

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

OTTOBRE/DICEMBRE

2016

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE SCIENTIFICA**

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,  
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,  
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO  
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO  
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO  
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA  
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA  
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,  
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,  
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA  
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

## **DIREZIONE ESECUTIVA**

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,  
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA  
SEMERARO

## **COMITATO EDITORIALE**

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,  
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,  
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA  
STANCA

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

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

**SEDE DELLA REDAZIONE**

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

## **Il “principio di graduazione” in cassazione (commento a Cass. 27 ottobre 2015 n. 21887)**

1. Con la sentenza 27 ottobre 2015 n. 21887 la Corte di cassazione è stata ancora una volta chiamata ad esprimersi sul “principio di graduazione” <sup>(1)</sup>, ossia sul principio secondo il quale differenti tipi di clienti devono fruire di diversi gradi di protezione (art. 6<sup>2</sup> TUF). L’importanza di questo principio nella regolazione del mercato finanziario è stata bene colta da quella dottrina che ha individuato in esso una *cornerstone* di tale regolazione <sup>(2)</sup>.

Non è questo il luogo per svolgere specifici approfondimenti sul punto. Qui è possibile solo ricordare il ruolo sistematico delicatissimo svolto dal principio di graduazione quale raccordo tra l’impostazione vetero liberista di ampia parte della disciplina codicistica del contratto – dominata dal principio di “autoresponsabilità” di ciascuna parte <sup>(3)</sup> – e gli interventi legislativi recenti, i quali sono sempre più sensibili alla necessità di rispondere alle incolmabili asimmetrie informative che affliggono il mercato.

2. Per cogliere con minore approssimazione il ruolo del principio di graduazione è necessario soffermarsi brevemente sull’impatto delle asimmetrie informative sulla nozione tradizionalmente ricevuta di “contratto” quale strumento a disposizione delle parti per dare veste giuridica vincolante ad operazioni economiche ritenute convenienti dai contraenti: le asimmetrie informative escludono alla radice il presupposto di fondo sul quale si basano i tradizionali dogmi della “santità” e dell’intrinseca “giustizia” del contratto. Tale presupposto di fondo è costituito dal principio dell’eguaglianza delle parti e dalla loro pari capacità di comprendere ed apprezzare gli interessi coinvolti nel contratto alla sola condizione che responsabilmente si preparino

---

<sup>1</sup> ) Il precedente cui si accenna nel testo è Cass. 29 maggio 2009, n. 12138, che si può leggere, tra gli altri, in *Foro it.*, 2010, I, 121 ss. con mia nota di commento.

<sup>2</sup> ) HUGHES, KATZ, *Investment firms – Wholesale sector*, in BLAIR, WALKER (curr.), *Financial Service Law*, Oxford, 2006, 397.

<sup>3</sup> ) BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*<sup>2</sup>, Torino, 1950, 160 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Contributo alla teoria del negozio giuridico*<sup>2</sup>, Napoli, ristampa 2006, 196 s.

alla conclusione del medesimo e alla realizzazione dell'affare con la scrupolosità necessaria a tal fine <sup>(4)</sup>.

L'intrinseca debolezza ed astrattezza di questo assunto non può sfuggire: i costi che la parte meno informata deve affrontare per colmare il gap che la divide dalla controparte, sono talmente elevati da rendere pressoché teorica la possibilità che il contratto sia effettivamente concluso ad "armi pari".

Dunque, le asimmetrie informative devono essere combattute perché si pongono in insanabile conflitto con il principio di eguaglianza, che è principio cardine di tutti gli ordinamenti occidentali e che sicuramente si configura come inderogabile principio di ordine pubblico dell'ordinamento interno italiano. Anzi, con riferimento a quest'ultimo è possibile aggiungere che le asimmetrie informative assumono rilevanza ai sensi del secondo comma dell'art. 3 Cost <sup>(5)</sup>. Esse, infatti, sono strettamente connesse all'odierna struttura economico-sociale, la quale si contraddistingue per la grande varietà e complessità dei beni e servizi offerti sul mercato, delle quali costituisce ad un tempo premessa e conseguenza la massima espansione della divisione del lavoro. Si sono così sviluppati più mercati, ciascuno con le sue specificità, che rendono particolarmente difficile a quanti non operino professionalmente nel singolo mercato concludere in condizioni di eguaglianza contratti con le controparti che operino professionalmente in quel mercato.

Ne segue che le asimmetrie informative costituiscono "*ostacoli di ordine economico sociale, che limitando di fatto la libertà e*

---

<sup>4</sup> ) Ne consegue, quale corollario, l'indifferenza – se non in casi assolutamente eccezionali (artt. 1447 s. c.c.) -dell'ordinamento per l'equilibrio economico del contratto: sui molti temi che sul punto si intersecano v. ALPA, *Il contratto in generale. Fonti, teorie, metodi*, Milano, 2014, 385 ss.

<sup>5</sup> ) I presupposti di fondo di questo approccio possono rinvenirsi in ALPA, *op. cit.*, 403 ss., il quale ricorda che tratto essenziale del mercato è costituito da relazioni tra persone, e che le relazioni tra persone possono pensarsi solo se vi sono delle regole – non importa, in prima approssimazione, quanto complesse e quale sia la fonte di tali regole - che le rendono possibili. Se poi ci si interroga su quali siano tali regole, la risposta è pressoché ovvia: quelle predisposte dall'ordinamento giuridico all'interno del quale hanno luogo le relazioni, le operazioni economiche sottintese nel contratto, "*in primis le regole previste dalla Costituzione*" (*op. cit.*, 406).

*l'eguaglianza dei cittadini, impediscono il pieno sviluppo della persona umana*" (art. 3 cost.) <sup>(6)</sup>.

Non può sfuggire la conseguenza di tali rilievi: una volta inserite nell'alveo dell'art. 3<sup>2</sup> Cost., contro le asimmetrie informative devono concentrarsi gli sforzi della "Repubblica" nel suo complesso, e dunque di tutti gli apparati di questa, della quale costituiscono espressioni fondamentali, sia le c.d. autorità indipendenti per la regolazione del mercato, sia l'autorità giudiziaria.

3. I rilievi sopra svolti consentono ulteriori significativi passi avanti.

In primo luogo occorre prendere atto che la normativa europea ha sempre tenuto conto che la complessità e la specificità del mercato finanziario sono tali da pretendere l'estensione della disciplina di tutela a tutti gli investitori, senza distinzioni tra persone fisiche, enti, grandi imprese ecc. Ciò è confermato dalla definizione di "*cliente*"

---

<sup>6</sup>) Le considerazioni sintetizzate nel testo meritano forse qualche chiarimento, dal momento che si discute sui termini dell'incidenza della Costituzione sulla libertà contrattuale. Nel testo si muove dal presupposto che i contratti costituiscano strumento indispensabile per "*il pieno sviluppo della persona umana*": in proposito non possono essere sottovalutati i contributi della dottrina che ha posto in luce come nel mercato si acquisiscano i beni e servizi necessari a definire la persona ed il suo modo di essere (v. ad es. COMMONS, *I fondamenti giuridici del capitalismo* (1924), tr. It., Bologna, 1981, 90 ss.; e GROSSI, *La proprietà e le proprietà nell'officina dello storico*, Napoli, 2006, spec. 96 ss. Per ulteriori rilievi sul punto rinvio a LA ROCCA, *Jus poenitendi e servizi di investimento (a margine di Cass. 3 aprile 2014 n. 7776)*, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 16, 2014). Le scelte di investimento finanziario, dal canto loro, sono decisive con riguardo alle aspettative di vita e alle aspirazioni future degli investitori. Anzi, sotto il profilo della tutela costituzionale occorre rammentare che il mercato finanziario rileva sotto più profili: mette conto infatti rammentare che investimenti rischiosi ed avventati, con conseguente distruzione di ricchezza, hanno pesanti ricadute negative non solo sul singolo investitore interessato, sulle sue aspettative di vita futura e dunque sulla sua persona (artt. 2 e 3 Cost.), ma anche sulla collettività che, direttamente ed indirettamente, non potrà più contare su quelle risorse per finanziare lo stato sociale: di qui la particolare tutela del risparmio (art. 47 cost.). Tutto ciò ha precise ricadute sull'art. 21, lett. a, TUF, il quale impone a quanti svolgono servizi di investimento di orientare la loro condotta sia alla salvaguardia dell'interesse del singolo cliente, sia alla salvaguardia dell'integrità del mercato sul presupposto che solo un mercato "integro", ossia nel quale i rischi sono sotto controllo, non distrugge risorse: la recente crisi, credo, ha escluso qualsiasi dubbio su questi aspetti.

offerta dal n. 10 dell'art. 4 dir. 2004/39/UE. Dunque, con riguardo ai contratti conclusi da tutte queste figure, che, alla stregua dell'art. ult. Cit., sono compresi nella locuzione “clienti”, si disapplicano i principi della parità delle parti, della loro “autoresponsabilità”, dell'affidamento da essi suscitato nelle rispettive controparti, che dominano il diritto contrattuale tradizionale.

A questa regola non si sottraggono certamente i potenziali “operatori qualificati”. Ciò vale sia durante il procedimento per il riconoscimento della qualifica, sia dopo il riconoscimento della natura “professionale” del cliente.

Per quanto riguarda il primo aspetto si veda l'allegato 2 della direttiva ult. Cit. e della direttiva 2014/65. In entrambe non si abilita l'intermediario a prestare fede alla mera richiesta proveniente dal cliente di essere inserito tra i clienti professionali, ma al contrario si impone al primo di verificare la sussistenza dell'effettiva preparazione del cliente a prescindere dalle sue dichiarazioni (v. ad es. par. II.2).

Per quanto riguarda la disciplina applicabile ai clienti professionali, occorre prendere atto che la normativa europea – che è la normativa apicale del settore, cui i giudici nazionali debbono far riferimento anche quale criterio ermeneutico della disciplina interna – è sempre stata univoca nel senso che il principio di graduazione non sconvolge mai completamente l'impianto normativo di base di massima tutela. Più precisamente, la normativa europea è sempre stata univoca nel senso che anche gli investitori muniti di “esperienza professionale”, hanno comunque diritto all'applicazione delle regole generali sullo svolgimento dei servizi di investimento, che nell'ordinamento interno sono dettate dall'art. 21 TUF.

Questo dato – inutilmente talora negato in dottrina e giurisprudenza a proposito dell'art. 31, reg. Consob n. 11522/98, con un curioso ribaltamento della gerarchia delle fonti – è confermato dall'art. 11, ISD, secondo il quale “*tali norme [ossia quelle dettate dagli stati membri per lo svolgimento dei servizi di investimento] devono essere applicate in modo da tenere conto della natura professionale della persona cui è fornito il servizio*”. Il tenore letterale della disposizione non lascia dubbi: anche alla persona munita di una particolare “*natura professionale*” devono comunque applicarsi le “*norme di comportamento*” sia pure tenendo conto della loro particolare qualità. Il principio è ribadito a chiare lettere dal *considerando* n. 86, dir.

2014/65/UE, secondo il quale “*Le misure destinate a proteggere gli investitori dovrebbero essere adeguate alle specificità di ciascuna categoria di investitori (clienti al dettaglio, professionali e controparti). Tuttavia, al fine di migliorare il quadro regolamentare applicabile alla prestazione di servizi a prescindere dalle categorie di clienti interessate, è opportuno chiarire che alle relazioni con qualsiasi cliente si applicano i principi dell’agire in modo onesto, equo e professionale e l’obbligo di essere corretti, chiari e non fuorvianti*”. Il *considerando* – può essere osservato incidentalmente – riproduce un principio corrente nella giurisprudenza d’oltreoceano <sup>(7)</sup>.

Alla regola dell’applicazione generalizzata dei principi riprodotti nell’art. 19, paragrafo 1, non fa eccezione l’impianto attualmente vigente, come è dimostrato dagli artt. 26 ss., dir. 2006/73/UE <sup>(8)</sup>.

La seconda considerazione, dettata dall’inserimento delle asimmetrie informative all’interno del perimetro di applicazione dell’art. 3<sup>2</sup> Cost., riguarda l’azione dell’autorità di vigilanza e della magistratura.

Con riguardo alla prima, l’art. 31, reg. 11522, potrebbe essere portato dai cultori dell’EAL quale esempio di disposizione inefficiente, che non dovrebbe essere mai emanata: con la sua sciattezza ha contribuito in modo decisivo ad incentivare condotte opportunistiche da parte degli intermediari e ad aumentare vertiginosamente il contenzioso. La vendita indiscriminata di derivati anche particolarmente complessi alla quasi totalità delle imprese italiane, anche piccole, compresi benzinai ed artigiani, è stata resa

---

<sup>7</sup> ) Cfr. *The Procter & Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities Corporation*, 1996 WL 249435 (S.D. Ohio), avente ad oggetto un contratto derivato particolarmente complesso. La corte, pur dando atto che le parti avevano contrattato “ad armi pari” e che avevano assunto le rispettive decisioni in base alle loro autonome conoscenze del mercato, ha affermato l’esistenza di un “*implied covenant of good faith and fair dealing*”, che impone alla parte dotata di “*superior knowledge of certain information ... not readily available to the other party*” di trasferire alla controparte dette informazioni (v. anche § 44). Sulla decisione v. FORSTER, *Derivatives: Procter & Gamble v. Bankers Trust. An analysis of the holdings and their potential impact*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 1996, 320 ss.

<sup>8</sup> ) Per l’analisi di queste norme rinvio a *La tutela dell’impresa nella contrattazione in strumenti derivati*, Padova, 2011, 192 ss.

possibile dall'art. 31 cit. Non a caso, dopo la sua abrogazione è caduta l'operatività in derivati.

Il risultato è stato quello di caricare sulle spalle della magistratura la necessità di arginare le conseguenze di una disposizione dettata da un'autorità di vigilanza o palesemente improvvida, o evidentemente catturata dai vigilati.

Non sempre questo obiettivo è stato efficacemente conseguito dalle corti. Molto spesso è mancata l'esatta percezione della finalità e delle implicazioni sostanziali del principio di graduazione. In particolare si è perso di vista che il cliente che opera non professionalmente nel mercato finanziario, deve procedere a forti investimenti per acquisire un'*expertise* tale da renderlo un "operatore qualificato". Per avere un'idea di questi costi che non sia rimessa solo al buon senso del lettore, è sufficiente scorrere l'allegato 2 della dir. 2004/39/UE: ivi si apprende che per il legislatore europeo solo un'impresa (ovviamente non bancaria) di dimensioni ragguardevoli può avere l'interesse e la forza economica di procedere ad importanti investimenti per acquisire competenze professionali sul mercato finanziario e divenire così "cliente professionale".

In altre parole, la qualità di operatore finanziario, di cliente professionale, lungi dall'essere una mera etichetta formale, equivale alla rinuncia, da parte dell'impresa non finanziaria o della persona fisica, ad una notevole parte dell'impalcatura normativa posta a sua tutela. Tale rinuncia, che se è inserita in un formulario predisposto dall'intermediario, ricade necessariamente nell'applicazione dell'art. 1341<sup>2</sup> c.c., deve ragionevolmente rispondere ad un preciso interesse del rinunciante, il quale in tanto procede alla rinuncia stessa in quanto evidentemente si propone di dar luogo ad un'intensa attività sui mercati finanziari: invero, solo un'attività particolarmente intensa su tali mercati può determinare un interesse dell'impresa non finanziaria o della persona fisica a concludere contratti sul mercato finanziario senza la "perdita di tempo" della normativa di protezione.

È evidente, a questo punto, che, quando invece nel singolo caso concreto l'operatività dell'operatore qualificato si sia limitata ad una sola operazione, seguita oppure no dalle famigerate "rinegoziazioni", o comunque da poche operazioni, per ciò solo sorge una presunzione a sfavore della genuinità della dichiarazione di operatore qualificato perché non è ragionevolmente plausibile che un'impresa abbia

affrontato i rilevanti costi fissi necessari per acquisire conoscenze professionali sul mercato finanziario e poi abbia utilizzato tali costose conoscenze per una sola o per poche operazioni. In questi casi, di fronte ad una condotta tanto irrazionale di un imprenditore, il giudice del merito non può rimanere inerte e prestarsi a facili elusioni della legge.

4. Questo aspetto non è sfuggito a Cass. 27 ottobre 2015 n. 21887. Più precisamente, alla cassazione non è sfuggito che la disapplicazione della normativa di tutela non può rappresentare, per l'impresa non finanziaria o la persona fisica, una sorta di tagliola, una sorta di inciampo casuale o non adeguatamente ponderato (e dunque ... *imputet sibi!*). Alla corte non è sfuggito che la disapplicazione (di una parte) della normativa di tutela deve rispondere ad un interesse razionale del cliente e deve, pertanto, essere da lui espressamente e ponderatamente richiesta in vista di un evidente interesse in tal senso.

Questa consapevolezza della corte emerge chiaramente laddove espressamente ribadisce che il giudice del rinvio dovrà accertare se il cliente, quand'anche di fatto in possesso dei requisiti di professionalità, abbia espressamente manifestato la volontà di essere reputato "operatore qualificato".

Come si è detto, con il venir meno dell'art. 31 reg. 11522/98 l'operatività in derivati è verticalmente caduta ed il relativo contenzioso va esaurendosi. Le due sentenze finora emesse dalla Corte di cassazione in materia – vale a dire quella in commento e la n. 12138/2009 sopra citata – lasciano tuttavia un segno destinato a durare oltre la specifica vicenda dell'operatore qualificato ai sensi dell'art. 31 cit.: la sentenza del 2009 ha statuito che le dichiarazioni con le quali il cliente non fa riferimento a fatti precisi, ma formula giudizi e ipotesi in ordine alla propria esperienza sul mercato finanziario non sono classificabili tra gli atti giuridici di diritto privato destinati a vincolare il dichiarante nel momento in cui giungono a conoscenza del destinatario secondo il combinato disposto degli artt. 1334, 1372 e 1324 c.c. Dichiarazioni di questo tipo esorbitano dalla tipologia di atti giuridici noti alla tradizione civilistica e disciplinati dagli articoli del codice appena richiamati, non già perché siano "dichiarazioni di scienza" in se neutre, ma perché non sono idonee a creare alcun affidamento nell'intermediario qualora egli sia a conoscenza, o

comunque possa desumere *aliunde* fatti potenzialmente idonei a smentire la dichiarazione del cliente: in definitiva, siamo di fronte ad una consequenziale applicazione della *Know your customer rule*.

La sentenza odierna statuisce che, anche prima della direttiva n. 39, la rinuncia da parte del cliente alla tutela massima prevista dalla legge deve essere espressa e consapevole, al pari – mette conto aggiungere - di qualsiasi rinuncia a diritti da parte del titolare.