

IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ
DI SIENA
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>

n. 19 - giugno 2019

DISORIENTAMENTO E OPPORTUNISMO DEL CONSUMATORE NEI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO

Maddalena Rabitti

DISORIENTAMENTO E OPPORTUNISMO DEL CONSUMATORE NEI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO[°]*

Maddalena Rabitti

*Professore ordinario di Diritto dell'economia,
Università degli Studi di Roma Tre*

L'inadeguatezza delle discipline settoriali relative ai contratti di mercato finanziario rende necessario cercare alcuni meccanismi idonei a prevenire i rischi, ben presenti alla giurisprudenza, di disorientamento della clientela e di opportunismo della stessa. In questa prospettiva si suggeriscono due vie: (i) rafforzare forme di autoregolazione che introducano regole con valenza cross-settoriale in grado di creare un Common Level Playing Field per contratti bancari, assicurativi, finanziari; (ii) predisporre elenchi di clausole tipo in cui le associazioni di categoria individuino una serie di situazioni idonee a generare disinformazioni e conflitti di interesse, nonché idonee a limitare il rischio che il cliente assuma comportamenti opportunistici.

The inadequacy of the sectoral disciplines relating to financial market contracts makes it necessary to look for some suitable mechanisms to prevent the risks, well known in case law, of customer disorientation and opportunism of the same. In this perspective two ways are suggested: (i) to strengthen forms of self-regulation that introduce rules with cross-sectoral value able to create a Common Level Playing Field for banking, insurance, financial contracts; (ii) arrange lists of standard clauses in which the category associations identify a series of situations suitable for generating misinformation and conflicts of interest, as well as limiting the risk that the customer will adopt opportunistic behaviour.

Sommario:

1. Discipline settoriali e regimi protettivi dei clienti
2. Il "circolo regolatorio"
3. Il rischio di "disorientamento" del cliente
4. Il rischio di "opportunismo del cliente"
5. Un tentativo di soluzione

[°] Saggio sottoposto a double-blind peer review.

* Testo (corredato di note) della Relazione alla presentazione del libro *I contratti di mercato finanziario* di Antonella Antonucci, nell'ambito dell'incontro dal titolo «*Il rapporto contrattuale tra intermediari e clienti: fra passato, presente e futuro*», tenutasi a Siena venerdì 5 aprile 2019.

1. Discipline settoriali e regimi protettivi dei clienti

Il libro di Antonella Antonucci “I contratti di mercato finanziario” risponde all’esigenza, dichiarata, di studiare i diversi regimi protettivi del cliente al fine di valutare «la conciliabilità delle frammentazioni che gravano su un mercato in cui si scambia un unico bene»¹.

Il presupposto è che nel corso di decenni si è venuta stratificando una normativa «dovuta al complesso intreccio di fonti nazionali e sovranazionali, succedutosi lungo percorsi - non univoci e in costante evoluzione - che hanno portato a registrare oggi, nel nostro ordinamento, la compresenza di diverse serie normative, che convergono a disciplinare la posizione dei clienti in maniera frantumata e con gradi di tutela differenziata»².

A ciò si aggiunge la variabile della riferibilità dei corpi normativi alla competenza di autorità diverse deputate alla vigilanza dei diversi mercati, la quale non agevola la capacità di conciliare «divaricazioni, contrasti, zone d’ombra, sovrapposizione e lacune»³.

Questo quadro ci conferma che ci troviamo in un periodo di grande confusione, la quale si traduce in normative settoriali non sempre efficienti. Il legislatore, poi, insegue costantemente il cambiamento, ma resta indietro.

Se l’evoluzione dei mercati (specie quella tecnologica) viaggia a un ritmo esponenziale, quella della regolazione, sia pure quando è efficiente, è lineare.

Che si può fare, dunque?

Certamente non si può rinunciare a trovare risposte più efficienti sul piano della regolazione ma può anche essere opportuno ripensare alcune regole contrattuali (o introdurne di nuove) al fine di conformare i rapporti, sia quando essi abbiano per oggetto servizi finanziari, sia quando, per l’irrompere delle piattaforme tecnologiche, si è in presenza di nuove dinamiche che possono disintermediare gli operatori tradizionali (pensiamo, ad esempio, al *peer to peer lending*, *social lending* ecc.).

2. Il “circolo regolatorio”

Partiamo dalla consapevolezza dei limiti, ormai evidenti, dei silos regolatori verticali (discipline di carattere speciale e settoriali) a disciplinare compiutamente i rapporti contrattuali tra intermediari bancari, finanziari e assicurativi e cliente. Tale inadeguatezza si coglie in prospettive diverse:

¹ ANTONUCCI, *I contratti di mercato finanziario*, Pisa, 2018, 20.

² ANTONUCCI, *op. cit.*, 19.

³ ANTONUCCI, *op. cit.*, 19.

- (i) *Overlapping* tra discipline. Capita, cioè, che una disciplina settoriale si intersechi (sovrapponga) con altre discipline - che a volte tutelano lo stesso interesse, ponendosi perciò il problema solo in termini di intensità della tutela, a volte, invece, tutelano interessi diversi - con la conseguenza di dovere stabilire come gestire l'*overlapping* e quali siano le Autorità competenti⁴.
Questo fatto, da un lato, determina alti costi di *compliance* per le imprese e, dall'altro, determina la competenza concorrente delle Autorità amministrative indipendenti, la quale, come ha chiarito la Corte di Giustizia con la sentenza del 13 settembre 2018, deve essere affermata in chiave funzionale all'interesse protetto.
- (ii) incroci tra regole dei silos verticali e orizzontali. La complessità del momento la si coglie anche quando una disciplina di settore (verticale) incrocia una disciplina più generale (orizzontale). In questo senso, è emblematica la difficoltà che si registra tra gli interpreti a fare convivere la disciplina introdotta con la nuova direttiva sui servizi di pagamenti (PSD2) e il Regolamento del 2016 in tema di protezione dei dati personali (GDPR).
- (iii) *sand box* (o lacune?), ossia spazi non regolati in cui si inseriscono con grande velocità e poca resistenza gli OTT, i quali nel prossimo (attuale?) periodo possono entrare nei mercati regolati offrendo prodotti e servizi (bancari, finanziari e assicurativi) con il vantaggio di avvalersi di piattaforme e algoritmi che consentono di profilare il cliente in un modo in cui neppure i *robot advisor* più avanzati potrebbero fare⁵;
- (iv) inadeguatezza della regolazione per silos verticali a disciplinare prodotti complessi in cui è sempre più difficile stabilire la componente

⁴ Si pensi alla materia del *market abuse* e, più in generale al tema del *ne bis in idem*, su cui si sono succeduti interventi della CEDU, della Corte di Giustizia, della Corte Costituzionale e di Cassazione. Per un approfondimento dell'evoluzione giurisprudenziale si veda ASSONIME, *Ne bis in idem e potestà sanzionatoria di Banca d'Italia e Consob nella giurisprudenza dell'ultimo quinquennio*, il Caso 1/2019. Sul coté sostanziale e sui piani mobili di tutela, cfr. ZOPPINI, *Sul rapporto di specialità tra norme appartenenti ai "codici di settore". Lo ius variandi nei codici del consumo e delle comunicazioni elettroniche*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 136.

⁵ È il vantaggio di disporre di *Big data* e, dunque, di conoscere l'identità della persona attraverso tutte le operazioni che essa compie online. L'identità digitale dice molto sull'identità reale del cliente, svelandone interessi, debolezze e propensione al rischio. Ciò introduce nuovi rischi: *Digital Market Manipulation* e discriminazioni di vario genere: prezzo, ma anche, ad esempio, per quel che riguarda l'assicurazione, la stessa possibilità di concludere il contratto (a rischio la mutualità).

prevalente e, per l'effetto, la regola applicabile. Questi prodotti hanno in sé un rischio di confusività della clientela⁶.

Se questo è il complesso quadro, quale risposta regolatoria e di tutela può essere data a fronte della complessità del quadro tracciato?

Una via, in chiave di *better regulation for better results*, potrebbe essere quella di immaginare un "circolo regolatorio" in cui è il mercato a definire prassi che si trasformano in *best practices*, le quali possono divenire *benchmark* che le autorità nazionali e le agenzie europee condividono e, quando opportuno, propongono alla Commissione, la quale le trasforma in atti esecutivi o in proposte legislative che poi Parlamento e Consiglio adottano e gli Stati membri attuano o recepiscono (rispettivamente, se regolamenti o direttive).

Questo circolo regolatorio, di recente proposto in dottrina⁷, potrebbe funzionare nelle materie dei mercati finanziari anche attraverso la creazione di regole e principi a valenza cross-settoriale⁸, che hanno il vantaggio di ridurre il rischio di arbitraggio normativo, armonizzando al massimo le regole di protezione dell'investitore, risparmiatore e assicurato⁹.

In ogni caso, principi condivisi, settoriali o meno, creati ricorrendo in prima battuta alla *Soft Law* sono essenziali. L'esperienza dei principi contabili internazionali, seppure rilevanti a tutt'altro fine, rappresenta un modello di regolazione da tenere sempre presente che ha già ispirato altre buone regole come quelle contenute nella *Carta delle Fondazioni* bancarie.

Nella nostra materia di indagine, poi, un apporto per definire i contenuti dei principi è dato dall'esperienza della giurisprudenza, specie di rango superiore, quali Cassazione e Corte di Giustizia, le quali già da tempo, nell'attività interpretativa, integrano il diritto innovandolo e svolgono di fatto una funzione nomofilattica di estremo rilievo teorico e pratico. È questa, ormai, un'esigenza fortemente avvertita che trova, proprio nel rapporto tra crisi della regolazione e esigenza di attuazione del diritto, la propria origine.

⁶ Da questo punto di vista, vi è il rischio che attività simili vengano regolate in modalità differenti con effetti distorsivi. La spinta all'ibridazione ha comportato l'impiego creditizio di strumenti derivati e l'introduzione di componenti finanziarie in contratti di finanziamento.

⁷ BASSAN, *Potere dell'algorithm e resistenza dei mercati in Italia - la sovranità perduta sui servizi*, Soveria Mannelli, 2019.

⁸ COLAERT, *European Banking, Securities and Insurance Law: cutting through sectoral lines*, in *Common Market Law Review*, 2015, 1584.

⁹ Si pensi all'allineamento tra MiFID 2 e IDD.

3. Il rischio di “disorientamento” del cliente

Sul piano delle tutele, la preoccupazione maggiore che si registra a livello trasversale, sia nella legislazione settoriale sia in giurisprudenza, sembra essere quella di proteggere il cliente dal rischio di “disorientamento”¹⁰; espressione con cui in modo suggestivo si richiama l’attenzione sulla necessità di assicurare al cliente il diritto di poter assumere le scelte negoziali in modo consapevole.

Se il cliente (specie *retail* o consumatore) ha assunto la decisione in modo “inconsapevole” va tutelato purché, tuttavia, la mancanza di consapevolezza sia imputabile alla violazione delle regole di condotta che devono essere osservate dall’intermediario¹¹ e, dunque, vi sia stata una lesione dell’affidamento del cliente¹². È evidente, in questa lettura, l’incidenza del diritto dei consumi sul diritto finanziario, bancario e assicurativo¹³.

Se ciò è vero, può essere utile individuare quali sono le regole e i principi che, se violati, sono idonei a generare un effetto di disorientamento.

In altri termini, se non tutte le asimmetrie rilevano, quando si è in presenza di un “disorientamento rilevante” e quali sono i rimedi?

La valutazione di “rilevanza” è frutto certamente, in primo luogo, delle scelte normative operate, specie a livello UE, ad esempio in materia informazioni dovute (trasparenza bancaria) o di regole di condotta TUF (artt. 21 ss. TUF) o di adeguatezza e appropriatezza dell’investimento o del prodotto (MIFID 2 e IDD2).

¹⁰ Questa è un’espressione coniata da una giurisprudenza a proposito di omesse informazioni e nesso causale nella prestazione dei servizi di investimento. Cass. civ., sez. I, 16 febbraio 2018, n. 3914; Cass. civ., sez. I, 18 maggio 2017, n. 12544.

¹¹ Ad esempio, in caso di mancata consegna del documento informativo generale dei rischi delle operazioni finanziarie in generale. Per un approfondimento cfr. ROSSI CARLEO, *Il diritto all’informazione: dalla conoscibilità al documento informatico*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 349 e ss.

¹² La posizione e adempimento di tali obblighi tende, per l’appunto, al risultato di consentire all’investitore di addivenire a una scelta effettivamente “consapevole”; le specifiche ragioni, che rendono nel concreto inadeguata una data operazione, devono, perciò, venire trasmesse all’investitore con contenuti e termini tali da risultare destinate a porsi come reali co-fattori della decisione di questi: di non investimento, come anche nel caso di investimento. Cfr., tra le pronunce più vicine, Cass., sez. I, 17 novembre 2016, n. 23417; Cass., sez. I, 15 novembre 2016, n. 23268; Cass., sez. I, 27 aprile 2016, n. 8394; Cass., sez. I, 21 aprile 2016, n. 8089; Cass., sez. I, 26 gennaio 2016, n. 1376.

¹³ La dottrina parla a tal proposito anche di forma informativa. Sul tema v. E. TOSI, *Forma informativa nei contratti asimmetrici. Contributo allo studio della forma funzionale nei contratti asimmetrici, bancari e di investimento*, Milano, 2018.

In tutte queste ipotesi, il bilanciamento è effettuato dalle norme, le quali tengono conto della natura del contratto, della qualità soggettiva del cliente, dell'esperienza, della tolleranza al rischio ecc. (questi sono parametri variabili che portano a graduare la disciplina).

Ma, a fronte dei limiti evidenti della regolazione a considerare la varietà del reale, lo sforzo concreto di bilanciamento è affidato alla giurisprudenza, (come si è detto, specie alle Giurisdizioni superiori) la quale, da un lato, traccia la linea a partire dalla quale si è in presenza di un "disorientamento" giuridicamente rilevante, dall'altro lato individua il rimedio utile, ricorrendo ai due essenziali principi di *effettività* e *proporzionalità* dei rimedi.

Per procedere con qualche esemplificazione, molto significativo è l'indirizzo ormai consolidato (ma non senza prima essere ampiamente dibattuto) della Cassazione in tema di sussistenza della presunzione di nesso di causalità in materia di risarcimento del danno da investimento, da cui origina peraltro l'espressione "disorientamento".

Sul piano dell'onere della prova, nei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento viene in rilievo, in particolare, l'art. 23, comma 6, del TUF¹⁴ (disposizione, peraltro, analoga a quella contenuta nell'art. 178 Cod. Assicurazioni), secondo cui, 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 diligenza necessaria. La norma configura, in altre parole, un'ipotesi di attenuazione dell'onere della prova a favore dell'investitore¹⁵.

¹⁴ Su questa norma c'è da sempre un acceso dibattito dottrinale e giurisprudenziale, perché, ad avviso della maggioranza, essa determina un'inversione dell'onere della prova a carico dell'intermediario, mentre, secondo altri, si tratta di una distribuzione dell'onere probatorio in linea con la regola di responsabilità contrattuale letta attraverso il prisma del principio generale della "vicinanza della prova" (Cass., S.U., 30 ottobre 2001, n. 13533), per cui spetta al creditore allegare l'inadempimento del debitore, mentre il debitore si può liberare provando l'esattezza del proprio adempimento avendo osservato il livello di diligenza che ci si poteva attendere ragionevolmente con riguardo all'attività esercitata

¹⁵ Il sistema ora delineato non esclude la possibilità di una prova contraria da parte dell'intermediario. Una simile prova viene propriamente ad atteggiarsi, più nello specifico, come prova positiva di sopravvenienze che risultino in sé atte a deviare il corso della catena causale emergente dal vigente sistema normativo delineato dalla disciplina di settore; in ogni caso, non potendosi trascurare, nel complessivo esame della fattispecie, la presenza e il peso di una disciplina normativa specifica, come appunto relativa al settore dei servizi di investimento, di impronta conformativa (anche) delle obbligazioni risarcitorie degli intermediari. Tra le altre, si possono confrontare in questa segnata prospettiva, le seguenti pronunce: Cass., sez. I, 7 giugno 2017, n. 14166; Cass., sez. I, 3 giugno 2016, n. 11466; Cass., sez. I, 18 maggio 2017, n. 12544; Cass., sez. I, 17 novembre 2016, n. 23417 (per cui il mancato rispetto degli obblighi di informazione "comporta un alleggerimento dell'onere probatorio gravante sull'investitore ai fini

Mentre una giurisprudenza minoritaria richiede la prova controfattuale da parte dell'investitore di dimostrare che, se avesse avuto le informazioni, avrebbe deliberato diversamente, l'indirizzo maggioritario è orientato nel senso che: «Alla stregua del sistema normativo delineato dagli artt. 21 e 23 del d.lgs. n. 58 del 1998 (TUF) e dal reg. Consob n. 11522 del 1998, la mancata prestazione delle informazioni dovute ai clienti da parte della banca intermediaria ingenera una presunzione di riconducibilità alla stessa dell'operazione finanziaria, dal momento che l'inosservanza dei doveri informativi da parte dell'intermediario, costituisce di per sé un fattore di disorientamento dell'investitore che condiziona in modo scorretto le sue scelte di investimento. Tale condotta omissiva è, di conseguenza, normalmente idonea a cagionare il pregiudizio lamentato dall'investitore »¹⁶.

Evitare il disorientamento - da intendersi come non consapevolezza del cliente in ordine alle conseguenze *anche economiche* della scelta negoziale effettuata - sembra essere stato anche l'obiettivo della Corte di Giustizia quando si è pronunciata in tema di mutuo contratto in valuta estera e clausole vessatorie.

Nel caso Árpád Kásler, nel 2014¹⁷, la Corte ha chiarito che il requisito per cui una clausola contrattuale deve essere redatta in modo chiaro e comprensibile va inteso in modo "estensivo"; ciò sta a significare che, per essere trasparente, una clausola non solo deve essere intelligibile per il consumatore su un piano grammaticale, ma deve, altresì, esporre in maniera trasparente il meccanismo di conversione della valuta estera al quale si riferisce, nonché il rapporto fra tale meccanismo e quello prescritto da altre clausole relative all'erogazione del mutuo. Invero, solo così si riduce il rischio di non consapevolezza del tipo di contratto concluso, del rischio che si assume e del pregiudizio economico a cui si espone il consumatore¹⁸. Evitare il disorientamento sembra essere anche l'obiettivo della Giurisprudenza e dell'ABF in materia di clausole *floor* e non mi soffermo sul dibattito dei derivati impliciti.

Oltre alla trasparenza come principio trasversale, le Corti fanno ricorso alla meritevolezza del contratto per arginare a monte un rischio che, in qualche modo, è comunque di disorientamento e di approfittamento dell'altrui

dell'esercizio dell'azione risarcitoria: non nel senso che il danno dall'inadempimento degli obblighi informativi possa rivelarsi *in re ipsa*, ma in quello più limitato di consentire l'accertamento in via presuntiva del nesso di causalità"); Cass., sez. I, 31 gennaio 2014, n. 2123.

¹⁶ Da ultimo: Corte di Cassazione, 29 gennaio 2019, n. 2464.

¹⁷ Causa C-26/13, 30 aprile 2014.

¹⁸ Sul tema v. M. RABITTI, *La Corte di Giustizia tra scelte di mercato e interessi protetti*, in *I giudici e l'economia*, Torino, 2018, 459-487 e in *Persona e Mercato*, 4/2018, 220-235.

debolezza negoziale. In questo senso, ad esempio, la giurisprudenza ha dichiarato nullo il contratto atipico denominato “4you”¹⁹, sottolineando che la non meritevolezza deriva dallo sfruttamento - da parte degli operatori professionali in potenziale conflitto di interessi con il cliente - delle preoccupazioni previdenziali di quest’ultimo. Il prodotto viene infatti presentato senza evidenziare il rischio derivante dall’operazione²⁰, ma solo come massimamente adeguato alle esigenze di previdenza complementare perseguite dal cliente²¹.

4. Il rischio di “opportunismo del cliente”

Queste poche considerazioni appaiono tuttavia sufficienti per comprendere come lo sforzo di razionalizzazione dei regimi settoriali in vista di una funzionale tutela del cliente sia compito affidato al giudice del caso concreto il quale, in questa attività, ha conseguentemente e necessariamente una discrezionalità enorme, potendo: (i) selezionare il parametro del giudizio, individuando, cioè, la norma o il principio applicabile anche tra più norme possibili; (ii) stabilire quale sia l’oggetto del giudizio che viene a definirsi in base alle circostanze del caso concreto (qualità soggettive del cliente, tipologia di contratto, servizio, prodotto ecc.); (iii) definire il grado di tutela selezionando il rimedio più efficiente.

Il principio di effettività orienta poi il giudice alla ricerca del rimedio più adeguato alla reintegrazione dell’interesse leso e giuridicamente protetto²². La

¹⁹ Da ultimo, Cass. Civ., 7 febbraio 2019, n. 3679. Attraverso il contratto “4YOU”, la banca concede mutui ai propri clienti, ma la somma erogata è destinata all’acquisto di prodotti finanziari da parte dello stesso istituto bancario e solo successivamente il cliente dà mandato per acquistare in suo nome e per suo conto tali prodotti; questi vengono, poi, conferiti in pegno affinché la banca si garantisca l’esatto adempimento consistente nella restituzione delle somme concesse, stipulando altresì un contratto di assicurazione come ulteriore mezzo di garanzia.

²⁰ Si tratta di operazioni negoziali complesse di rischio e di unilaterale riattribuzione del rischio di impresa, in ordine alla gestione dei fondi comuni, in capo all’investitore.

²¹ In forza del quale la banca acquista immediatamente la disponibilità della somma erogata a mutuo da destinare all’acquisto di prodotti finanziari con conseguente mandato senza vincolo ad acquistare questi prodotti e lucra gli interessi restitutori, mentre il sottoscrittore matura, ma solo alla scadenza, il premio del proprio investimento, purché questi risulti attivo.

²² G. VETTORI, *L’attuazione del principio di effettività. Chi è come*, in *Persona e Mercato*, 2017, 196.

recentissima sentenza delle Sezioni Unite in materia di *claims made* ne è la prova più lampante, sebbene in altro ambito²³.

È, perciò, evidentemente necessario individuare meccanismi in grado di aiutare il giudice ad esercitare in modo corretto questa sfera di discrezionalità²⁴.

Ciò è tanto più urgente se si considera che la giurisprudenza inizia a occuparsi anche del rischio inverso: l'“opportunismo” del cliente, che traduce a mio avviso con una formulazione efficace, il principio di buona fede e il limite dell'abuso del diritto.

In questa direzione si pongono, da un lato, la sentenza delle Sezioni Unite, sul contratto monofirma²⁵; dall'altro, l'ordinanza di remissione alle Sezioni Unite in tema di nullità selettive²⁶.

Il primo tema è quello della necessità della sottoscrizione di un rappresentante dell'intermediario, ai fini del soddisfacimento del requisito formale imposto dall'art. 23 TUF, con riferimento ai “contratti c.d. quadro” relativi alla prestazione dei servizi di investimento, che prevede che i contratti debbano essere “redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti”.

L'importanza della questione è stata determinata dalla prassi di banche ed altri intermediari consistente nel redigere i contratti quadro in un doppio originale, uno dei quali - normalmente sottoscritto da un rappresentante dell'intermediario - destinato alla consegna al cliente, e l'altro - sottoscritto dal solo cliente - destinato ad essere trattenuto dall'intermediario. La *ratio*

²³ Cass., Sez. Un., 24 settembre 2018 n. 22437. Per un approfondimento, si rinvia a CORRIAS, *Le clause claims made. Dalle sezioni unite del 2016 a quelle del 2018: più conferme che smentite*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, 1, 147 e ss.

²⁴ VELLUZZI, *op. cit.*, 267, «(...) il giudice, pur compiendo delle scelte è tenuto a giustificarle: egli deve fornire ragioni a sostegno del suo operato argomentando in maniera plausibile “secondo diritto”. La discrezionalità è, nell'attività giudiziale, presente e ineliminabile; ciò impone la vigilanza, il controllo sul decisore e sulla decisione, ma la discrezionalità non va confusa con l'arbitrio, poiché chi decide discrezionalmente ricerca *a satisfactory compromise between different values* (Hart) ed è tenuto a darne adeguatamente conto».

²⁵ Cass., Sez. Un., 16 gennaio 2018, n. 898. La Corte è intervenuta sul tema della *forma informativa* nei contratti di investimento esprimendosi nel senso che “In tema d'intermediazione finanziaria, il requisito della forma scritta del contratto-quadro, posto a pena di nullità (azionabile dal solo cliente) dall'art. 23 d.lgs. n. 58 del 1998, va inteso non in senso strutturale, ma funzionale, avuto riguardo alla finalità di protezione dell'investitore assunta dalla norma, sicché tale requisito deve ritenersi rispettato ove il contratto sia redatto per iscritto e ne sia consegnata una copia al cliente, ed è sufficiente che vi sia la sottoscrizione di quest'ultimo, e non anche quella dell'intermediario, il cui consenso ben può desumersi alla stregua di comportamenti concludenti dallo stesso tenuti.”.

V. la nota di GUADAGNO in *Corr. Giur.*, 2018, 7, 929 e ss.

²⁶ Cass., 2 ottobre 2018, n. 23927.

della disposizione è individuata nell'interesse del cliente a vedersi assicurata la piena indicazione “degli specifici servizi forniti” e delle caratteristiche dell'operazione contrattuale²⁷.

Ora, secondo la Corte, a fronte della specificità della normativa, 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, sia necessaria ai fini della validità del contratto-quadro²⁸.

Trattandosi, dunque, di un neoformalismo collegato alla finalità di tutelare il cliente e a cui è associata una ipotesi di nullità relativa, la Corte ritiene che: “nella ricerca dell'interpretazione preferibile, siccome rispondente al complesso equilibrio tra interessi contrapposti, ove venga istituita dal legislatore una nullità relativa, come tale intesa a proteggere in via diretta ed immediata non un interesse generale, ma anzitutto l'interesse particolare, l'interprete deve essere attento a circoscrivere l'ambito della tutela privilegiata nei limiti in cui viene davvero coinvolto l'interesse protetto dalla nullità, determinandosi altrimenti conseguenze distorte o anche opportunistiche”²⁹.

L'opportunismo dell'investitore³⁰ torna nella discussione di gran moda sulle c.d. “nullità selettive” che la Cassazione, con la citata ordinanza 23927/2018, ha rimesso alle Sezioni Unite per stabilire se integri abuso del diritto l'esercizio dell'azione di nullità relativa di solo alcuni atti di acquisto di strumenti finanziari dipendenti dal medesimo contratto quadro affetto dal vizio di forma e non di altri. In questo caso, l'approccio utilizzato è di stampo funzionalistico, in quanto incentrato sullo scopo, giacché la posizione

²⁷ Della durata e della modalità di rinnovo del contratto e di modifica dello stesso, delle modalità proprie con cui si svolgeranno le singole operazioni, della periodicità, contenuti e documentazione da fornire in sede di rendicontazione.

²⁸ Cfr. E. TOSI, *Il contratto asimmetrico bancario e di investimento monofirma: la forma informativa e il problema della sottoscrizione unilaterale alla luce della lettura funzionale delle Sezioni Unite della Cassazione*, cit., 197 e ss.

²⁹ SU 898/2018.

³⁰ Sulla figura del c.d. investitore opportunistista non sussiste un'unanimità di vedute, ma la dottrina ha evidenziato come i maggiori problemi si pongono considerando opportunistista l'investitore che non si pone un problema di scelta, decidendo di impugnare o ratificare quell'atto di investimento sulla base della propria personale convenienza. Così MAFFEIS, *Nullità selettive: la “particolare rilevanza” di selezionare i rimedi calcolando i probabili vantaggi e il processo civile come contesa fra opportunisti*, in *Corr. Giur.*, 2019, 2, 177 e ss., al quale si rinvia per un approfondimento.

giuridica soggettiva non può essere guardata in una prospettiva puramente privatistica liberale classica, avendo anche una matrice pubblicistica³¹.

5. Un tentativo di soluzione

È evidente, all'esito di queste considerazioni, che ci si debba sforzare di individuare nuovi punti di equilibrio, da un lato, tra le opposte esigenze di garanzia degli investimenti operati dai privati con i loro risparmi (art. 47 Cost.) e di tutela dell'intermediario anche in relazione alla certezza dei mercati in materia di investimenti finanziari.

L'analisi sin qui condotta induce a ritenere opportuno procedere sul versante della regolazione per fare convergere in una direzione univoca le tutele.

Una via per ripensare l'equilibrio perduto potrebbe essere quella di cercare di combinare il piano della regolazione e della tutela contrattuale facendo ricorso ai principi generali condivisi per integrare lacune e per comporre le antinomie (quando c'è spazio per comporre) con quello della tutela contrattuale.

Ciò in una duplice direzione:

- (i) rafforzare forme di autoregolazione e co-regolazione (con ruolo proattivo delle Autorità indipendenti, nazionali ed europee) che introducano regole con valenza cross-settoriale in grado di creare un *Common Level Playing Field* per contratti bancari, assicurativi, finanziari comunque conclusi, affinché semplifichino la disciplina attuale armonizzandola per principi trasversali;
- (ii) sulla base di questa *Soft Law*, procedere:
 - con il "circolo regolatorio" per portare queste regole a livello europeo, sulla cui efficacia si è già detto sopra;
 - con contratti contenenti "clausole tipo" che integrino la disciplina settoriale verticale con regole di carattere orizzontale e condivise.

Per quanto riguarda questo ultimo aspetto, una via potrebbe essere quella di fare predisporre ad associazioni di categoria elenchi di clausole tipo in cui si assumano come rilevanti (una sorta di lista grigia) una serie di situazioni (che vengono così tipizzate) idonee a generare disinformazioni, conflitti di interesse e le si disciplini in via negoziale, cercando di prevenire i rischi di

³¹ RIZZUTI, *Nullità selettive e abuso del processo: la parola alle Sezioni Unite*, in *Corr. giur.*, 2019, 174-175.

disorientamento, ma, al contempo, responsabilizzando il cliente ad assumere scelte consapevoli senza abusare delle tutele a lui accordate.

Tutto ciò ha senso, in conclusione, se si condivide l'impressione che, per recuperare un minimo di razionalità in un quadro articolato e complesso, non sia possibile affidarsi solamente a un legislatore che appare ormai essenzialmente pragmatico. E che troppo spesso ragiona in termini tattici ma non di strategia.

La razionalizzazione del sistema risponde a una funzione che può in parte essere esercitata in via suppletiva dal giudice, purché non travalichi i suoi limiti, ma è anche un compito che grava, per la nostra parte, sulla dottrina. In questo senso, il libro di Antonella Antonucci ha il merito di guardare le questioni dalla giusta prospettiva.