessatorie*, ESI, Napoli, 1999.
- MINNECI U., *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Giuffrè, Milano, 2013.
- MINNECI U., *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2012, p. 568 ss.
- MIRIELLO C., *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, in *Contr e impr.* 2006, p. 1635 ss.
- MIRIELLO C., *Contratti di intermediazione finanziaria: forma, nullità virtuale e dintorni. Alcuni punti fermi*, in *Contratto e Impr.*, 2006, 6, p. 1635 ss.
- MOLONEY N., *The Investor Model Underlying the EU's Investor Protection Regime: Consumers or Investors?*, in *European Business Organization Law Review*, 13, 2012
- MONATERI G., *Voce "Responsabilità civile"* in *Digesto delle discipline privatistiche. Aggiornamento*, 1998, UTET giuridica, Torino, p. 2 ss.
- MONTICELLI S., *Limiti sostanziali e processuali al potere del giudicante ex art. 1421 c.c. e le nullità contrattuali*, in *Giust. civ.*, 2003, II, p. 297 ss.
- MONTRONI R., *La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari*, in *Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e dell'Ambiente*, XIII, 2015, p. 425 ss.
- MORESCO M., *Forma informativa, sottoscrizione della parte protetta e abuso del diritto*, in *Rivista di diritto bancario*, fasc. 1, 2018, p. 215 ss.
- MOTTI C., *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. It.*, 2008, 5, p. 1167 ss.
- MUTTI M., *La nullità parziale*, Napoli, 2002.
- NATOLI U., *Una decisione non formalistica sulla forma: per le Sezioni Unite il contratto quadro scritto, ma non sottoscritto da entrambe le parti, è valido - il commento*, in *Società*, 2018, 4, p. 481 ss.

- NEGRO M., *Spetta all'intermediario accertare se l'investitore persona fisica sia operatore qualificato*, in *IlSocietario.it*, 14 dicembre 2015.
- NOCCO L., *Ordine di negoziazione di titoli Parmalat ed inosservanza della forma scritta*, in *Danno e responsabilità*, 2011, fasc. 8-9, 865 ss.
- NOVARESE M., *Educazione finanziaria e regolamentazione: riflessioni di economia cognitiva*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 1, 2012, p. 97 ss.
- NUZZO M., *Sulla rilevabilità d'ufficio del difetto di forma convenzionale*, in *Giust. Civ.*, 1980, I, p. 2236 ss.
- ORESTANO A., *Intese prenegoziali a struttura "normativa" e profili di responsabilità precontrattuale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1995, p. 63 ss.
- ORESTANO A., *Rilevabilità d'ufficio della vessatorietà delle clausole*, in *Eu. Dir. Priv.*, 2000, p. 1183 ss.
- PACE D., *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca Borsa*, 2010, II, p. 122 ss.
- PAGLIANTINI S., BRANDANI, *Sub Art. 1423*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, *Della tutela dei diritti*, a cura di Navarretta, Orestano, Assago, 2011.
- PAGLIANTINI S., *Forma e formalismo nel diritto europeo dei contratti*, ETS, Pisa, 2009
- PAGLIANTINI S., *Il contratto monofirma nella prospettiva dell'art. 1341 cod. civ.*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2018, 5, p. 729 ss.
- PAGLIANTINI S., *La forma informativa degli scambi senza accordo: l'indennità d'uso del bene tra recesso ed abuso del consumatore (a proposito di c. giust. ce, 3 settembre 2009, c-489/07)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, 3, p. 281 ss.
- PAGLIANTINI S., *La rilevabilità officiosa della nullità secondo il canone delle Sezioni Unite: "Eppur si muove"*, in *Contratti*, 2012, 11, p. 869 ss.
- PAGLIANTINI S., *Le Sezioni Unite sul c.d. contratto mono-firma – 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. 133 ss.
- PAGLIANTINI S., *Nullità di protezione e facoltà di non avvalersi della dichiarabilità: «quid iuris»?*, *Foro it.*, 2015, I, p. 928 ss.

PAGLIANTINI S., *Rilevabilità officiosa e risolubilità degli effetti: la doppia motivazione della Cassazione ... a mo' di bussola per rivedere Itaca - Il commento*, in *Contratti*, 2015, 2, p. 113 ss.

PAGLIANTINI S., *Usi (ed abusi) di una concezione teleologica della forma: a proposito dei contratti bancari c.d. monofirma (tra legalità del caso e creatività giurisprudenziale)*, in *Contratti*, 2017, 6, p. 679 ss.

PAGNI S., *Nullità del contratto - Il "sistema" delle impugnative negoziali dopo le Sezioni Unite*, in *Giur. It.*, 2015, 1, p. 70 ss.

PALMERINI E., *Art. 1352 - Forme convenzionali*, in *Commentario al codice civile, Dei contratti in generale*, a cura di NAVARRETTA E., ORESTANO A., Torino, 2011.

PALMIERI A., *Azione risolutoria e rilevabilità d'ufficio della nullità del contratto: il via libera delle sezioni unite (con alcuni corollari)*, in *Foro it.*, 2013, II, p. 1253 ss.

PALMIERI A., *Consumatori, clausole abusive e imperativo di razionalità della legge: il diritto privato europeo conquista la Corte costituzionale*, in *Foro Italiano*, 2003, I, p. 337 e ss.

PALMIERI A., *L'ibrida definizione di consumatore e i beneficiari (talvolta pretermessi) degli strumenti di riequilibrio contrattuale*, in *Foro Italiano*, 1999, I, p. 3118 e ss.

PALMIERI A., PARDOLESI R., *Nullità negoziale e rilevazione officiosa a tutto campo (o quasi)*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 916 ss.

PALMIERI A., *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione e protezione dell'investitore non professionale*, in *Giur. Comm.*, 2005, II, p. 513 ss.

PARACAMPO M. T., *Fintech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2, 2019, p. 230 ss.

PARACAMPO M. T., *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*. Giappichelli, Torino, 2019-

PARACAMPO M. T., *I servizi di robo advisory tra algoritmi evoluzioni tecnologiche e profili normativi*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M. T. Paracampo (a cura di), Vol. I, Giappichelli, e-Book, 2021, 295 ss.

PARACAMPO M. T., *Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, in *ilcaso.it*, 2012

PARACAMPO M. T., *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in *www.dirittobancario.it*

PARACAMPO M. T., *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 4/2016, supplemento, p. 256 ss.

PARELLA F., *Il Contratto di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R Lener, UTET giuridica, Torino, 2011, p. 1021 ss.

PASA B., *La forma informativa nel diritto contrattuale europeo. Verso una nozione procedurale di contratto*, Jovene, Napoli, 2008.

PASSAGNOLI G., *Art. 1469-quinquies, comma 1°, 3° e 5°, e commenti sul nuovo diritto dei contratti*, a cura di Vettori, Padova, 1999.

PASSAGNOLI G., *Nullità speciali*, Giuffrè, Milano, 1995

PATTI S., *La presunzione di vessatorietà e altri aspetti di diritto delle prove*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, II, p. 513 ss.

PEDRINI F., *Consumo, risparmio, finanza*, Giappichelli, Torino, 2019.

PERLINGIERI G., *La convalida delle nullità di protezione e la sanatoria dei negozi giuridici*, ESI, Napoli, 2010

PERRONE A., *Considerazioni in tema di product governance*, 2019, in *www.dirittobancario.it*

PERRONE A., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, I, p. 373 ss.

PERRONE A., *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di A. PERRONE, Giuffrè, Milano, 2008.

PERRONE A., *La classificazione della clientela*, in D'APICE R. (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, il Mulino, Bologna, 2010

- PERRONE A., *La classificazione della clientela*, in *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia*, (a cura di) R. D'Apice, Il Mulino, Bologna, 2010, p. 507 ss.
- PERRONE A., *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato*, in *Banca Impresa e Società*, 3, p. 389 ss.
- PERRONE A., *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, p. 525 ss.
- PERRONE A., *Oltre la trasparenza. Product governance e product intervention e le "nuove" regole di comportamento*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Ginevra (a cura di), Giappichelli, Torino, 2019, p. 75 ss.
- PERRONE A., *Servizi di investimento e regole di comportamento. dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1, 2015, p. 31 ss.
- PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2019, p. 1 ss.
- PERRONE A., *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in *I soldi degli altri*, a cura di A. Perrone, Quaderni di Banca Borsa e titoli di credito, Milano, 2008.
- PERRONE, *Intelligenza artificiale e servizi di investimento*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo di Cataldo*, C. Concetto, A. Mirone, R. Pennisi, P. M. Sanfilippo, R. Vigo (a cura di), Giappichelli, Torino.
- PETRAZZINI B., *Offerte fuori sede e offerte a distanza tra Testo Unico della Finanza e codice del consumo*, in *Giurisprudenza arbitrare*, 2, 2017, p. 259 ss.
- PETRAZZINI B., *Percorsi di giurisprudenza - La prestazione di servizi e attività di investimento*, in *Giur. it.*, 2017, 2, p. 500 ss.
- PIA P., *La consulenza finanziaria automatizzata*, Franco Angeli, Collana Banca Finanza e PMI, E-book.
- PICARDI L., ROVITO V., *Commento all'art 23*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario. Intermediari e Mercati*, a cura di M. CAMPOBASSO, Utet, Torino, 2002, I.

- PICCOLANTONIO D., *La firma elettronica nei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, Tomo I, (a cura di) E. Gabrielli, R Lener, UTET giuridica, Torino, 2011, p. 647 ss.
- PICOZZA E., *Politica, diritto amministrativo and artificial intelligence*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1761 ss.
- PIERALLINI L., *I pacchetti turistici. Profili giuridici e contrattuali*, Giuffrè, Milano, 1998
- PIETROBON V., *Il dovere generale di buona fede*, Cedam, Padova, 1969.
- PIRAINO F., *Il divieto di abuso del diritto*, in *Europa e dir. priv.*, 1, 2013, p. 75 e ss.
- PIRAINO F., *La buona fede in senso oggettivo*, Giappichelli, Torino, 2015.
- PISAPIA A., *Servizi di investimento, ordini di negoziazione e requisiti di forma*, in *Società*, 2008, 11, p. 1393 ss.
- PLAIA A., *Nozione di consumatore, dinamismo concorrenziale e integrazione comunitaria del parametro di costituzionalità*, in *Foro Italiano*, 2003, I, p. 340 e ss.
- PODDIGHE E., *I contratti con i consumatori*, ESI, Milano, 2000.
- PORCHIA I., SPATOLA P., *La direttiva di primo e di secondo livello - definizione - le esenzioni obbligatorie e facoltative*, in *MIFID, La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, a cura di L. Zitiello, Torino, ITA, 2007, p. 1 e ss.
- 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.*, 2008, 4-5, p. 936 ss.
- PROTO PISANI A., *Rilevabilità d'ufficio della nullità contrattuale: una decisione storica delle Sezioni Unite*, in *Foro it.*, 2015, I, p. 944 ss.
- PUCCINI L., *Studi sulla nullità relativa*, Giuffrè, Milano, 1967.
- PUTTI P. M., *La nullità parziale*, ESI, Napoli, 2002.
- QUADRI R., *Nullità e tutela del contraente debole*, in *Contratto e impresa*, 2001, 1143 ss.

- RABITTI M., *Nullità del contratto*, in *Il diritto: Enciclopedia Giuridica del Sole 24 ore*, diretta da Patti, Milano, 2007, p. 139 ss.
- RANIERI F., *Eccezione di dolo generale*, in *Dig. disc.priv. Sez. civ. VII*, Torino, 1991
- RESTUCCIA R., *La figura dell'investitore e la graduazione della tutela*, in *Riv. trim. dir. economia*, 4/2013, p. 227 ss.
- RICCIUTO V., *La formazione progressiva del contratto*, in *I contratti in generale*, a cura di E. Gabrielli, Utet, Torino.
- RICCIUTO V., *La tutela dell'investitore finanziario. prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. MIFID II*, in V. TROIANO, R. MOTRONI, *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Cedam, Edizione del Kindle.
- RIZZO N., *Il rilievo d'ufficio della nullità preso sul serio*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2015, 4, p. 10299 ss.
- RIZZO V., *Le clausole « abusive »: realtà e prospettive. La direttiva CEE del 5 aprile 1993*, in *Rass. dir. civ.*, 1993, p. 588 ss.
- RIZZO V., *Trasparenza e “contratti del consumatore”*, Esi, Napoli, 1997.
- RIZZUTI M., *Il problema della rilevabilità ufficioso delle nullità*, in *Giur. It.*, 2012, p. 2 ss.
- ROMEO C., *Osservatorio di legittimità*, in *Contratti*, 2008, 5, p. 487 ss.
- ROMEO C., *Exceptio doli generalis ed exceptio doli specialis*, in *Contratti.*, 2007, 971 ss.
- SCOGNAMIGLIO C., *L'abuso del diritto*, in *Contratti*, 2012, p. 5 ss.
- ROPPO V., AFFERNI G., *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità contrattuale*, in *Danno e responsabilità*, 2006, p. 29 ss.
- ROPPO V., *Ancora su contratto asimmetrico e terzo contratto. Le coordinate del dibattito con qualche elemento di novità*, in *La vocazione civile del giurista*, G. Alpa, V. Roppo (a cura di), GLF Editori Laterza, Roma-Bari, 2013, p. 178 ss.
- ROPPO V., *Il contratto*, Il Mulino, Bologna, 1977.

- ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno resp.*, 2005, p. 624 ss.
- ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e Impr.*, 2005, 3, p. 890 ss.
- ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradam dei rimedi)*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 896 ss.
- ROPPO V., *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul terzo contratto)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, p. 669 ss.
- ROPPO V., *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 3, p. 423 ss.
- ROSSI CARLEO L., *Commento sub art. 4*, in *Codice del consumo. Commentario*, a cura di Alpa e Rossi Carleo, 2005, p. 115 ss.
- ROSSI CARLEO L., *Consumatore, consumatore medio, investitore e cliente: frazionamento e sintesi nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Europa e dir. priv.*, 3, 2010, p. 685 ss..
- ROSSI CARLEO L., *Il contratto di multiproprietà nella prospettiva dell'atto notarile*, in *Notariato*, 2001, 626 ss.
- ROTONDI, *L'abuso del diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1923, p. 105 ss.
- RUFFOLO U., AL MUREDEN E., *Autonomous vehicles e responsabilità nel nostro sistema ed in quello statunitense*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1689 ss.
- RUFFOLO U., AMIDEI A., *Intelligenza artificiale e diritti della persona: le frontiere del "transumanesimo"*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1658 ss.
- RUFFOLO U., *Clausole vessatorie e abusive: gli artt. 1469-bis ss. cod. civ. e i contratti col consumatore*, Giuffrè, 1997, 11 ss.
- RUFFOLO U., *Intelligenza artificiale, machine learning e responsabilità da algoritmo*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1689 ss.;
- RULLI E., *L'onere della prova nei giudizi di risarcimento danni nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Trattato dei contratti*, Rescigno e Gabrielli (diretto da), vol. II, Torino, Utet, 2011, p. 339 ss.
- SACCO E., DE NOVA G., *Il contratto*, in *Trattato Sacco*, UTET giuridica, Torino, 2004

- SALANDRA V., *Contratti preparatori e contratti di coordinamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1940 p. 21 ss.
- SANGIOVANNI V., *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità*, in *Contratti*, 2008, 3, p. 221 ss.
- SANGIOVANNI V., *Inosservanza delle norme di comportamento: la cassazione esclude la nullità – Il commento*, in *Contratti*, 2008, 3, p. 221 ss.
- SANGIOVANNI V., *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *I contratti*, 2008, p. 173 ss.
- SANGIOVANNI V., *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e resp.*, 2006, p. 874 ss.
- SANTORO V., FREDIANI L., *L'attuazione della direttiva MiFID*, Giuffrè, Milano, 2009.
- SANTOSUOSSO D. U., *Prime note in commento della disciplina sui contratti del consumatore (con particolare riferimento all'intermediazione mobiliare)*, in *Giur. Comm.*, 1996, I, p. 1013 ss.
- SARTORI F., *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *ilcaso.it*, d. n. 159/2009.
- SARTORI F., *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, I, p. 55 ss.
- SARTORI F., *L'istituto della nullità relativa nel settore finanziario: dalla teoria alla pratica*, in *www.dirittobancario.it*.
- SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Giuffrè, Milano, 2004.
- SAVERIO C., *L'attuazione della direttiva Mifid in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Il Foro Italiano*, 2008, 131(2), p. 57 ss.
- SCALISI V., *Il contratto e le invalidità*, in *Riv. dir. civ.*, 2006, p. 245 ss.
- SCIANCELEPORE G., STANZIONE P., *Prassi contrattuali e tutela del consumatore*, Giuffrè, Milano, 2004

SCIARRONE ALIBRANDI A., *Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie del rapporto tra clientela e intermediari finanziari*, in *Riv. Reg. merc.*, 2016, 1 ss.

SCOGNAMIGLIO C., *Il giudice e le nullità: punti fermi e problemi aperti nella giurisprudenza della corte di cassazione*, in *Nuova giur. civ.*, 2013, 1, p. 10015 ss.

SCOGNAMIGLIO V., *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle s.u. – Il commento*, in *Società*, 2008, 4, p. 449 ss.

SEMEGHINI D., *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2003.

SENIGAGLIA R., *Il problema del limite al potere del giudice di rilevare d'ufficio la nullità di protezione*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, p. 385 ss.

SEPE M., *clausole vessatorie e abusive nei contratti relativi ai servizi finanziari: il regime di specialità*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, tomo II, 2010, p. 787 ss.

SPINDLER G., *Behavioral Finance and Investor Protection Regulations*, in *Journal of Consumer Policy*, 34.3, 2011, p. 315 ss.

SPINDLER G., *Behavioral Finance and Investor Protection Regulations*, in *Journal of Consumer Policy*, 34.3, 2011, p.

SPOTO G., *Le invalidità contrattuali*, Jovene Editore, Napoli, 2012.

STUYCK J., *Case C-243/08, Pannon GSM Zrt. v. Erzsébet Sustikné Györfi, Judgment of the Court (Fourth Chamber) of 4 June 2009, not yet reported and Case C-40/08, Asturcom Telecomunicaciones SL v. Maria Cristiba Rodriguez Nogueira, judgment of the Court (First Chamber) of 6 October 2009, not yet reported*, in *Common Market Law Review*, Issue 3, 2010, p. 879 ss.

TESCARO M., *Le clausole vessatorie tra codice civile e codice del consumo*, in *Studium iusirs*, 2012, p. 681 ss.

TICOZZI M., *Contratti bancari – Il contratto monofirma: forma del contratto e nullità di protezione*, in *Giur. It.*, 2018, 3, p. 568 ss.

TIMPANO V., *La produzione in giudizio come equipollente della sottoscrizione*, in *Contratti*, 2000, 12, p. 1095 ss.

- TOMMASINI D., *La dichiarazione “autoreferenziale” di essere un operatore qualificato e l’onere di verifica in capo all’intermediario destinatario*, in *Nuova Giur. Comm.*, 2007, I, p. 809 ss..
- TONELLO M., *art. 1469-bis, co 4,5,6*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1997, p. 1031 ss.
- TONI A. M., *Sub art. 32-bis*, in *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, N. 58 e successive modificazioni. Tomo I - Artt. 1 - 101. Artt. 101 bis - 216, Artt. 1 - 43 d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39*, F. Vella (a cura di), p. 359 ss.
- TOPINI M., *L’onere della prova nei giudizi di responsabilità per danni cagionati nello svolgimento dei servizi di investimento*, in *Giur. Commerciale*, 1999, I, p. 701 ss.
- TORELLI A., *Contratti a distanza e tutela del consumatore. La nuova disciplina nella commercializzazione dei servizi finanziari*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 3, p. 621 ss.
- TORINO R., *I contratti del consumatore nella prospettiva europea*, in ALPA G., *I contratti del consumatore*, Milano, Giuffrè, 2014, p. 103 e ss.
- TRIFILIDIS M., *L’educazione finanziaria: le iniziative a livello internazionale*, in *Consumatori, Diritti e Mercato*, n. 2/2009, p. 58 ss.
- TROIANO O., *Firma e forma elettronica: verso il superamento della forma ad substantiam riflessioni a margine del regolamento (UE) n. 910/2014 e delle recenti riforme del codice dell’amministrazione digital*, in *NGCC*, 1, 2018, p. 79 ss.
- TROIANO V., MOTRONI R., *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Cedam, Edizione del Kindle, 2016.
- TROVATORE G., SAVASTA F., *Il progetto della Capital Markets Union e l’art. 47 della Costituzione*, in *federalismi.it-Rivista di diritto pubblico italiano, comparato, europeo*, 7, 2021, p. 248 ss.
- TUCCI A., *“Servizio” e “contratto” nel rapporto fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, (a cura di) Gabrielli, Lener, nel *Trattato dei contratti*, (dir.) Rescigno, Gabrielli, Utet, Torino, 2011, p. 181 ss.
- TUCCI A., *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*, in *Corriere. Giur.*, 2016, 8-9, p. 1110 ss.
- TUCCI A., *Una pura formalità. Dalla struttura alla funzione del neo-formalismo contrattuale*, in *Banca Borsa tit. cred.*, p. 543 ss.

URICCHIO U., *Robot Tax: modelli di prelievo e prospettive di riforma*, in *Giurisprudenza Italiana*, p. 1749 ss.

VALONGO A., *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Giuffrè, Milano 2012.

VESPIGNANI L., *Produzione e consumo fra diritti e tutele*, in *Istituzioni e dinamiche del diritto. Multiculturalismo, Comunicazione, Federalismo*, A. Vignudelli (a cura di), Torino, Giappichelli, 2005.

VIARO S., *Abuso del diritto ed eccezione di dolo generale*, in *L'eccezione di dolo generale. Applicazioni giurisprudenziali e teoriche dottrinali*, (a cura di) GAROFALO, Padova, 2006, p. 56 e ss.

VILLANI R., *Le società sono imprenditori commerciali a prescindere dal concreto esercizio dell'attività*, in *Diritto & Giustizia*, 124, 2017, p. 47 ss.

ZENO ZENOVICH V., *La direttiva sui servizi finanziari a distanza resi dal risparmiatore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, 5, p. 517 ss.

ZITIELLO L., MIFID, *La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, ITA, 2007.

ZURLO A., in *Responsabilità Civile e Previdenza*, 4, 2019, p. 1199 ss.