

Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche

Gioacchino La Rocca

1. Come noto, le sentenze della Corte di Cassazione a sezioni unite n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007¹ – quelle che un'autorevole dottrina ha designato le «sentenze Rordorf» con riferimento al loro estensore – hanno stabilito che la violazione, da parte dell'intermediario finanziario, degli obblighi di informazione e di corretta esecuzione delle operazioni posti a suo carico, può dar luogo a responsabilità precontrattuale o contrattuale a seconda delle circostanze e non si traduce nella nullità del contratto, con la conseguenza che il risparmiatore, che non ha di fatto fruito del servizio garantitogli dalla legge per il tramite dell'intermediario, può ottenere il risarcimento del danno e non direttamente la restituzione delle somme investite.

L'importanza delle sentenze sopra richiamate, peraltro, trascende il loro – pur pesante: v. *infra* n. 14 – riflesso concreto appena posto in luce. Le sezioni unite, infatti, non si limitano a ribadire la tradizionale dicotomia del diritto contrattuale tra regole di condotta e regole di validità (secondo il noto assunto per il quale «i doveri di comportamento in generale sono troppo immanicabilmente legati alle circostanze del caso concreto per poter assurgere, in via di principio, a requisiti di validità che la certezza dei rapporti impone di verificare secondo regole predefinite»², ma compiono un'operazione ulteriore meritevole della massima attenzione, dal momento che iscrivono queste loro scelte all'interno di un'indicazione di natura sistematica ben precisa.

Con la loro decisione, invero, le sezioni unite stabiliscono che ai contratti conclusi nel mercato finanziario si applica «il sistema del codice civile» (v. letteralmente par. 1.6 delle sentenze gemelle).

Per cogliere l'importanza di questa scelta di indirizzo è sufficiente rammentare che il dubbio in ordine all'utile esperibilità

¹ Il cui testo può leggersi in «Foro it.», 2008, I, 724.

² Cfr. D'Amico, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in «Riv. dir. civ.», 2002, I, 37 ss.; e v. ulteriori riferimenti in Scoditti, *Regole di condotta e regole di validità nei contratti su strumenti finanziari: la questione alle sezioni unite*, in «Foro it.», 2007, I, 2094; Maffei, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le sezioni unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in «I contratti», 2008, 403 ss., 406.

nel mercato finanziario di principi e regole del diritto contrattuale fissato nel codice civile era già emerso all'indomani dell'entrata in vigore dei primissimi provvedimenti legislativi aventi ad oggetto il mercato mobiliare (e precisamente dopo le modifiche apportate nel 1985 alla l. 7 giugno 1974, n. 216). Più precisamente, sul cadere degli anni ottanta il dubbio fu posto da chi fece osservare come la novità delle operazioni condotte sul mercato mobiliare, la continua creazione di nuovi «prodotti» e di nuove «forme di intermediazione finanziaria» imponessero a dottrina e giurisprudenza di «*verificare la compatibilità dei principi di diritto comune con la disciplina speciale e la possibilità tecnica di colmare le lacune di una legislazione frammentaria con il ricorso a principi di diritto comune*»³.

Ai dubbi manifestati da alcuni si contrapposero le sicurezze di altri, che negarono decisamente che i contratti conclusi nei mercati finanziari costituissero un «microsettore» a sé dell'ordinamento, con la conseguenza che, secondo questo orientamento, ben si sarebbero potute estendere a tali contratti gli schemi, le regole e i principi ricevuti dalla tradizione civilistica e fissati nel codice civile⁴. In questa direzione, anzi, si è ritenuto di poter assegnare un ruolo di primaria importanza al «diritto privato comune». Quest'ultimo, quale insieme di tecniche e regole sperimentate, sarebbe in grado di guidare il giudizio critico dell'interprete in ordine alla disciplina speciale del mercato mobiliare. Il «diritto privato comune» potrebbe operare in tal senso, secondo la dottrina ora riferita, in virtù del fatto di essere «vecchio dell'esperienza di secoli»⁵.

È inutile dire che posizioni parimenti contrastanti si riscontrano nelle analisi più recenti tra chi ha osservato come «il complesso delle norme che disciplina le operazioni finanziarie ... appaiono suscettibili di una considerazione distinta rispetto a quelle integranti lo statuto normativo di operazioni di scambio di beni diversi dai prodotti finanziari, ovvero dalla prestazione

³ Alpa, *Una nozione pericolosa: il c.d. «contratto di investimento»*, in *I valori mobiliari*, a cura di Alpa, Padova, 1991, 393 s., da cui sono tratte le parole tra virgolette nel testo; Inzitari, *Vigilanza e correttezza nelle attività di intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare*, a cura di Mazzamuto e Terranova, Napoli, 1993, 131 ss.; e v. anche Merusi, *Interessi e fini nei controlli sugli intermediari finanziari*, in «Banca, borsa, tit. credito», 1989, I, 169 ss., 181.

⁴ Carbonetti, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 18.

⁵ Irti, *Notazioni esegetiche sulla vendita a domicilio di valori mobiliari*, in AA.VV., *Il sistema finanziario ed i controlli: dall'impresa al mercato*, Milano, 1986, 103 ss., 114.

di servizi diversi da quelli di investimento»⁶ e chi, invece, – al pari delle stesse sezioni unite – ha ricondotto la prestazione dei servizi di investimento (e più precisamente l'esecuzione di ordini, la negoziazione) all'interno di figure codicistiche ben precise, quali le operazioni bancarie in conto corrente ed il mandato⁷.

2. A fronte di opinioni tanto diverse la scelta di cercare nel codice civile le regole utili a risolvere i problemi posti dai contratti conclusi tra risparmiatori ed intermediari finanziari non sembra poter prescindere da una analisi del contesto di mercato nel quale tali contratti hanno luogo. A tal fine è, innanzi tutto, opportuno rammentare alcuni capisaldi essenziali del diritto contrattuale fissato nel codice.

È rilievo ormai ripetuto da decenni quello secondo il quale il codice civile muove dal presupposto della parità delle parti, la quale, a sua volta, è intrinsecamente connessa con la nozione di «soggetto di diritto», ossia con un preciso assunto politico ideologico tendente ad escludere la rilevanza giuridica delle condizioni personali di ciascuna parte contrattuale⁸. In questa prospettiva, ciascun «soggetto di diritto» è dotato di capacità di agire pressoché illimitata, ossia ciascun «soggetto di diritto», formalmente dotato di capacità di agire, è postulato come perfettamente in grado di valutare e gestire i suoi interessi, con la conseguenza che le sue scelte sono sostanzialmente insindacabili sia dai terzi, sia dall'ordinamento.

Questi presupposti di fondo, da cui muove il codice civile nel disciplinare gli «atti», le condotte dei soggetti nel mercato, acquistano una particolare coloritura quando si tenga conto di un'ulteriore circostanza connessa alla unificazione dei codici avvenuta nel 1942. Si è a lungo disputato in dottrina se l'intervenuta fusione di codice civile e codice di commercio abbia travolto o meno la distinzione tra contratti commerciali e contratti civili: non è questo il punto che precisamente qui interessa. Quel che di

⁶ Guizzi, *Mercato finanziario*, voce dell'«Enc. dir.», Aggiornamento, V, Milano, 2001, 744 ss., 747.

⁷ Galgano, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in «Contratto e impresa», 2005, 889 ss.

⁸ Cfr. Barcellona, *Diritto privato e società moderna*, con la collaborazione di Camardi, Napoli, 1996; Galgano, *Fonti e sistema*, in *Scienza e insegnamento del diritto civile in Italia*, a cura di Scalisi, Milano, 2004, 61 ss.; Vettori, *Libertà di contratto e disparità di potere*, in «Riv. dir. priv.», 2005, 743 ss., cui si rinvia anche per cilt.

tali approfondimenti qui rileva è che tutti gli studiosi intervenuti dal 1940 (Asquini) agli anni 2000 (Oppo, G. Cian) sono concordi nell'affermare che il «soggetto», la «parte contrattuale» tenuta a modello dal legislatore del 1942 fu l'imprenditore, ossia un soggetto che per l'attività professionale svolta non può che essere particolarmente *avvertito*, sotto ogni profilo e nel senso più ampio del termine, in ordine al contratto concluso o da concludere⁹.

Dunque, gli «atti» posti in essere dal «soggetto di diritto», da ciascuna «parte» del contratto, sono frutto della azione del soggetto stesso nel mondo. Ne esprimono la libertà, le capacità di apprezzamento della realtà, la «disposizione» che egli assegna a quella porzione di realtà che rientra nel suo dominio, in relazione agli interessi che egli intende perseguire con piena consapevolezza degli utili, dei rischi e della responsabilità cui le sue scelte lo espongono (v. artt. 2, 832, 2082, 2740 c.c.).

Su queste premesse ben si comprende come l'impianto codicistico riservi all'ordinamento il compito di salvaguardare nel modo più ampio possibile i contratti ed il loro contenuto in quanto espressione della libertà personale ed economica del «soggetto di diritto». In questo quadro, i casi di nullità del contratto sono limitati alle ipotesi in cui la determinazione del soggetto – la sua condotta nel mercato – non abbia i requisiti espressamente richiesti dalla legge per assumere rilevanza giuridica, ovvero il contratto sia espressamente vietato. I casi di annullabilità, dal canto loro, sono chiamati a comporre il delicato equilibrio tra salvaguardia del processo di formazione della volontà ed affidamento della controparte.

Il ricordato schema di base del diritto contrattuale fissato nel codice civile si riflette in modo sensibile sulla dimensione degli obblighi di correttezza e buona fede *ex artt.* 1175 e 1375 c.c.

Nel quadro del codice civile, infatti, correttezza e buona fede sono intese come strumenti di salvaguardia dell'interesse della controparte. Già in questa (pacifica) declinazione degli obblighi codicistici di correttezza e buona fede si intravede un primo loro limite: ciascuna parte non è tenuta a individuare e perseguire gli interessi della controparte; essa può e deve solo salvaguardare (ossia non compromettere) gli interessi della controparte così come quest'ultima li ha individuati e palesati.

⁹ Cfr. Oppo, *Principi*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Buonocore, Torino, 2001, I, 1, 60 ss.; Jannarelli, *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, *Trattato di diritto privato europeo* a cura di Lipari, III, *L'attività e il contratto*, Padova, 2003, 31.

Questo primo limite – occorre aggiungere – è una diretta conseguenza del ricordato postulato della piena capacità di agire riconosciuta di regola a ciascun soggetto: l'apprezzamento ed il perseguimento degli interessi sono lasciati alla discrezionalità sostanzialmente insindacabile del titolare degli stessi. La controparte di quest'ultimo soggetto può e deve solo salvaguardare gli interessi stessi nei limiti in cui ne ha consapevolezza.

L'obbligo nascente dagli artt. 1175 e 1375 c.c. soffre, poi, di un secondo limite: ciascuna parte, infatti, è tenuta a salvaguardare gli interessi della controparte non oltre il limite segnato dal sacrificio dell'interesse proprio: circostanza, questa, che affiora già nel momento in cui una parte, al fine di conservare l'interesse della controparte, debba affrontare costi che non può ribaltare sulla controparte stessa. In altre parole, proprio perché si postula che ciascuna parte sia in grado di valutare, proteggere e perseguire i propri interessi in modo assolutamente autonomo ed insindacabile, gli obblighi di protezione posti a carico della controparte non possono che essere limitati e residuali.

La conferma del carattere sostanzialmente negativo degli obblighi riportabili alla clausola di correttezza e buona fede, di «rispetto», di «protezione» dell'interesse della controparte, può intravedersi nelle ricorrenti indicazioni dottrinarie tendenti ad individuare la buona fede contrattuale come terreno di frontiera con la responsabilità civile¹⁰.

La matrice di fondo degli stringenti limiti imposti agli obblighi di salvaguardia dell'interessi altrui ex artt. 1175 e 1375 c.c. è politico-ideologica ed economica.

Invero, per quanto riguarda l'aspetto politico-ideologico, consentire, anzi, obbligare un qualsiasi soggetto a curare e perseguire gli interessi altrui *invito domino* equivarrebbe ad assegnare a tale soggetto un potere di ingerenza negli affari del soggetto «protetto». Sennonché, tale potere di ingerenza è in diretto contrasto con gli assunti dell'eguaglianza delle parti, della piena capacità di agire, della soggettività *pleno jure* di ogni soggetto di diritto e, dunque, anche del soggetto che si vorrebbe proteggere.

Per altro verso, porre a carico di un soggetto l'obbligo di perseguire gli interessi di un secondo soggetto significa, nell'ottica del codice, porre a carico del primo costi che il secondo sog-

¹⁰ V. ad es. già Rodotà, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, rist. 2004, 158 ss., 203 s., e *ivi*, *citt.*; Monateri, *Ripensare il contratto: verso una visione antagonista del contratto*, in «Riv. dir. civ.», 2003, I, 409 ss.

getto rifiuta di assumersi pur essendo perfettamente in grado di farlo. Anche questa è una diretta conseguenza del postulato della parità delle parti: se le parti di ogni contratto sono eguali, non v'è nessun motivo di far gravare su una di loro costi per la protezione degli interessi della controparte, quando quest'ultima non ha ritenuto di affrontare quegli stessi costi per meglio presiedere ai propri interessi.

3. Proprio il suddetto postulato teorico di piena idoneità del «soggetto di diritto» alla cura dei propri interessi è infranto nel diritto privato del mercato finanziario.

Il diritto privato del mercato finanziario, infatti, è chiamato a regolare rapporti in un mercato caratterizzato dalla pacifica inoperatività del principio della parità delle parti, tanto che l'inadeguatezza del «diritto privato generale» – per l'appunto in quanto improntato al principio di parità delle parti – a disciplinare i contratti conclusi nel mercato finanziario è avvertita anche in altri ordinamenti¹¹.

Anzi, la peculiare asimmetria di informazioni e di situazione giuridica riveniente dal contratto concluso dal risparmiatore è tale che in essa ormai è comunemente radicata l'esistenza degli intermediari finanziari. Questi ultimi – si afferma – in tanto rispondono ad una logica economica, così giustificando la riserva ad essi di determinate attività economiche di intermediazione, in quanto essi «assistano» i risparmiatori, vale a dire «assistano» i soggetti meno informati (e quindi maggiormente esposti a forme di opportunismo contrattuale ad opera dei prenditori dei fondi) nello scegliere e monitorare i loro investimenti¹².

La necessità e la ragionevolezza di un tale ruolo «paternalistico» di assistenza da parte degli intermediari finanziari ben si

¹¹ V. ad es. MacNeil, *An introduction to the law on financial investment*, Oxford-Portland, 2005, 20; H-Y Chiu, *The nature of a financial investment intermediary's duty to his client*, in «Legal Studies», vol. 28, n. 2, 2008, 254 ss.; e v. le indicazioni ulteriori riportate da Alpa, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per la unificazione delle regole di comune*, in «Contratto e Impresa», 2008, 889 ss., spec. 903 ss.

¹² V. ad esempio Saunders, Cornett, Anolli, *Economia degli intermediari finanziari*², ed. it., Milano, 2008, 28 ss., spec. 30; Forestieri, Mottura, *Il sistema finanziario. Istituzioni, mercati e modelli di intermediazione*³, Milano, 2002, 227 ss.; Baglioni, *Il ruolo del risparmio gestito: teoria ed evidenza empirica*, in Banfi, Di Battista (cur.), *Tendenze e prospettive del risparmio gestito*, Bologna, 1998, 17 ss.; Landi, Onado, *La funzione del sistema finanziario e delle banche*, in Onado (cur.), *La banca come impresa. Manuale di gestione bancaria*, Bologna, 1996, 17 ss., spec. 35.

comprende se solo si presta attenzione alla complessità del c.d. «processo di investimento», ossia l'insieme di valutazioni che, secondo l'analisi economica, sono presupposte da qualsiasi operazione di investimento. Secondo gli economisti ogni decisione di investimento, anche quella apparentemente più elementare, si articola in cinque fasi: *«fissazione degli obiettivi*, concernente le finalità anche di tipo socio-economico che si vogliono perseguire con l'assunzione di una posizione di investimento; *determinazione del livello appropriato di rischio*, riguardante il grado di avversione al rischio che caratterizza il singolo investitore; *stima puntuale del rendimento e del rischio dei singoli titoli*, fondata sull'utilizzo di specifici indicatori di redditività e di volatilità degli investimenti; *composizione di portafogli efficienti*, realizzata combinando i singoli titoli e creando un opportuno mix con riferimento ai loro rendimenti e ai loro rischi; *verifica dei risultati*, concernente la misurazione dei risultati in riferimento agli obiettivi originariamente riferiti»¹³.

Quel che qui interessa sottolineare è la complessità di ciascuna fase: al comune risparmiatore non è richiesta solo una capacità di fredda analisi delle proprie preferenze e della propria propensione al rischio. È richiesta altresì elevata competenza tecnica nell'analisi dei singoli titoli, dei relativi emittenti e di ciascun mercato di riferimento, oltre che competenza e capacità concrete di monitoraggio di ogni fattore che possa influire sul complessivo andamento del singolo titolo.

Con fondamento, dunque, la teoria economica degli ultimi decenni è assolutamente univoca nell'individuare la principale ragion d'essere degli intermediari finanziari nel mercato mobiliare nel fatto di rendere possibile un momento cruciale del sistema economico contemporaneo, vale a dire il trasferimento delle risorse finanziarie dai risparmiatori al sistema delle imprese o al sistema pubblico. In particolare, il ruolo primario degli intermediari è individuato nella fornitura alla clientela di servizi di informazioni e di «assistenza» nella allocazione del risparmio verso gli investimenti migliori o più adatti al singolo cliente.

4. La traduzione normativa di questi (assolutamente pacifici) postulati si rinveniva già nell'art. 6¹, lett. a, l. sim, laddove imponeva agli intermediari finanziari *«di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente»*.

¹³ Fabrizio, in Fabrizio (cur.), *Leconomia del mercato mobiliare*³, Milano, 2006, 18.

Quegli stessi postulati hanno poi orientato in modo decisivo la formulazione delle disposizioni che si sono susseguite nel tempo fino ai giorni nostri ad ogni livello: v. art. 11, dir. 93/22/CE; art. 17, lett. a, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415; art. 21, lett. a, tuf; art. 39, dir. 2004/39/CE¹⁴.

Quanto si è appena detto rende ragione del perché la locuzione storicamente presente in tutte le disposizioni sopra richiamate («*cura dell'interesse del cliente*», «*servire al meglio gli interessi dei clienti*») doveva e deve essere interpretata nel senso che nello svolgimento dei servizi di investimento ed accessori gli intermediari sono tenuti non già ad un generico «dovere di protezione», ma a *perseguire gli interessi* del cliente, ponendo al suo servizio tutta la loro professionalità.

Sul punto la Mifid è intervenuta ad evidenziare un aspetto che già si deduceva con chiarezza anche nel testo preesistente: gli intermediari finanziari non possono limitarsi a «proteggere» il risparmiatore, ma devono «*servire al meglio gli interessi*» di quest'ultimo (v. testualmente l'art. 21 lett. a t.u. della finanza novellato).

La specificità di questa disposizione – si diceva – prende le mosse dalla constatazione che nel mercato finanziario la parità delle parti non sussiste, con la conseguenza che inevitabili ombre si proiettano sui corollari radicati proprio nella parità delle parti: tra tali corollari vi è anche la doppia equazione «violazione regole di condotta = risarcimento del danno», «violazione regole di validità = nullità».

5. Si apre a questo punto per il giurista un dilemma assai grave e delicato: confermare insegnamenti ripetuti (quale, per l'appunto, quello appena ricordato relativo alla dicotomia tra regole di condotta e regole di validità), oppure no?

Da un lato, si avverte la necessità di garantire la continuità – e dunque la saldezza – del sistema. È un'esigenza essenziale, che lambisce lo stesso valore della certezza del diritto. Queste preoccupazioni si intravedono chiaramente nei richiami alla salvaguardia delle categorie civilistiche, che anche in tempi recenti la dottrina non ha fatto mancare¹⁵.

¹⁴ Nel senso che la disciplina introdotta in Gran Bretagna dal FSMA del 2000 miri a limitare il rischio sistemico e l'asimmetria informativa a danno degli investitori v. MacNeil, *op. cit.*, 20.

¹⁵ V. ad es. Cottino, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, in «Giur. it.», 2006, 536 ss.; Lucchini Guastalla, *Violazione degli obblighi di condotta e responsabilità degli intermediari*, in «Resp. civ. prev.», 2008, 741 ss.

Dall'altro lato, vi è chi rammenta la storicità dei concetti giuridici e degli schemi argomentativi utilizzati dai giuristi. Non si tratta di verità astoriche, consegnate dalla scienza all'eternità una volta per tutte. Al contrario – si aggiunge – i concetti giuridici sono storicamente determinati, sintesi di determinati assetti di interessi, i quali, a loro volta, sono ordinati secondo le valutazioni sociopolitiche prevalenti in un determinato contesto storico¹⁶. In questo senso, oltre venticinque anni fa si scriveva che, «rubando un modo idiomático ai tedeschi, si può dire che ormai anche i passeri fischiano dai tetti contro il postulato positivistico della neutralità assiologica della scienza»¹⁷.

La consapevolezza della storicità delle dottrine giuridiche e dei loro assiomi affiorò nella giurisprudenza nordamericana almeno fin dalla ormai remota *Henningsen v. Bloomfields Motors Inc.*, Supreme Court of New Jersey, 161 A2d 69 (NJ 1960). In quella occasione i giudici del New Jersey tennero ben presente che le «*legal doctrines*» si dimostrano spesso inadeguate alla stregua dell'esperienza storica successiva alla loro formazione. Rileggere *Henningsen* è utile per misurare sia la distanza che separa la giurisprudenza americana del 1960 dalla giurisprudenza italiana del 2007, sia la necessità di una giurisprudenza non dogmatica. Occorre, in altre parole, consapevolezza che di fronte ad operazioni nuove, quali sono quelle del risparmio e dell'investimento, che sostanziano un mercato mobiliare sviluppatosi in Italia solo a partire dagli anni novanta¹⁸, il ricorso a «categorie», a «principi» sostanzialmente elaborati nel connubio tra giusnaturalismo e rivoluzione industriale deve essere circospetto. In questa prospettiva sembrano doversi leggere gli inviti ad evitare posizioni «ontologiche»¹⁹, della cui utilità al fine della soluzione dei singoli

¹⁶ Cfr., ad es., Tarello, *Storia della cultura giuridica moderna. Assolutismo e codificazione del diritto*, Bologna, 1976 (rist. 1993), 15 ss.; Orestano, *Introduzione allo studio del diritto romano*, Bologna, 1987, 270 ss.; già nel 1934, lo stesso Kelsen, *Lineamenti di dottrina pura del diritto*, ed. it. Torino, 1970, *passim*, ma spec. 80 ss., aveva ben chiare la storicità e la valenza politica di concetti quali quelli di «diritto soggettivo» e di «soggetto di diritto»; e v. ancor recentemente Buonocore, *Principio di uguaglianza e diritto commerciale*, in «Giur. comm.», 2008, I, 551 ss., 576.

¹⁷ Mengoni, *Ancora sul metodo giuridico* (1983), ora in «Diritto e valori», Bologna, 1985, 79 ss., 80.

¹⁸ I dati riportati dalla dottrina economica confermano la comune esperienza di ciascuno: Garbade, *Teoria dei mercati finanziari*, Bologna, 1994, 25 ss.; Saunders, Cornett, Anolli, *op. cit.*, 4 s.

¹⁹ Dolmetta, *La violazione di «obblighi di fattispecie» da parte di intermediari finanziari*, in «I contratti», 2008, 80 ss.

casi concreti si dubita²⁰. Il richiamo al necessario pragmatismo è sintetizzato nell'affermazione secondo la quale «il problema non è tanto quello di salvaguardare la distinzione tra regole di comportamento e regole di validità, quanto di offrire al risparmiatore i rimedi – uniformi – più convenienti»²¹.

6. I contributi appena ricordati ci restituiscono il problema nelle sue effettive dimensioni: fino a che punto le categorie ordinarie del codice civile, gli assetti di interessi sottesi nelle concettualizzazioni giuridiche tradizionali sono utili alla tutela degli interessi fondamentali del sistema economico del nostro tempo, ossia gli interessi dei risparmiatori, che sono, poi, i finanziatori ultimi del sistema stesso?

L'interesse alla tutela dei risparmiatori – quello che l'art. 21 lett. a, tuf denomina «interesse dei clienti» e l'art. 47 cost. «tutela del risparmio» – è strettamente collegato ad altri aspetti parimenti apicali, vale a dire l'efficienza complessiva del sistema e la «integrità» del mercato.

Quanto al primo aspetto (l'efficienza del sistema), occorre tener conto che da tempo sono stati redatti studi volti a misurare il grado di protezione legale degli investitori nei singoli ordinamenti nazionali, comparandolo con lo sviluppo dei mercati e la valorizzazione delle imprese²².

Qui non interessa entrare nel merito di queste classificazioni, che comprendono ben 49 paesi e che comunque sono discusse e discutibili, quanto piuttosto segnalare che il rapporto tra intensità della protezione legale dell'investitore e sviluppo degli investimenti non è un dato da sottovalutare, in quanto è ormai monitorato e suscettibile di assumere in futuro un rilievo pratico non di secondo momento.

Per di più si tratta di un tema che interessa gli stessi stati europei soggetti all'applicazione della Mifid. In proposito, si è ri-

²⁰ Roppo, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza «Rordorf»*, in «Danno e responsabilità», 2008, 536.

²¹ Alpa, *op. ult. cit.*, 913.

²² Alludo ai noti studi di La Porta, Lopez.-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1997), *Legal Determinants of External Finance*, in «Journal of Finance», LII, 3, 1131-1150; La Porta, Lopez.-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1998), *Law and Finance*, in «Journal of Political Economy», 106, 1113-55; La Porta, Lopez.-de-Silanes, Shleifer (1999), *Corporate ownership around the world*, in «Journal of Finance», 54, 471-517; La Porta, Lopez.-de-Silanes, Shleifer, Vishny (2000), *Investor protection and corporate governance*, in «Journal of Financial Economics», 58, 3-27; La Porta, Lopez.-de-Silanes, Shleifer, Vishny (2002), *Investor protection and corporate valuation*, in «Journal of Finance», 57, pp. 1147-1170.

levato che l'armonizzazione massima imposta dalla Mifid riguarda i precetti, le regole, non le conseguenze per la violazione di questi ultimi²³, di guisa che sembra meritevole di attenzione il rilievo secondo il quale una tutela maggiormente attenta ai risparmiatori possa configurarsi come motivo di efficienza concorrenziale tra gli ordinamenti in modo da attrarre gli investitori verso gli ordinamenti nazionali dove sono predisposte per loro maggiori tutele²⁴.

7. Nel precedente paragrafo si è ricordato che il profilo della tutela degli investitori non è collegato solo al tema dell'efficienza e della concorrenza tra ordinamenti. Tale profilo, infatti, è anche strettamente connesso a quello della «integrità» e del buon funzionamento del mercato.

Il rapporto tra interessi dei clienti ed integrità del mercato è problema delicato, dal momento che la legge testualmente individua questi due valori quali obiettivi di fondo della regolazione e dell'azione degli intermediari. È, dunque, merito della dottrina²⁵ e delle stesse sezioni unite aver attratto l'attenzione sul difficile coordinamento tra sanzioni riservate ai contratti sul piano civilistico e buon funzionamento, «integrità» del mercato.

Generalmente l'intersezione tra «interesse dei clienti» ed «integrità del mercato» è intravista solo indirettamente. Tuttavia, è opinione di chi scrive che «interesse dei clienti» a rimedi contrattuali particolarmente efficaci nei loro confronti e «integrità del mercato» siano meno distanti di quanto comunemente si pensa. A favore della loro contiguità sta la nozione di «mercato», quale è ormai messa a fuoco dalla dottrina: il mercato nasce storicamente quale strumento per la soddisfazione dei bisogni umani alternativo all'autoproduzione²⁶ e si connota per lunghi secoli come luogo fisico nel quale avvengono gli scambi di una determinata comunità²⁷. Il mercato, peraltro, conserva tale sua stretta

²³ Maffei, *Sostanza e rigore nella disciplina Mifid del conflitto di interessi*, in www.ilcaso.it.

²⁴ V. Sartori, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione*, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725, in «Dir. fallim.», 2008, I, 1 ss.

²⁵ Recentemente Cottino, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*, in «Giur. it.», 2008, 352 ss., 354, nt. 7.

²⁶ Sylos Labini, *Mercato*, voce dell'*Enc. Del Novecento*, Roma, 1979, IV, 103 ss.

²⁷ V. già Davanzati, *Lezione delle monete e notizia de' cambi* (1588), Torino, 1988, 73; e per esempi meno remoti Libertini, *Il mercato: i modelli di organizzazione*, in AA.VV., *L'azienda e il mercato*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto*

inerenza all'insieme degli scambi a prescindere dall'evoluzione strutturale subita nel tempo in virtù del progresso tecnologico: anche il mercato virtuale, realizzato per il tramite del web, resta comunque luogo preordinato alla conclusione di contratti.

Si confermano in questa prospettiva rilievi comunemente condivisi non solo nella dottrina italiana²⁸, ma anche in quella nordamericana²⁹: il mercato è reiterazione di scambi aventi ad oggetto un determinato bene; le regole che disciplinano questi scambi, assurgono a regole del mercato; la qualità di tali regole segna la qualità del mercato.

Si delinea, a questo punto, una conclusione meritevole di attenzione: le regole di diritto civile applicate dalle corti ai contratti conclusi in un determinato mercato configurano in modo assolutamente determinante quel mercato ed il grado di correttezza di quanti vi operano, dal momento che quelle regole segnano il grado di diligenza richiesto agli operatori e le conseguenze della loro violazione. Di guisa che tanto maggiore è la severità delle corti nel sanzionare sul piano civilistico i contratti, quanto maggiore è il presidio esercitato sul «buon funzionamento» e sulla «integrità» del mercato medesimo.

Questo è un punto nevralgico, fondamentale per il buon funzionamento del mercato, tanto che su di esso la dottrina converge inevitabilmente, anche muovendo da prospettive (solo a prima lettura) diverse. Così, ad esempio, vi è chi osserva che «trasparenza» – come pure, può aggiungersi, «integrità del mercato» e «tutela degli investitori» – sono temi che rischiano di risolversi in «generi letterari» se il relativo apparato normativo non viene applicato in sede giudiziale nel modo più rigoroso³⁰. Alla medesima conclusione – ossia alla corrispondenza tra sanzioni civilistiche applicate dai giudici e qualità del mercato – si perviene ragionando in termini di «segnali» e di «incentivi», che vengono trasmessi dalle corti al mercato verso pratiche più o meno «virtuose»³¹.

pubblico dell'economia, diretto da Galgano, Padova, 1979, III, 337; Ferrarese, *Immagini del mercato*, in «Stato e mercato», 1992, 291 ss.

²⁸ Irti, *L'ordine giuridico del mercato*³, Roma-Bari, 2004; AA.VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1999; Jannarelli, *op. cit.*, 3 ss.

²⁹ V. ad es. Williamson, *Le istituzioni economiche del capitalismo. Imprese, mercati, rapporti contrattuali*² (1986), trad. it. di N. Negro, Milano, 1992, 109.

³⁰ Cavazzuti, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in «Banca Impresa Società», 2004, 419 ss.

³¹ Cfr. Pardolesi, *Analisi economica del diritto*, voce del *Digesto delle discipline civilistiche*, sez. privatistica, I, Torino, 1987, 309 ss., 315.

Il legislatore comunitario non si muove su linee diverse da quelle appena segnalate. La corrispondenza biunivoca tra «integrità del mercato», suo sviluppo, e sanzioni civilistiche dei contratti conclusi nel mercato stesso è confermata dall'art. 11, dir. 2002/65/CE del 23 settembre 2002, sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari. Al fine di «consolidare» il mercato interno, il mercato finanziario e la commercializzazione a distanza dei servizi ai consumatori/risparmiatori, il legislatore comunitario richiede che gli stati membri applichino «*sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive*» ai contratti conclusi dagli intermediari e dai fornitori dei servizi senza il rispetto degli obblighi informativi previsti dalla direttiva stessa (v. in proposito anche *infra* § 13).

8. «Integrità del mercato», «interesse dei clienti», e disciplina del contratto sono dunque concetti che si implicano e si rafforzano a vicenda. La loro stretta connessione non sfugge né al legislatore comunitario, né al legislatore interno. In particolare quest'ultimo con l'art. 21, lett. a, tuf, dispone che «*nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; ...*». La riportata disposizione conferma che le modalità di conclusione e di esecuzione dei contratti – le *condotte* a tal fine rilevanti – attraverso i quali si prestano i servizi di investimento ed accessori debbono essere preordinati, ad un tempo, alla massima soddisfazione dei clienti e alla integrità del mercato. Merita particolare attenzione l'unicità dello strumento (la disciplina del contratto) espressamente individuato dallo stesso legislatore per la contemporanea soddisfazione dei due valori apicali dell'interesse del cliente e dell'integrità del mercato.

Acquisisce così il crisma del riconoscimento legislativo il filo rosso che collega i valori predetti dello «interesse dei clienti» e della «integrità del mercato» al «contratto», anzi alla «miriade di contratti» nei quali consiste il mercato. Ad una lettura attenta dell'art. 21 lett. a, tuf non può sfuggire che per il tramite di questa norma ha luogo la formalizzazione di un dato di esperienza, vale a dire la circostanza che il «mercato» – e precisamente il mercato mobiliare –, lungi dall'essere un'entità astratta, è quotidianamente realizzato dalle *condotte* di quanti vi partecipano al fine di concludere contratti. È attraverso tali *condotte*, e nei con-

seguenti contratti, che debbono inverarsi i valori cui il legislatore pretende di conformare il mercato. L'entità, la gravità, la radicalità delle sanzioni applicate ai contratti individuano la «misura» in cui *condotte* diverse da quelle previste dalla legge possono, ciò malgrado, continuare a determinare di fatto la qualità del mercato e, dunque, a pregiudicare gli interessi concreti che si intendevano salvaguardare.

Si profila, pertanto, la necessità di piegarsi sulla specificità delle disposizioni recenti che mirano a disciplinare le condotte degli intermediari sul mercato. In particolare, deve prestarsi attenzione alla clausola generale dell'art. 21, lett. *a*, tuf, onde approfondirne il senso.

Si è già detto che questa disposizione – al pari delle altre che l'hanno preceduta nel diritto interno e nel diritto comunitario – è diretta espressione della attuale percezione che degli intermediari finanziari ha la teoria economica, la quale, a sua volta, muove da un postulato assai diverso da quello della parità tra «soggetti di diritto», tra parti del contratto. Ed effettivamente l'obbligo di perseguire al meglio gli interessi del risparmiatore – sancito nella disposizione citata – sembra adattarsi a fatica con la configurazione dell'obbligazione comunemente offerta nel diritto privato generale.

Più precisamente, l'obbligo posto dall'art. 21 lett. *a*, tuf non si esaurisce in una condotta volta ad eseguire il contenuto di un precedente contratto secondo la funzione assegnata alla buona fede dall'art. 1375 c.c. Nel caso dell'art. 21 lett. *a*, tuf, la condotta dell'intermediario finanziario consiste nel valutare o nel determinare il contenuto di un contratto futuro, il quale intercorrerà tra il risparmiatore ed il destinatario finale dell'investimento. L'esito di tale condotta dell'intermediario sarà, a ben vedere, riflesso nel contenuto dell'«ordine di borsa» che il cliente sottoscriverà³².

Di questo futuro contratto tra risparmiatore e destinatario finale dell'investimento l'intermediario è chiamato a monitorare la rispondenza agli interessi del risparmiatore: questo è il senso fondamentale da assegnare alla locuzione secondo la quale gli intermediari debbono «*servire al meglio gli interessi dei clienti*» (art. 19, dir. 2004/39/CE; art. 21, lett. *a*, tuf). Il contenuto di que-

³² Su questo aspetto v. Dolmetta, *op. cit.*, 81; La Rocca, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di «strumento finanziario»*, Torino, 2008, 10.

sto peculiare obbligo non coincide con l'obbligo del mandatario (si sofferma su questo aspetto Maffeis, *op. ult. cit.*, 407).

Precisamente, tra le due situazioni corre la seguente, sensibile differenza: nel mandato la determinazione degli interessi del mandante e degli atti idonei a perseguire detti interessi spetta al mandante stesso ed il mandatario è tenuto a rispettarne le istruzioni con il solo limite rappresentato dalle eventuali sopravvenienze (artt. 1710² e 1711 c.c.)³³. Al contrario, nell'obbligazione di cui all'art. 21 lett. *a* t.u. della finanza, la scelta del tipo di investimento, effettuata dal risparmiatore, non vincola affatto l'intermediario finanziario, che può e deve astenersi dal dar corso all'operazione – e, dunque, non concludere il contratto nel quale consiste l'ordine di borsa – se non la ritiene «adeguata» agli interessi del cliente.

9. L'ampiezza nella quale deve essere declinata la clausola generale di cui all'art. 21, lett. *a*, tuf dopo il recepimento della Mifid, è stata analizzata nello studio dal titolo *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di «consulenza in materia di investimenti» (art. 1, comma 5, lett. f, d.lgs. n. 58/98)*, in uscita su *Contratto e impresa*, e ad esso rinvio.

Qui è utile, peraltro, rammentare che la valutazione di «adeguatezza» deve essere effettuata dall'intermediario anche nelle ipotesi «raccomandazioni» effettuate dall'intermediario finanziario su sua iniziativa³⁴.

Conferma non di secondo piano dell'interpretazione prospettata è il *considerando* n. 81 della Dir. 2006/73/CE, dove si legge che, «*se l'impresa di investimento fornisce una consulenza generica ad un cliente in merito ad un tipo di strumento finanziario che essa presenta come adatto per tale cliente, considerate le sue particolari caratteristiche, e tale consulenza non è in realtà adeguata per tale cliente o non è basata sulla considerazione delle sue caratteristiche, in funzione delle circostanze di ciascun caso, è probabile che tale impresa violi l'articolo 19, paragrafo 1 o 2, della direttiva 2004/39/CE. In particolare, è probabile che l'impresa che fornisce ad un cliente tale consulenza violi l'obbligo di cui all'arti-*

³³ V. proprio in tema di ordini di borsa, ma con riferimento a vicende risalenti nel tempo, Cass., 20 dicembre 2005, n. 28260, «Foro it., Rep.», 2005, voce *Borsa*, n. 12; Trib. Napoli, 15 ottobre 1996, *Banca, borsa, tit. credito*, 1998, II, 203.

³⁴ Condivide un'interpretazione incisiva della locuzione contenuta nell'art. 21 lett. *a*, tuf, Rordorf, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in «Le Società», 2008, 269 ss.

colo 19, paragrafo 1, di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti».

Da questo *considerando* si trae la conferma di quanto più volte accennato, vale a dire che la clausola generale di cui al primo comma dell'art. 19 dir. 2004/39 si specifica nella necessità che l'impresa di investimento presenti al risparmiatore strumenti finanziari adatti alle particolari caratteristiche del risparmiatore stesso e che tale necessità sussiste non solo nei servizi di investimento della consulenza e della gestione, ma in ogni caso in cui l'intermediario assuma l'iniziativa di prospettare al cliente un'opportunità di investimento. Sul piano sostanziale detta interpretazione equipara la «raccomandazione» di uno strumento/prodotto finanziario effettuata dall'intermediario finanziario di sua iniziativa – ad esempio durante l'espletamento del servizio di collocamento – alla «raccomandazione personalizzata» effettuata nell'ambito del servizio di consulenza e del servizio di gestione.

In proposito mette conto precisare che detta equiparazione non è sorretta solo dalle considerazioni esposte nei paragrafi precedenti e nello studio prima citato, ma anche da quanto emerge dall'analisi delle dinamiche di mercato, le quali hanno evidenziato come l'intermediario finanziario svolga sempre un ruolo decisivo nell'individuazione degli investimenti del cliente³⁵: non si può, dunque, porre a carico del risparmiatore gli oneri ed i rischi connessi ad investimenti, che non sono stati individuati dallo stesso risparmiatore, ma a quest'ultimo sono stati proposti da un intermediario finanziario.

In conclusione, la «adeguatezza» dell'operazione di investimento rispetto al singolo risparmiatore interessato si configura come l'obiettivo che l'intermediario finanziario doveva e deve proporsi nei seguenti casi: per le operazioni poste in essere prima del recepimento della Mifid, l'intermediario doveva valutare l'adeguatezza delle operazioni richieste dal cliente o comunque effettuate per suo conto in occasione dello svolgimento di un servizio di investimento o accessorio; per le operazioni poste in essere successivamente al recepimento della Mifid, l'intermediario deve effettuare il test di adeguatezza dell'operazione al

³⁵ Cfr. Hayward, *Professional influence: the effects of investment banks on clients' acquisition financing and performance*, in «Strat. Mgmt. J.», 24, 783-801 (2003); il dato è confermato da recenti indagini italiane: si vende soprattutto ciò che le reti di vendita degli intermediari «spingono».

cliente ogni qualvolta assuma l'iniziativa di proporre uno strumento finanziario ad un determinato cliente. Per l'appunto nell'evidenziata differenza di disciplina *ratione temporis* si misura il concreto arretramento di tutela del risparmiatore determinato dall'introduzione dalla Mifid in Italia e la fondatezza della denunce che finalmente vengono avanzate in proposito³⁶.

10. A questo punto vi è spazio per un'osservazione che, a mio avviso, riveste un'importanza cruciale: il sistema legislativo è configurato in modo che al normale risparmiatore, al «cliente non professionale», è inibito l'accesso ai mercati finanziari regolamentati senza l'ausilio di un intermediario finanziario. Il necessitato intervento di quest'ultimo deve assumere – anche questo dato si ricava dall'osservazione del sistema – i contenuti indicati nei §§ 8 e 9 ed è finalizzato a conseguire gli scopi anticipati nel § 3, dove si è preso atto che l'intervento, cui l'intermediario finanziario è tenuto a seguito del contratto di intermediazione mobiliare, è preordinato all'abbattimento dei costi di agenzia, del rischio sistemico, delle asimmetrie informative che altrimenti graverebbero sui risparmiatori con intensità tali da inaridirne gli incentivi al risparmio.

L'elemento centrale di questi rilievi – sui quali, a questo punto, non dovrebbe esservi contestazione – può agevolmente ravvisarsi nella circostanza che l'intervento degli intermediari finanziari e la «condotta» loro richiesta dall'ordinamento comunitario e nazionale in esecuzione del contratto di intermediazione mobiliare, come pure quest'ultimo contratto, sono tutti configurati in funzione dell'accesso del risparmiatore nel mercato finanziario.

Tutto ciò, peraltro, significa anche che, qualora gli intermediari omettano di porre in essere la «condotta» loro necessariamente richiesta dalla legge, tanto gli intermediari medesimi, quanto il contratto di intermediazione finanziaria stipulato nel singolo caso concreto hanno mancato di svolgere la funzione loro assegnata dalla legge e dalla teoria economica accolta dall'ordinamento comunitario e nazionale³⁷. In queste condizioni l'accesso del risparmiatore al mercato finanziario non avrebbe mai dovuto aver luogo: questo rilievo – si ripete – è suggerito

³⁶ Cfr. Vitale, in *Il Sole 24 ore*, del 2 novembre 2008, pag. 19.

³⁷ Sul carattere *fondativo* e *costitutivo* del mercato, da attribuire agli obblighi di condotta a carico degli intermediari, v. Jannarelli, *op. cit.*, 33.

dalla stessa configurazione legislativa del contratto di intermediazione finanziaria quale passaggio necessario affinché i risparmiatori possano accedere ai mercati finanziari.

11. Le osservazioni formulate nei precedenti paragrafi hanno accennato per grandissime linee al contesto economico-istituzionale nel quale devono essere cercate le soluzioni più soddisfacenti.

Tra queste osservazioni è utile ora soffermarsi su quella secondo la quale, nel caso di violazione della clausola generale ex art. 21 lett. *a*, tuf, l'accesso del risparmiatore al mercato finanziario avviene senza il rispetto delle condizioni pregiudiziali ed imprescindibili richieste dall'ordinamento a tal fine: tali condizioni – non è inutile ricordarlo ancora – consistono nell'intervento dell'intermediario finanziario che informi il risparmiatore e valuti l'adeguatezza (ossia la qualità) del suo investimento. In altre parole, alla stregua delle regole che disciplinano il mercato mobiliare l'atto di risparmio posto in essere senza tale condizione essenziale, volta ad abbattere costi di agenzia, asimmetrie informative e rischi sistemici, non potrebbe e dovrebbe mai aver luogo.

Il contratto di intermediazione mobiliare, vale a dire il contratto concluso dal risparmiatore con l'intermediario per lo svolgimento dei servizi di investimento, è istituito quale passaggio necessario proprio per conseguire tali scopi (ossia, ancora una volta, l'abbattimento di costi di agenzia, asimmetrie informative e rischi sistemici).

Le osservazioni fin qui svolte costituiscono le premesse assolutamente necessarie per accostarsi al tema delle conseguenze dell'inadempimento dell'intermediario in modo non dogmatico ed aderente alla realtà del mercato mobiliare e delle regole che lo strutturano in quanto istituzione sociale, economica e giuridica al tempo stesso (v. sul punto per tutti Ferrarese, *op. cit.*).

Le «filastrocche» escogitate nel tempo dalla dottrina per descrivere situazioni nelle quali il contratto manca di conseguire gli scopi ad esso assegnati dalla legge sono molte e note: in ipotesi di mancato rispetto da parte dell'intermediario delle condotte sopra descritte, potrebbe dirsi, ad esempio, che il contratto di intermediazione – o quel particolare contratto nel quale oggi consiste l'ordine di borsa – hanno fallito la «funzione economico-sociale» ad essi assegnata dall'ordinamento; oppure potrebbe dirsi che, in assenza della particolare «condotta» richie-

sta all'intermediario, l'attività negoziale delle parti deve essere considerata *inutiliter data* e, pertanto, insuscettibile di produrre effetti giuridici, ecc.

Qui non interessa approfondire questo aspetto dal sapore ideologico-dogmatico. Preme piuttosto mostrare come l'assunto di fondo delle considerazioni appena esposte rinvenga singolare conferma nella disciplina comunitaria del mercato finanziario.

Si è sopra sostenuto che, senza la necessaria «condotta» dell'intermediario, si è in presenza di un atto di risparmio che non avrebbe mai potuto e dovuto aver luogo. Orbene, il collegamento tra «condotta» dell'intermediario ed esistenza di un valido atto di risparmio si rinviene nell'art. 19³, Dir. 2004/39/CE, che attesta *per tabulas* il collegamento tra fallimento del contratto, concluso tra cliente ed intermediario, e inesistenza di un valido atto di risparmio. Questa disposizione, invero, stabilisce che «*ai clienti o potenziali clienti vengono fornite in una forma comprensibile informazioni appropriate: ... sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte; ciò dovrebbe comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento, ... cosicché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa*».

Nella sua ottica volontaristica, il legislatore comunitario collega la prestazione dell'attività tipica dell'intermediario finanziario alla esistenza di «*decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa*» da parte del risparmiatore. In altre parole, l'art. 19 cit., afferma che, in assenza di un'attività dell'intermediario finanziario coerente con la configurazione della stessa operata dalla norma, il risparmiatore non è in grado di prendere una *decisione in materia di investimenti con cognizione di causa*.

Epperò, se non vi è una *decisione in materia di investimenti con cognizione di causa*, non vi può neppure essere un impegno vincolante del risparmiatore in materia di investimenti. In altre e conclusive parole, non v'è un contratto. A ben vedere questa disposizione cerca di restituire in qualche modo concretezza allo schema nel quale si muove la configurazione del contratto richiamata nel § 2. Nell'art. 19³, dir. 2004/39/CE, si intravede l'*homo oeconomicus* dell'economia neoclassica, mitizzato da Max

Weber e presupposto dalle dottrine (non solo) ottocentesche del contratto. Anche nell'art. 19 cit., infatti, vi è una parte contrattuale che prende decisioni meditate («*con cognizione di causa*») dopo averne soppesato rischi e potenziali benefici.

Senonché, questo riecheggiare della tradizione è assolutamente parziale. Esso vale solo per sottolineare il collegamento tra la «*decisione*» del risparmiatore e quella «*cognizione di causa*» che, secondo l'art. 19, deve assisterla: l'accento ad una «*decisione*» presa con «*cognizione di causa*» – e, dunque, l'accento ad un soggetto che decide perché «*sa*» – sembra ripercorre l'idea giusnaturalista ed illuminista del contratto, o meglio di un impegno vincolante in quanto esercizio di libertà e di dominio sulle cose del mondo circostante³⁸, libertà e dominio che – si ripete – nell'art. 19 in esame sembrano espresse dalla locuzione «*cognizione di causa*».

Tuttavia, a differenza dell'*homo oeconomicus*, del «soggetto di diritto» riflesso dalla rivoluzione industriale, il protagonista dell'art. 19 in esame non ha «*per intellectum et voluntatem ... potestatem in suos actus et per suos actus in res externas*» (come avrebbero detto gli esponenti della Seconda Scolastica), ossia non ha – come ci rammenta l'odierna teoria economica – le competenze e le capacità necessarie a decidere in autonomia.

Di questa condizione del risparmiatore è pienamente consapevole il legislatore comunitario: la «*decisione*» del risparmiatore – e, dunque, la sua libertà, la sua *potestas in res externas*, cioè, nel nostro caso, la sua *signoria* sui suoi risparmi – infatti, è subordinata («*di conseguenza*») alla *condotta* dell'intermediario avente i contenuti e gli scopi accennati nello stesso art. 19 e passati in rassegna nei paragrafi precedenti. Tale *condotta*, dunque, si conferma essere il presupposto della «*decisione*» del risparmiatore e solo quando si tenga per ferma questa premessa la «*decisione*» del risparmiatore, nella sua apparente unilateralità, sembra riecheggiare quella «dichiarazione di volontà creatrice di effetti giuridici», che – come a tutti noto – rappresenta l'archetipo della dottrina più tradizionale del contratto e, sia pur mitigata dal principio dell'affidamento, è sottintesa dal «sistema del codice civile» richiamato dalle sezioni unite.

Se – come sembra a chi scrive – tutto ciò si ricava dalla disposizione comunitaria, è giocoforza ammettere quanto sia

³⁸ Cfr. Cappellini, *Negozi giuridico (storia)*, voce del *Digesto delle discipline privatistiche*, sez. civ., XII, 1995, 95 ss.

troppo facile ed inappropriato ricorrere alla contrapposizione tra regole di condotta e regole di validità in una fattispecie in cui la *Willerklärung* del risparmiatore è giuridicamente rilevante alla stregua dell'art. 19 cit., solo se è stata preceduta da una *condotta* dell'intermediario finanziario idonea a raggiungere gli scopi fissati dalla legge, vale a dire porre il risparmiatore nella condizione di emettere la sua «dichiarazione di volontà» – si ripete ancora una volta – «*con cognizione di causa*».

12. La conclusione sopra attinta può essere completata con un'osservazione ulteriore.

Essa riguarda il concreto contenuto di quella che si è convenuto di designare come la condotta tipicamente richiesta all'intermediario finanziario dalla disciplina comunitaria. L'art. 19¹, dir. cit., nella sua parte finale precisa che «i principi di cui ai par. 2 a 8» dello stesso art. 19 sono solo una specificazione della clausola generale enunciata nel primo comma, secondo la quale gli intermediari debbono «servire al meglio gli interessi dei clienti», ossia debbono agire – secondo l'analisi economica – in modo da contenere le asimmetrie informative ed i costi di agenzia fino al punto di consentire ai loro clienti di assumere *decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa*. Il che significa che le considerazioni sopra esposte circa le condizioni di esistenza di un contratto effettivamente impegnativo per il cliente valgono in ogni caso in cui, nell'ambito di un qualsiasi servizio di investimento o accessorio, non possa dirsi rispettato il paradigma di condotta dell'intermediario delineato dalla predetta clausola generale.

13. Il diritto interno (di derivazione comunitaria) conferma le considerazioni sopra svolte e proietta ulteriori ombre sulla persistente configurabilità della doppia equazione («violazione regole di validità = nullità», «violazione regole di condotta = risarcimento del danno») sopra ricordata.

In particolare, a proposito dei contratti aventi ad oggetto i servizi di investimento forniti a distanza ai consumatori, l'art. 15⁴, d.lgs. n. 190/05 – oggi divenuto l'art. 67-*septies decies*, quarto comma, del codice del consumo, per effetto del d.lgs. 23 ottobre 2007, n. 221 – dispone che «*il contratto è nullo nel caso il fornitore ... viola gli obblighi di informativa precontrattuale in modo da alterare in modo significativo la rappresentazione delle sue ca-*

ratteristiche», non consentendo, così, al consumatore di «scegliere con cognizione di causa» (così il *considerando*, n. 21 della dir. 2002/65/CE, alla quale la normativa interna ora in esame da attuazione).

Il significato della disposizione è inequivoco: le informazioni relative ai «rischi dovuti a specifiche caratteristiche» degli «strumenti» inerenti al servizio finanziario offerto a distanza sono funzionali alla «rappresentazione delle caratteristiche del contratto» e, dunque, alla rappresentazione delle caratteristiche degli strumenti oggetto del medesimo. La mancata prestazione di tali informazioni e la conseguente inesatta conoscenza del contenuto del contratto da parte del consumatore, piuttosto che integrare un vizio della volontà tale da determinare l'annullabilità del contratto, escludono la stessa sussistenza del contratto. La disciplina prima richiamata, infatti, sanziona con la nullità il contratto concluso dal risparmiatore che ignori le caratteristiche del contratto stesso a causa dell'inadempimento degli obblighi di condotta a carico del fornitore del servizio.

Tuttavia, a questa disposizione non si può far riferimento in modo acritico. Occorre, piuttosto, indagarne la rilevanza sistematica e la effettiva possibilità di trarre da essa indicazioni di carattere generale. A tal fine è utile rammentare che da tempo si è preso atto che nelle società contemporanee «alle solenni architetture dei codici» si sono affiancati «altri diritti». Al disegno sistematico ed unitario del codice civile si sono sostituiti una pluralità di «micro-sistemi» retti ciascuno da proprie regole, da «logiche autonome e principi organici» loro propri³⁹, i quali fanno sì che anche fattispecie astrattamente simili siano assoggettate a discipline differenziate⁴⁰.

Qui non interessa mostrare come la denunciata pluralità di sistemi rinviene conferma e giustificazione – per quanto riguarda il settore finanziario – nei rilievi prima formulati nei §§ 3, 4 e 8, a proposito del venir meno nel settore predetto del postulato di parità delle parti che, invece, informa la disciplina del contratto dettata nel codice civile. E la cosa non può sorprendere: «l'unità del diritto civile è anzitutto unità del soggetto di diritto⁴¹, il venir meno dell'una è strettamente connesso al tramonto dell'altra.

³⁹ Irti, *L'età della decodificazione*⁴, Milano, 1999.

⁴⁰ Cfr. Luminoso, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in «Riv. dir. civ.», 2006, I, 739 ss.

⁴¹ V. Galgano, *op. ult. cit.*, 61.

Qui interessa piuttosto osservare che nel «micro-sistema», che si è convenuto di chiamare «diritto privato del mercato finanziario», l'art. 67-*septes decies*⁴ del codice del consumo sembra poter offrire qualche indicazione. La disposizione stabilisce la nullità del contratto di prestazione dei servizi di investimento qualora l'intermediario finanziario non fornisca informazioni sufficienti a far sì che il risparmiatore abbia chiare le caratteristiche degli strumenti finanziari inerenti il servizio offerto. La disposizione in esame – aggiunge l'art. 67-*bis* del codice del consumo – si applica «alla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari».

Questa conclusione non può non essere confrontata con il *grand arrêt* offerto dalle sezioni unite con le sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007. Da tale confronto, però, risulta che nel «micro-sistema» del mercato finanziario sembrano profilarsi due regole distinte e non coincidenti a fronte della medesima fattispecie. Detta fattispecie è costituita dall'ipotesi di violazione, ad opera dell'intermediario, degli obblighi di condotta su lui tipicamente gravanti: in questo caso, il contratto concluso dal risparmiatore allo sportello sarebbe disciplinato in un modo (risoluzione + risarcimento del danno: così le sezioni unite), mentre lo stesso contratto concluso dallo stesso risparmiatore via internet segue una disciplina completamente diversa (nullità + restituzioni: art. 67-*septes decies* del codice del consumo).

Si fa fatica a cogliere come la diversa modalità della conclusione del contratto possa determinare un rimedio tanto diverso rispetto ad una medesima violazione. Non vorrei essere vittima di un abbaglio, ma sul punto sembra esservi materia per una sentenza interpretativa della Corte costituzionale.

14. Il rimedio risarcitorio è volto a ristabilire l'equilibrio patrimoniale del danneggiato, ossia a porre quest'ultimo nella situazione economica equivalente a quella nella quale si sarebbe trovato qualora il debitore avesse tenuto la «condotta» oggetto dell'obbligazione inadempita.

Per quantificare il danno dovuto dall'intermediario finanziario al cliente cui sia mancata la dovuta «assistenza» in termini di dazione di informazioni o di valutazione di adeguatezza o di presentazione di prodotti finanziari non adatti al cliente medesimo, occorre, pertanto, comparare due situazioni: la situazione economica nella quale il creditore risparmiatore versa a seguito

del lamentato inadempimento dell'intermediario debitore e la situazione nella quale il primo si sarebbe trovato se il secondo avesse correttamente tenuto la «condotta» a lui richiesta per legge.

In particolare, la suddetta comparazione andrebbe fatta tra le due situazioni di fatto seguenti: A) la situazione nella quale il risparmiatore versa nel tempo α (vale a dire il tempo nel quale ha luogo il processo) dopo aver investito denaro nel prodotto finanziario x , che si assume essere stato per lui «inadeguato» al tempo β in cui ha avuto luogo l'investimento; B) la situazione economica nella quale il risparmiatore si sarebbe trovato se, invece, al predetto tempo β (tempo dell'investimento), l'investimento avesse avuto ad oggetto un prodotto finanziario da ritenersi, invece, «adeguato» per l'investitore del nostro esempio.

Sennonché (prima complicazione), non esiste un singolo prodotto finanziario che al tempo β dell'investimento si sarebbe potuto ritenere «adeguato» per il nostro investitore: infatti, quale che sia il profilo di rischio dell'investitore, è assolutamente ragionevole, plausibile e fisiologico che al predetto tempo β vi fosse una pluralità indefinita di prodotti «adeguati» per l'investitore del nostro esempio.

Ciò introduce la seconda e più grave complicazione. È ragionevole ritenere che, al tempo α in cui ha luogo il giudizio e si procede alla quantificazione del danno – tempo spesso di molto successivo al tempo β dell'investimento –, i prodotti che al tempo β sarebbero stati in astratto adeguati, ben possono avere fatto registrare un rendimento effettivo diversificato tra loro: ad es. il prodotto y ha reso mediamente + 2%, il prodotto z il 4% annuo, mentre il prodotto w è inopinatamente incorso in una perdita dello 0,5%.

In altre parole, è assolutamente plausibile e fisiologico che, malgrado i prodotti y , z e w al tempo dell'investimento α fossero tutti potenzialmente «adeguati» per il nostro investitore, essi alla prova dei fatti si siano rivelati di non uniforme riuscita. Non ci si deve meravigliare di ciò: è il frutto della intrinseca rischiosità di ciascun investimento finanziario. Ogni investimento finanziario – come diceva Samuelson – è una «scommessa» (il giurista potrebbe dire che lo strumento finanziario è una promessa sospensivamente condizionata), la cui riuscita può essere assolutamente casuale e, dunque, variare sensibilmente da un prodotto all'altro, malgrado che su di essi, al momento del-

l'emissione, si sarebbero potute formulare previsioni di segno analogo.

Orbene, questo esempio, che nella sua struttura dovrebbe essere ritenuto assolutamente fisiologico per il mercato finanziario, dimostra l'assoluta incongruenza pratica del rimedio risarcitorio. Non vi è, infatti, un parametro certo per quantificare il danno subito dal cliente a seguito dell'inadempimento dell'intermediario: non si saprebbe mai quale sarebbe stato l'investimento alternativo sul quale il risparmiatore si sarebbe orientato qualora l'intermediario finanziario gli avesse dato le dovute informazioni, le dovute avvertenze ecc.

A meno di non optare per la tesi del danno *in re ipsa*, fatta propria da Trib. Venezia 28 febbraio 2008⁴², secondo la quale «*in generale grava specificamente sull'investitore l'onere di dimostrare il nesso di causalità tra l'inadempimento degli obblighi comportamentali dell'intermediario ed il danno; tuttavia, il nesso di causalità in questione deve ritenersi in re ipsa allorché l'intermediario abbia violato l'obbligo di astensione, come nello conflitto di interessi e nelle operazioni inadeguate*».

In altre parole, l'ostacolo della imponderabilità del danno – in qualche modo già intravisto dai commentatori più attenti⁴³ – viene superato postulando di fatto la restituzione delle somme al cliente, vale a dire un rimedio che, al di là della magia delle parole, è *restitutorio* e non *risarcitorio*.

⁴² *I Contratti*, 2008, 555, con nota di Maffei, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*.

⁴³ V. ad es. Afferni, in Roppo, Afferni, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in «Danno e responsabilità», 2006, 29 ss.; Rordorf, *op. cit.*, 274 s.; Maffei, *Discipline preventive*, *cit.*, 409 s.

