

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2020

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

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

Nullità selettiva degli ordini di investimento ed «eccezione di buona fede»

SOMMARIO: 1. La nullità relativa del contratto per la prestazione dei servizi di investimento e il problema di un suo uso selettivo. – 2. I rimedi dell’intermediario per fronteggiare il comportamento opportunistico del cliente. – 3. Fine del dibattito intorno all’*exceptio doli generalis*. – 4. L’importanza delle clausole generali nel diritto del mercato dei capitali. – 5. Critica del criterio operativo individuato dalle Sezioni Unite. – 6. Dall’eccezione di buona fede all’*exceptio doli generalis*.

1. La nullità relativa del contratto per la prestazione dei servizi di investimento e il problema di un suo uso selettivo

Per «i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento» è richiesta la forma scritta (art. 23, comma 1°, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico delle disposizioni in materia finanziaria: d’ora in poi, “t.u.f.”)¹, secondo un contenuto analiticamente dettagliato dalla regolamentazione secondaria (con riferimento ai contratti con i clienti al dettaglio in generale e per quelli relativi alla gestione di portafogli in particolare, cfr. artt. 37, comma 3°, e 38, comma 1°, Regolamento Consob adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018, c.d. Regolamento Intermediari). L’inosservanza della forma prescritta comporta la nullità del contratto, che «può essere fatta valere solo dal cliente» (c.d. nullità relativa: art. 23, comma 3°, t.u.f.), considerato contraente debole del rapporto².

¹ Al rapporto dedotto in giudizio si applica l’art. 23 t.u.f. nella sua formulazione originaria, entrata in vigore il 1° luglio 1998: rispetto alla formulazione attuale non ci sono, tuttavia, modifiche degne di nota per ciò che qui rileva, sicché l’analisi vale sia per la norma utile nel giudizio che per quella attualmente in vigore.

² Sulla scorta delle indicazioni del c.d. “neoformalismo negoziale”: *ex multis*, in generale, S. PAGLIANTINI, *Forma e formalismo nel diritto europeo dei contratti*, Pisa, 2009 e E. MORELATO, *Nuovi requisiti di forma del contratto. Trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Padova, 2006, spec. cap. II; con specifico riferimento ai servizi di investimento, F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, spec. 230 ss., ma v. già R. LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari (prime note sul «neoformalismo» negoziale)*,

Criticata fin dalla sua prima introduzione nel settore dei servizi di investimento³, la norma appena descritta costituisce l'esito di un'estensione della scelta compiuta in precedenza in ambito bancario (cfr. gli artt. 117 e 127 d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385 – Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia: d'ora in poi, "t.u.b."), in un contesto, tuttavia, assai differente. Nei contratti di credito, infatti, l'indicazione del corrispettivo dovuto dal cliente per la quantità di denaro concessagli è essenziale; nel mercato dei capitali, di contro, l'indicazione dei costi del servizio di investimento assume minore rilevanza rispetto alla scelta circa il rischio e il rendimento dell'investimento che si intende intraprendere⁴. Di qui, la sensatezza della previsione più severa della nullità per vizio di forma nel settore bancario e la scarsa ragionevolezza della medesima sanzione nel mercato dei capitali.

Oltretutto, l'approccio normativo che affida al solo cliente la legittimazione ad agire in giudizio consente un uso opportunistico della nullità, volto a utilizzare la norma di protezione per una finalità differente da quella per la quale è stata prevista⁵.

In un tale contesto, la Corte di Cassazione a Sezioni Unite ha, pertanto, recentemente preso posizione in merito ad un simile comportamento. In un primo momento, ha impedito al cliente di ottenere gli effetti restitutori in merito a ordini di investimento che avevano comportato delle perdite, ritenendo valida la stipulazione del contratto per la prestazione dei servizi di investimento (c.d. contratto quadro) anche in presenza della sola firma del cliente (c.d. contratto

in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, I, 777; nella letteratura internazionale, per tutti, P. MANKOWSKI, *Information and Formal Requirements in EC Private Law*, in 13.6 *Eur. Rev. Priv. Law* (2005), 779.

³ La prima comparsa del requisito di forma scritta per il contratto quadro è dovuta all'art. 18 d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto Eurosim): sul punto, con i riferimenti delle critiche dottrinali in merito all'effettiva utilità di una simile previsione, A. PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in Id. (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 34 s.

⁴ A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*², Milano, 2017, 213 s.

⁵ Identificato nella letteratura economica con il concetto di *moral hazard*, tale qualifica del comportamento del cliente è frequente in letteratura: nel senso che ciò comporta strategie di *cherry picking*, per tutti, D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010, 17 ss.

mono-firma)⁶. Successivamente, con la sentenza 4 novembre 2019, n. 28314, la Corte ha neutralizzato l'uso selettivo della nullità del contratto quadro volto a ottenere gli effetti restitutori dei soli investimenti svantaggiosi, lasciando impregiudicati, di contro, gli investimenti profittevoli, indicando quando l'esercizio a far valere le nullità di protezione «possa e in quali limiti qualificarsi abusivo o contrario al canone, costituzionalmente fondato, della buona fede» (sentenza, par. 15.2)⁷. Peraltro, vale fin da subito osservare che, benché sia stato sottoscritto dagli investitori, nel giudizio di merito si è formato il giudicato sulla nullità del contratto quadro per difetto di forma; di qui, la considerazione della nullità del contratto quadro, sia nella sentenza delle Sezioni Unite in commento, che nel presente lavoro.

Da un diverso angolo visuale, pur sopravvivendo ancora nei tribunali «a causa dei tempi differiti delle controversie giudiziarie», i problemi relativi alla forma dei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento sono rilevanti soprattutto «in un mondo di “contratti di carta”», sicché paiono essere perlopiù un “fatto del passato” essendo tali contratti sempre più sostituiti dalla «pressoché totale digitalizzazione dei documenti contrattuali [che] dovrebbe [pertanto] escludere in radice l'eventualità della mancanza della sottoscrizione di una delle parti, così come di altre possibili disfunzioni nella formazione e conservazione dei documenti contrattuali»⁸. In altri termini, la sempre più diffusa prassi di adottare sistemi di *information technology* – che impediscono al personale dell'intermediario finanziario l'operatività in assenza di contratti quadro digitalizzati sottoscritti – ridimensiona la portata del problema⁹.

⁶ I principi enunciati dalla sentenza Cass. SS.UU., 16 gennaio 2018, n. 898, hanno trovato ulteriore conferma in pronunce successive: recentemente, Cass., 27 agosto 2019, n. 21750; con riferimento ai contratti bancari, Cass., 4 giugno 2018, n. 14243.

⁷ L'orientamento della Cassazione a Sezioni Unite ha già avuto seguito: cfr. Corte d'Appello di Lecce, 30 dicembre 2019, n. 582; Decisione ACF, 8 gennaio 2020, n. 2127; Decisione ACF, 2 marzo 2020, n. 2297.

⁸ Così D. SEMEGHINI in A. PERRONE (a cura di), *Il contratto “monofirma” e le Sezioni Unite della Cassazione. Un dialogo a più voci*, in *Orizzonti*, 2018, 7 s.

⁹ Il problema, tuttavia, non può dirsi eliminato del tutto nemmeno per il futuro. Oltre ai casi di intermediari che ancora non si avvalgono di tali sistemi, esistono, infatti, problemi differenti relativi all'utilizzo della tecnologica: ad esempio, i difetti relativi alla firma digitale del contratto quadro, oppure i *cyber-risk* che cancellino i

La sentenza 4 novembre 2019, n. 28314 risulta, nondimeno, di notevole interesse. Oltre a individuare un criterio per gestire le controversie non ancora definite nei tribunali, infatti, suggerisce, quale metodo per risolvere controversie tra clienti e intermediari, un maggior utilizzo nel mercato dei capitali di clausole generali previste anche dalla disciplina comune dei contratti, come il principio di buona fede.

La bontà di un simile approccio risulta, da ultimo, confermata dall'analisi critica del criterio utilizzato dalle Sezioni Unite: alla ricerca di una «soluzione di compromesso»¹⁰, infatti, la Corte ha individuato una soluzione che risulta meno adeguata rispetto ad una applicazione “pura” del principio di buona fede, come si avrà modo di dimostrare nel prosieguo.

2. I rimedi dell'intermediario per fronteggiare il comportamento opportunistico del cliente

In mancanza di un contratto quadro redatto per iscritto, il cliente ha spesso fatto un uso selettivo della nullità, invocando l'invalidità del contratto quadro per caducare unicamente gli investimenti svantaggiosi, lasciando impregiudicati, di contro, quelli profittevoli¹¹. Al fine di contrastare tale comportamento opportunistico, l'ordinamento giuridico offre all'intermediario finanziario una pluralità di misure.

In alcuni casi, l'intermediario ha proposto una domanda riconvenzionale di ripetizione, subordinata all'accoglimento della domanda di nullità del contratto quadro promossa dall'investitore, per

contratti digitalizzati o qualsiasi evento che impedisca il funzionamento dei *server* degli intermediari. Pur presenti, tali rischi paiono comunque assai meno probabili.

¹⁰ Così R. RORDORF, *Buona fede e nullità selettiva nei contratti d'investimento finanziario*, in *Questione giustizia*, 7 gennaio 2020.

¹¹ Infatti, è «la nullità di protezione, e non altre, che rende la dinamica selettiva anche solo *astrattamente ipotizzabile*. Fuori dalla categoria, il tema semplicemente non si dà», U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive»*. A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, spec. 842. Ad analogo esito è possibile pervenire nel caso di mancata indicazione del diritto di ripensamento *ex art. 30 t.u.f.* per i contratti stipulati “fuori sede”: con riferimento al comportamento opportunistico del cliente e alla nullità da omessa menzione del recesso, R. GHETTI, *Trasparenza, recesso e nullità nell'offerta fuori sede*, in *Banca imp. soc.*, 2015, spec. 243 s. e 253 ss.

ottenere l'estensione degli effetti della nullità del contratto quadro anche agli ordini di investimento non oggetto della domanda del cliente (e per quest'ultimo profittevoli). Una simile impostazione, nondimeno, non riscontra unanimità di consensi, con particolare riferimento all'ambito di operatività delle nullità di protezione. È stato anzitutto obiettato che l'estensione della nullità ad ordini non oggetto della domanda promossa dall'investitore si porrebbe in contrasto col principio della corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato: il giudice infatti non potrebbe estendere la declaratoria di nullità al contratto quadro quando la domanda è rivolta ai singoli ordini; né sarebbe possibile una «domanda riconvenzionale dell'intermediario» perché «egli non è legittimato a ciò»¹². Inoltre, l'intermediario dovrebbe unicamente subire gli effetti della dichiarazione di nullità selettiva in quanto la nullità di protezione opera esclusivamente a vantaggio del cliente, con la conseguente operatività piena, sia sostanziale che processuale, di tale regime giuridico: ragionando diversamente, si otterrebbe l'effetto di una sostanziale abrogazione dello speciale regime della nullità di protezione¹³. Tali obiezioni trascurano, tuttavia, la differenza tra la legittimazione a far valere la nullità e quella «a domandare le restituzioni conseguenti a un accertamento della nullità promosso dall'esclusivo titolare della relativa azione»¹⁴: se, da un lato,

¹² Così U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive». A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017*, cit., 835; per l'affermazione secondo cui «l'intermediario, alla luce del peculiare regime giuridico delle nullità di protezione, non può avvalersi degli effetti diretti di tale nullità e non è conseguentemente legittimato ad agire in via riconvenzionale od in via autonoma ex artt. 1422 e 2033 cod. civ.», Cass. SS.UU., 4 novembre 2019, n. 28314, par. 23.

¹³ In questo senso Cass., 27 aprile 2016, n. 8395, in *Corr. giur.*, 2016, 1110, con nota di A. TUCCI, *Conclusione del contratto e formalismo di protezione nei servizi di investimento*. In giurisprudenza, per il divieto della domanda riconvenzionale di ripetizione, v. anche: Trib. Torino, 12 febbraio 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 11 aprile 2008, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 31 maggio 2006, n. 6449, inedita.

¹⁴ Così A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori*. Less is more, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, spec. 541 e nt. 8; inoltre, per l'affermazione secondo cui «non v'è spazio per una valenza c.d. selettiva del giudicato sulla nullità del contratto quadro, giacché il soggetto legittimato a farla valere esaurisce il suo potere dispositivo, conseguente alla legittimazione relativa, nella decisione, libera e nella sua sola disponibilità, di proporre o meno l'azione di nullità», S. MONTICELLI, *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, spec. 165; nello stesso senso, M. GIROLAMI, *L'uso*

l'intermediario non è legittimato a far valere la nullità (e, pertanto, non sussiste una sostanziale abrogazione dello speciale regime della nullità di protezione), per altro verso, nulla vieta una sua domanda riconvenzionale di ripetizione, una volta che la nullità del contratto quadro sia stata dichiarata dal giudice¹⁵. Questo approccio risulta, peraltro, coerente con la circostanza che se la nullità è del contratto quadro, allora «l'inefficacia originaria di questo» dovrebbe necessariamente «trascinare con sé quella di tutti gli ordini esecutivi successivi», secondo il criterio che «*simul stabunt*, contratto-quadro ed ordini, *simul cadent*, non a motivo di una legittimazione relativa, decisiva soltanto quanto al fatto di agire in giudizio, ma in quanto, se il vizio dedotto impinge a monte, il caducarsi di tutti gli ordini è il risultato tratto da una “indicazione che trova la sua fonte di base nelle regole proprie del comune diritto contrattuale”»¹⁶.

In altri casi, l'intermediario ha chiesto il rigetto integrale dell'azione di nullità selettiva in forza di una qualifica del comportamento dell'investitore che considera solo alcuni degli ordini di investimento e non altri come convalida tacita del contratto quadro. In altri termini, la scelta di mantenere gli investimenti vantaggiosi manifesterebbe la volontà di giovare del contratto quadro¹⁷. Tale soluzione non dimostra, tuttavia, perché debba individuarsi una volontà contraria all'impugnazione di alcuni ordini di investimento nel «non-esercizio della nullità in relazione a [detti] ordini» e sconta l'obiezione secondo

selettivo della nullità di protezione: un falso problema?, in *Nuova giur. comm.*, 2020, spec. 157 e G. PETTI, *L'esercizio selettivo dell'azione di nullità verso il giudizio delle sezioni unite*, in *Contratti*, 2019, spec. 288.

¹⁵ In giurisprudenza, nel senso dell'ammissibilità della ripetizione dell'indebito, Cass. 16 marzo 2018, n. 6664; Cass. 6 giugno 2017, n. 14013; Cass. 3 giugno 2016, n. 11490; Trib. Monza, 19 febbraio 2008, in *www.ilcaso.it*; Trib. Sondrio, 26 maggio 2008, n. 208, inedita.

¹⁶ Così PAGLIANTINI, *Usi (ed abusi) di una concezione teleologica della forma: a proposito dei contratti bancari cc.dd. monofirma (tra legalità del caso e creatività giurisprudenziale)*, in *Contr.*, 2017, spec. 691, che fa riferimento a Cass. 23 maggio 2017, n. 12937; v. anche M. GIROLAMI, *op. cit.*, 156.

¹⁷ In questo senso Trib. Verona, 23 marzo 2010, inedita; Trib. Verona, 16 aprile 2009, in *www.ilcaso.it*. In generale, sulla convalida del contratto nullo nel caso di nullità relativa, S. MONTICELLI, *La recuperabilità del contratto nullo*, in *Notariato*, 2009, 174 e S. POLIDORI, *Nullità relativa e potere di convalida*, in *Rass. dir. civ.*, 2003, 931.

la quale pare difficile sostenere che «la convalida tacita di taluni ordini» conduca alla convalida «di quelli oggetto dell'azione di nullità»¹⁸.

Infine, gli effetti dell'accertamento della nullità selettiva sono stati paralizzati eccependo l'illegittimità del comportamento tenuto dal cliente, sulla base di un criterio che assume le vesti dell'eccezione di buona fede, di abuso del diritto o, ancora, di *exceptio doli generalis*¹⁹, sia pur con sfumature diverse, come si vedrà.

È con riferimento a quest'ultima ipotesi che si concentra la decisione della sentenza delle Sezioni Unite.

3. Fine del dibattito intorno all'*exceptio doli generalis*

L'uso selettivo della nullità da parte del cliente è sufficiente per consentire all'intermediario di opporre l'*exceptio doli generalis*, «secondo una lettura “correttiva” dell'art. 23, comma 3°, t.u.f. che impedisca di scindere le operazioni non coperte dal contratto quadro mancante»: così come avviene in materia di efficacia probatoria delle scritture contabili e di confessione (cfr., rispettivamente, gli artt. 2709 e 2734 c.c.), il cliente che voglia valersi della nullità deve estendere gli effetti restitutori a tutti gli ordini di investimento dipendenti dal contratto quadro viziato²⁰. Né vale obiettare che «nessuno sa come si fa» a «trovare l'investitore scorretto separandolo dall'investitore

¹⁸ In questo senso U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive»*. A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017, cit., 836 da cui le citazioni.

¹⁹ Sull'*exceptio doli generalis*, per tutti, G.B. PORTALE, *Lezioni di diritto comparato*², Torino, 2007, 154 ss. e, sostenendo che «con l'*exceptio* si assiste a un “diniego di effetti”: a livello di fattispecie concreta la regola di *jus strictum* non viene a trovare applicazione», A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, spec. 148, secondo cui è diffuso l'«inquadramento sistematico dell'*exceptio* nell'alveo della clausola generale di buona fede», identificata a sua volta secondo differenti contenuti (*ivi*, 160 s.).

²⁰ In questo senso A. PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, cit., 37 da cui la citazione. In giurisprudenza, ritenendo che «la condotta selettiva» del cliente relativa al vizio di forma di cui all'art. 23 t.u.f. «non sia coerente rispetto allo scopo perseguito dalla norma e violi i principi costituzionali di solidarietà e di giusto processo concretizzando, quindi, un abuso dell'azione», Trib. Torino, 11 febbraio 2011, in *www.dejure.it*; l'esperibilità dell'*exceptio doli generalis* era stata prospettata anche da Cass. ord. 17 maggio 2017, n. 12388, 12389, 12390.

corretto»²¹, ben potendosi individuare l'investitore scorretto non già solo se «stima di ottenere un guadagno dalla declaratoria di nullità»²², bensì quando tale stima sia dovuta ad un uso selettivo dello strumento di tutela.

Basato sul principio secondo cui chi vuol trarre vantaggio da una situazione deve anche sopportarne il relativo costo (secondo il brocardo *cuius commoda eius et incommoda*), un simile approccio risulta inoltre coerente con le esigenze di efficienza e di giustizia che fondano l'intervento del diritto nel mercato dei capitali. Consentire al cliente un uso selettivo della nullità, infatti, incentiva un suo comportamento di *moral hazard*, in base al quale intraprende investimenti con un grado di rischio superiore a quello ottimale, nell'ottica di poter beneficiare di più elevati guadagni, potendo, di contro, scaricare le eventuali perdite sull'intermediario in forza del rimedio invalidante. In termini finanziari, l'uso selettivo della nullità avrebbe gli effetti di una put option a costo zero a disposizione del cliente che incentiva comportamenti inefficienti²³. Inoltre, il trasferimento sugli intermediari degli esiti negativi di alcuni investimenti senza che ciò dipenda da specifici comportamenti in senso lato colposi di questi ultimi (es: nel caso di investimenti non appropriati, inadeguati o eseguiti in conflitto di interessi) comporta per essi un costo sproporzionato e trasforma così un'attività – quella di investimento – fisiologicamente rischiosa in un'attività priva di rischio, senza che il cliente paghi la relativa “copertura assicurativa”²⁴. Ciò implica, da ultimo, un'ingiusta allocazione delle risorse nel sistema: il costo della nullità selettiva, infatti, è scaricato dagli intermediari nel prezzo pagato da tutti i clienti per il servizio di investimento; il beneficio della nullità selettiva, di contro, è ottenuto solamente dagli investitori per i quali l'agire in giudizio risulti vantaggioso (e, quindi, solo dai più “facoltosi” il cui

²¹ Così D. MAFFEIS, *Nullità selettiva? Le Sezioni Unite e la buona fede dell'investitore nel processo*, Editoriale in *www.dirittobancario.it*, 2019, 1, ultimo accesso: 19 marzo 2020.

²² *Ibidem*, 1.

²³ D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, cit., 26 ss.

²⁴ D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, cit., 24 s.

beneficio – in caso di sentenza favorevole – supererebbe il costo del ricorso alla giustizia)²⁵.

Diversamente dalla riconvenzionale di ripetizione, l'*exceptio doli generalis* sollevata dall'intermediario avrebbe, comunque, unicamente effetti paralizzanti della pretesa del cliente, senza che vi sia quindi una restituzione degli ordini (sia negativi per il cliente, oggetto del giudizio, sia positivi per il cliente, non oggetto del giudizio).

Non mancano, tuttavia, obiezioni ad una simile impostazione. È stato sostenuto, infatti, che nel rapporto tra cliente e intermediario non debbano essere utilizzati i «parametri della correttezza e della buona fede di stampo “ordinario”», perché il rapporto tra i due contraenti non è di uguaglianza bensì di «disuguaglianza (formale)», sicché l'uso selettivo della nullità sarà abusivo solo «se la condotta a repressione della quale si valuta la proponibilità dell'*exceptio* sia deviante o, se si preferisce, “esorbitante” dalle coordinate normative che connotano la struttura protettiva del rimedio». La sola selettività, in questa prospettiva, «non può allora fondare l'*exceptio*»²⁶. Argomentando sulla base delle norme in tema di eccezioni del debitore nella disciplina dei titoli di credito e delle limitazioni al potere di rappresentanza degli amministratori di s.p.a. (rispettivamente, artt. 1993, comma 2°, e 2384, comma 2°, c.c.), questa interpretazione considera abusiva la nullità selettiva quando il cliente abbia “agito intenzionalmente a danno” dell'intermediario. Di qui, la necessità di dimostrare che il «contegno del cliente» sia tale da manifestare «i tratti dell'agire doloso e malizioso», come nel caso in cui il cliente «si precostituisca la facoltà di impugnare, ad esempio facendosi sostituire da altri in sede di

²⁵ In questo senso, nei termini di una *cross-subsidization*, D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, cit., 24 ss., spec. 30, sulla scorta di F. DENOZZA, *Il danno risarcibile tra benessere ed equità: dai massimi sistemi ai casi «Cirio» e «Parmalat»*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 345 ss.

²⁶ Così U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive»*. A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017, cit., 846 ss.; in senso analogo, D. MAFFEIS, *La forma responsabile verso le Sezioni Unite: nullità come sanzione civile per i contratti bancari e di investimento che non risultano sottoscritti dalla banca*, in *Contr.*, 2017, spec. 402 ss.; in giurisprudenza, Trib. Milano, 29 aprile 2015, in questa *Rivista*, 2016, II, 282.

sottoscrizione, allo scopo di poter invocare in seguito la natura apocriфа della firma»²⁷.

Anche questo approccio non è, tuttavia, esente da critiche: la limitazione dell'opponibilità dell'*exceptio doli generalis* alla valutazione della buona fede soggettiva del cliente esclude, infatti, ogni rilevanza alla oggettiva determinazione di un ingiustificato e sproporzionato sacrificio di una sola controparte contrattuale. Di qui, in alcuni casi, il ricorso alla categoria dell'abuso del diritto in mancanza della prova in merito alla buona fede soggettiva²⁸.

Con la sentenza 4 novembre 2019, n. 28314 la Corte pone fine al dibattito, ammettendo la possibilità per l'intermediario di opporre una eccezione (nelle parole del giudice, «l'eccezione di buona fede»: Sentenza, par. 24) quando il cliente, mediante un uso selettivo della nullità, agisce intenzionalmente a danno della controparte: non già, tuttavia, sulla base di una qualche condotta ulteriore del cliente rispetto all'uso selettivo della nullità, bensì più semplicemente quando «gli investimenti, relativi agli ordini non coinvolti dall'azione [di nullità], abbiano prodotto vantaggi economici per l'investitore» (Sentenza, par. 23)²⁹.

²⁷ Così U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive». A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017*, cit., 851; da ultimo, v. anche A. DOLMETTA, *All'essenza della nullità di protezione: l'operatività «a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass. SS.UU., n. 28314/2019, in questa *Rivista*, 2020, I, spec. 103.

²⁸ Come acutamente osservato, «le figure concettuali dell'*exceptio* e dell'abuso» sono connotate da «differenze non marginali: e non solo quella (scontata) per cui, diversamente dall'abuso, l'*exceptio* richiede di necessità una vicenda (in senso lato) intersoggettiva. L'abuso non impinge in un conflitto tra regole, ma attiene alle modalità di effettiva applicazione di una regola preformata; né possiede, tra i suoi tratti identificativi, un'intrinseca connotazione di *naturalis aequitas* (al di là della vaghezza propria di tale concetto; in *apicibus*, l'abuso pare piuttosto identificabile con il controllo sulla razionalità delle scelte decisionali interne all'esercizio di un diritto)», A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, cit., 157; sull'abuso del diritto, in generale, per tutti: in generale, A. GAMBARO, voce *Abuso del diritto* (diritto comparato e straniero), in *Enc. giur. Treccani*, I, Roma 1988, 1 ss. e, in particolare, P. MONTALENTI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, 873.

²⁹ Diversamente da quanto, perlopiù, è stato deciso in passato, quando si ammetteva la possibilità per «l'investitore ex art. 99 e 100 c.p.c.» di «selezionare il rilievo della nullità e rivolgerlo agli acquisti ... di prodotti finanziari dai quali si è ritenuto illegittimamente pregiudicato, essendo gli altri estranei al giudizio» e non si consentiva di estendere l'accertamento giudiziale «anche ad atti diversi da quelli verso

Pur non senza criticità relative al criterio operativo scelto (v. *infra*, par. 5), la decisione è da apprezzare per la volontà di impedire comportamenti opportunistici dell'investitore, fondati su una norma di trasparenza che in una prospettiva funzionale appare non facile da giustificare. La nullità per vizi del contratto quadro, infatti, comporta costi sproporzionati «rispetto ai ridotti benefici informativi per il cliente che l'imposizione della forma scritta è diretta a generare», soprattutto considerando che le perdite per il cliente dipendono in larga parte dalle scelte di investimento, anziché dalle peculiarità del rapporto contrattuale fissato nel contratto quadro³⁰.

4. *L'importanza delle clausole generali nel diritto del mercato dei capitali*

Da un punto di vista più generale, la scelta adottata dalla sentenza delle Sezioni Unite sollecita una riflessione in merito alle criticità della regolamentazione finanziaria. Al fine di paralizzare una pretesa fondata su una regola di dettaglio, infatti, la Corte ha fondato il proprio convincimento sull'utilizzo, nel caso concreto, di uno *standard*, identificato nell'eccezione di buona fede³¹. Nell'argomentazione

i quali la censura è rivolta»: così Cass., 27 aprile 2016, n. 8395. Nel senso della legittimità della nullità selettiva, v. anche: Trib. Milano, 29 aprile 2015, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, II, 282, con nota di G. BERTI DE MARINIS, *Nullità relativa, protezione del cliente ed interessi meritevoli di tutela*; Trib. Milano, 11 aprile 2008 in *www.ilcaso.it*; Trib. Torino, 12 febbraio 2007 in *www.ilcaso.it*. Non sono mancate, tuttavia, pronunce che ammettevano l'*exceptio doli generalis*: Trib. Torino, 7 marzo 2011, in *Corr. merito*, 2011, 699, con nota di M. D'AURIA, *Forma ad substantiam e uso selettivo della nullità nei contratti di investimento*.

³⁰ A. PERRONE, *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato?*, in *Banca imp. soc.*, 2008, spec. 402.

³¹ Per un'analisi della strategia normativa, per tutti, ai classici lavori di L. KAPLOW, *Rules versus standards: An economic analysis*, in 42 *Duke Law Journal* (1992), 557 e K. M. SULLIVAN, *Foreword: The Justices of Rules and Standards*, 106 *Harv. L. Rev.* (1992), 22, *adde*, più recentemente, F. SCHAUER, *Thinking like a Lawyer*, Harvard, 2009, spec. 188 ss. e, con riferimento agli studi relativi alla psicologia del comportamento, R. B. KOROBKIN, *Behavioral Analysis and Legal Form: Rules vs. Standards Revisited*, in 79 *Oregon L. Rev.* (2000), 23. Per un approfondimento sul cambio relativo all'orientamento dei giudici in merito alle clausole generali all'interno di tutto il diritto privato, A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, cit., 158 ss.

svolta, «il principio di buona fede [può] avere un ambito di operatività trasversale non limitata soltanto alla definizione del sistema di protezione del cliente, in particolare se gli strumenti normativi di riequilibrio possono essere utilizzati ... anche per arrecare un ingiustificato pregiudizio all'altra [parte], pur se applicate conformemente al paradigma legale» (Sentenza, par. 16).

Oltre al vantaggio della flessibilità della norma che si può così adattare più adeguatamente nel caso concreto e alla possibilità di soddisfare un'esigenza di giustizia commutativa³², un approccio orientato ad un maggior uso di clausole generale nel diritto del mercato dei capitali risulta, infatti, assai sensato se solo si volge lo sguardo al panorama normativo odierno.

L'elefantiasi della regolamentazione finanziaria – piena di regole di dettaglio – ha infatti condotto ad esiti non desiderati. Da un lato, se per i soggetti vigilati il costo di compliance si riduce mediante l'utilizzo della tecnologia (con il c.d. RegTech³³), per le autorità di vigilanza risulta più difficoltoso verificare il rispetto della normativa, con un disequilibrio nei rapporti di forza a favore dei primi³⁴. Sotto un diverso profilo, questo approccio normativo mal si concilia con la rapidità e mutevolezza della finanza, mostrando, in definitiva, i suoi limiti nei tribunali. Non pare, pertanto, priva di ragioni la diffusa esigenza di un ritorno a una regolamentazione *principles-based*³⁵, con l'ulteriore

³² Cfr. nota precedente.

³³ Acronimo di *regulatory technology*, ovverosia l'uso della tecnologia per efficientare l'attività di *compliance*. Per tutti, N. PACKIN, *RegTech, Compliance and Technology Judgment Rule*, in 93 *Chicago-Kent Law Review* (2018), 194.

³⁴ In questo senso, A. PERRONE, *La nuova vigilanza. RegTech e capitale umano*, in M. CIAN – C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Padova, 2020, 27, spec. 34 ss.. Il successo del RegTech come sistema per ridurre gli elevati costi di *compliance* è dimostrato dall'aumentare degli investimenti in questa tecnologia: «le spese globali in *RegTech* previste entro il 2022 saranno di 76 miliardi di dollari, in aumento dai 10,6 miliardi del 2017» (cfr. S. ARCUDI, *Pagamenti e digital lending, banche alla prova*, in *Il Sole 24 Ore*, 6 dicembre 2019, che riporta le parole di Artem Danko, associate partner di Kpmg Advisory).

³⁵ Per un'analisi delle differenti modalità di una regolamentazione *principles-based* e una comparazione col tradizionale modello di regolamentazione *rules-based*, J. BLACK, *Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation*, in 3 *Capital Markets Law Journal* (2008), 425 e A. I. ANAND, *Rules v. Principles as Approaches to Financial Market Regulation*, in 49 *Harvard ILJ Online* (2009), 111; *contra*, nel senso che una semplice, occasionale, contrapposizione al mercato di valori sCOORDINATI

vantaggio di consentire un esercizio del potere di vigilanza più discrezionale e pragmatico capace così di adattarsi al caso concreto³⁶.

In attesa di una modifica della *law on the books*, il sistema offre una “soluzione interna”, consistente nell’utilizzo dei principi generali³⁷. L’impiego di un simile strumento potrebbe prestarsi, tuttavia, ad abusi sollevando, pertanto, l’urgenza di un suo controllo. In tal senso, un aiuto perviene dal caso in esame. Il criterio proposto, infatti, trova il suo fondamento nei principi espressi dalle norme – già citate (*supra*, par. 3) – in materia di efficacia probatoria delle scritture contabili e di

tra loro, e con quelli propri dei meccanismi di mercato per il resto dominanti, non possa essere una strategia alla lunga fruttuosa, F. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un’analisi funzionale*, in *Riv. critica dir. priv.*, 2011, 379 ss.

³⁶ In questo senso, J. C. GIANCARLO, *Cryptocurrency: The Policy Challenges of Decentralized Revolution*, speech before the Cato Institute, (Apr. 12, 2016), in <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagiancarlo-14> (ultimo accesso: 19 marzo 2020), secondo un approccio utilizzato anche per l’attività del giudice: infatti, «nelle ‘clausole generali’ vi è una delega al giudice ... a ricercare ‘valori’ fuori dai rigidi confini dell’ordinamento positivo», P. RESCIGNO, *Appunti sulle “clausole generali”*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 1 s. Non mancano, peraltro, altre strade per raggiungere un esito analogo: «la valorizzazione di una *ratio* che domina logicamente anche i termini più generali, la possibilità di procedere a bilanciamenti, la valorizzazione della pluralità di concezioni dello stesso concetto, sono tutti strumenti con i quali l’interprete può arricchire il novero dei criteri di giudizio rilevanti e con essi gli strumenti di ragionamento a sua disposizione», F. DENOZZA, *Norme, principi e clausole generali nel diritto commerciale: un’analisi funzionale*, cit., 388.

³⁷ Pur differenziandosi dalle clausole generali e prescindendo da un’analisi approfondita dei due istituti – non oggetto del presente lavoro (sul punto, *ex multis*, cfr. S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1987, 709, spec. 721 e G. D’AMICO, *Rodotà e la stagione delle clausole generali*, in *Gius. civ.*, 2018, 129), anche i principi generali presentano le caratteristiche tipiche degli *standards* (nel suo significato – qui utilizzato – attribuitogli dall’analisi economica del diritto) e, in particolare, quella di consentire «all’ordinamento di adeguarsi alla progressiva evoluzione della realtà sociale, affidando al giudice un ampio potere di concretizzazione del contenuto precettivo delle norme giuridiche»: così, con riferimento alle clausole generali, C. M. BIANCA – S. PIATTI, *Lessico di diritto civile*, Milano, 2002, 125; in senso analogo, per tutti, N. LIPARI, *I civilisti e la certezza del diritto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2015, 1115, spec. 1129 ss. e A. DI MAJO, *Clausole generali e diritto delle obbligazioni*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1984, 539 s., nonché, nella manualistica, G. ALPA, *Istituzioni di diritto privato*, Torino, 2001, 61 e G. IUDICA – P. ZATTI, *Linguaggio e regole del diritto privato*, Padova, 2000, 31.

confessione (cfr., rispettivamente, gli artt. 2709 e 2734 c.c.), secondo una prospettiva che prescinde dalla buona fede soggettiva. D'altra parte, è risalente la distinzione secondo cui «quando si parla di abuso del diritto e di *exceptio doli* non ci si riferisce soltanto a quella sua manifestazione estrema ... che consiste nel fine esclusivo di nuocere ad altri», bensì, come già avveniva per il diritto romano, tale strumento è «utilizzato anche per neutralizzare un uso oggettivamente anormale del diritto, a prescindere da ogni indagine sugli stati soggettivi» e questa è «la direzione percorsa dalle più moderne e prevalenti concezioni dell'abuso del diritto»³⁸. Allo stesso modo, l'individuazione da parte del giudice di un qualsiasi principio generale per disciplinare una differente fattispecie dovrebbe richiedere a suo fondamento l'indicazione di una base positiva e di concordanti indici sistematici di conferma così da consentire un controllo sul suo utilizzo e impedire, per conseguenza, un suo possibile abuso³⁹. Con riferimento all'esercizio del potere di vigilanza da parte della competente autorità, invece, il rischio di un abuso della discrezionalità può essere adeguatamente gestito: con l'obbligo di motivazione, che garantisce *ex post* una corretta *accountability*; e, se del caso, con l'obbligo di pubblicare le motivazioni dei provvedimenti, che favorisce *ex ante* la prevedibilità dell'esercizio del potere di vigilanza.

5. Critica del criterio operativo individuato dalle Sezioni Unite

Al fine di valutare la legittimità del comportamento del cliente, il Collegio ha ricercato una soluzione che muovesse «dall'esigenza di non trascurare l'applicazione dei principi di buona fede e correttezza anche nell'esercizio dei diritti in sede giurisdizionale» (Sentenza, par. 15.2) per risolvere le criticità applicative che possano derivare dall'adozione di un regime di nullità relativa. Più in particolare, ha fornito un criterio operativo per individuare l'intento dell'investitore di arrecare un pregiudizio all'intermediario e, pertanto, per consentire a quest'ultimo di esperire l'eccezione di buona fede, così da «evitare che l'esercizio

³⁸ G. B. PORTALE, *Impugnativa di bilancio ed exceptio doli*, in *Giur. comm.*, 1982, I, spec. 421.

³⁹ In generale, evidenziano tale problematicità L. MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1986, spec. 18 s. e A. DI MAJO, *op. cit.*, 548.

dell'azione in sede giurisdizionale possa produrre effetti distorsivi ed estranei alla ratio riequilibratrice in funzione della quale lo strumento di tutela è stato introdotto» (Sentenza, par. 17).

In sintesi, l'intermediario può proporre l'eccezione di buona fede quando «gli investimenti, relativi agli ordini non coinvolti dall'azione [di nullità], abbiano prodotto vantaggi economici per l'investitore» (Sentenza, par. 23). Se tali vantaggi producono un rendimento economico superiore al pregiudizio confluito nel *petitum*, l'effetto paralizzante sarà totale. Qualora, invece, all'esito della comparazione tra gli ordini oggetto dell'azione di nullità e quelli esclusi, si determini comunque un danno per l'investitore, l'effetto paralizzante dell'eccezione opererà nei limiti del vantaggio ingiustificato conseguito (cfr. Sentenza, par. 22.3).

Apprezzabile quanto alla chiarezza operativa⁴⁰ (il giudice è, infatti, tenuto a svolgere un calcolo matematico, sia pur non senza problemi applicativi, come si dirà in seguito), il criterio individuato non sembra, tuttavia, esente da critiche, sia con riferimento all'argomentazione svolta, che in un'ottica pratica⁴¹.

Sotto un primo profilo, risulta difficile giustificare dogmaticamente il calcolo richiesto al giudice quando il rimedio previsto dalla legge è restitutorio e non risarcitorio⁴². Qualora, infatti, gli ordini esclusi dall'azione di nullità comportino un vantaggio per il cliente, il giudice dovrebbe “sottrarre” tale vantaggio dalla perdita lamentata nel *petitum*, con la conseguenza che per ottenere tale risultato ad esito del giudizio

⁴⁰ Come, peraltro, da intenzione del Collegio stesso: l'«operatività deve essere modulata e conformata dal principio di buona fede secondo un parametro da assumersi in modo univoco e coerente»: Sentenza, par. 22.2.

⁴¹ Sostenendo che «la regola è chiarissima: la regola è una sottrazione aritmetica. Non è chiaro però come e perché una sottrazione aritmetica costituisca applicazione della regola di buona fede», D. MAFFEIS, *Nullità selettiva? Le Sezioni Unite e la buona fede dell'investitore nel processo*, cit., 2; contesta, inoltre, la difformità tra la funzione attribuita dalle Sezioni Unite al principio di buona fede e il riscontro pratico del suo utilizzo, A. DOLMETTA, *All'essenza della nullità di protezione: l'operatività «a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass. SS.UU., n. 28314/2019, cit., 107 ss.

⁴² Per una critica dell'utilizzo in questo contesto di un principio tipico di una azione risarcitoria, nonché per l'evidenza di «conseguenze paradossali» di un simile ragionamento, S. MONTICELLI, *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, cit., 167; nello stesso senso, C. SCOGNAMIGLIO, *Le Sezioni Unite e le nullità selettive tra statuto normativo delle nullità di protezione ed eccezione di buona fede*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, spec. 180.

dovrebbe selezionare in modo artificioso e non senza problemi pratici alcuni investimenti svantaggiosi e non altri (oppure, in alternativa, dovrebbe pronunciare una sentenza di rigetto parziale: soluzione altrettanto difficile da giustificare dal punto di vista dogmatico). In altri termini, il criterio individuato dalla Corte pare trasformare de facto un rimedio restitutorio in un rimedio risarcitorio.

Un esempio aiuta a chiarire. Un cliente effettua tre investimenti: l'investimento A comporta un guadagno di 10; l'investimento B comporta una perdita di 10; l'investimento C comporta una perdita di 5. Agendo in giudizio, il cliente lamenta una perdita di 15 (10 di B e 5 di C). L'intermediario solleva un'eccezione di buona fede, allegando l'investimento A che ha fatto guadagnare 10 al cliente. Il giudice dovrebbe, a questo punto, calcolare vantaggi e perdite e otterrebbe, così, un saldo di 5 (esito del calcolo di $10 + 5 - 10$). Al fine di raggiungere tale risultato, il giudice dovrebbe quindi accertare la sola nullità dell'investimento C e non anche quella dell'investimento B: solamente così il cliente avrebbe indietro 5, restituendo l'investimento C. Una simile soluzione, tuttavia, comporta una "discriminazione" difficilmente giustificabile. E cosa succederebbe, inoltre, se gli investimenti positivi e negativi avessero un diverso importo? Supponiamo che l'investimento B comporti una perdita di 12, anziché di 10. In questo caso, il saldo sarebbe di 7 (esito del calcolo di $12 + 5 - 10$). Potrebbe il giudice, a questo punto, dichiarare la nullità, oltre che dell'investimento C, anche di una sola parte (i 2 che eccedono i 10) dell'investimento B?

Sotto un diverso profilo, il criterio operativo individuato presenta molteplici difficoltà operative, se considerato nella logica di un rimedio risarcitorio. Nel calcolo dei guadagni e delle perdite, il giudice deve prendere in considerazione tutti gli ordini di investimento effettuati da un cliente nel rapporto con l'intermediario oppure solo quelli per i quali non è scaduto il termine di prescrizione? Inoltre, il giudice deve tener conto dell'andamento di mercato e/o di fattori estranei al rapporto tra cliente e intermediario (es. la presenza di abusi di mercato che alterino il prezzo degli strumenti)? Per calcolare il valore degli strumenti

finanziari, il giudice deve considerare il prezzo al momento della domanda o alla data dell'eccezione?⁴³

6. Dall'eccezione di buona fede all'*exceptio doli generalis*

Nell'intento di favorire «la capacità dell'ordinamento di rispondere al problema di un'allocatione del risparmio che sia il più possibile funzionale allo sviluppo del sistema economico nel suo insieme e al benessere dei suoi protagonisti», rispettando, nel contempo, gli imperativi dello Stato di diritto con lo strumento della dogmatica giuridica⁴⁴, è possibile individuare una diversa eccezione da opporre per prevenire i comportamenti opportunistici degli investitori in seguito alle irregolarità del contratto quadro, in attesa che venga riformata tale norma su cui sorgono non pochi dubbi⁴⁵.

In questa prospettiva, permettere all'intermediario di opporre l'*exceptio doli generalis* in tutti i casi in cui il cliente fa un uso selettivo della nullità – con il conseguente rigetto della domanda promossa dal cliente – consente di giungere al medesimo risultato delle Sezioni Unite con un risparmio di costi⁴⁶.

⁴³ Alcune di tali problematiche sono evidenziate da G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite e "le nullità selettive" nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, Editoriale in *www.dirittobancario.it*, 2019, 5 (ultimo accesso: 19 marzo 2020); cfr. inoltre S. MONTICELLI, *La nullità selettiva secondo il canone delle Sezioni Unite: un responso fuori partitura*, cit., 168 e A. DOLMETTA, *All'essenza della nullità di protezione: l'operatività «a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di *Cass. SS.UU.*, n. 28314/2019, cit., 109.

⁴⁴ A. PERRONE, *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato?*, cit., 393.

⁴⁵ Per una critica circa la funzione della norma, cfr. *supra*, par. 1; nel senso della ragionevolezza *de lege ferenda* di una sostituzione della sanzione invalidante con un rimedio di tipo obbligatorio che tenga conto del nesso causale tra la mancata informazione e la scelta di investimento, se del caso con l'introduzione di una presunzione *iuris tantum* favorevole all'investitore in caso di mancanza del contratto quadro, A. PERRONE, *Regole di comportamento e tutele degli investitori*. Less is more, cit., 541 s.; per un possibile contrasto con la regola del c.d. divieto di *gold-plating*, prevista a livello europeo, A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*², cit., 213.

⁴⁶ In questo contesto l'*exceptio doli* intende paralizzare l'azione di restituzione – mediante un uso selettivo della nullità – e non già impedire l'azione di accertamento della nullità: il cliente, infatti, rimane libero di invocare la nullità del contratto quadro e chiedere, pertanto, la restituzione di tutti gli investimenti. L'*exceptio doli generalis*, infatti, «non mira ad ottenere né la dichiarazione d'inefficacia (in senso lato) d'un atto

Anche qui è sufficiente prospettare un esempio. Tornando all'ipotesi formulata poc'anzi (supra, par. 5), il cliente non agirà unicamente per chiedere di accertare la nullità dei soli due investimenti in perdita, sapendo che l'intermediario potrebbe paralizzare gli effetti della sua richiesta. Agirà, invece, in giudizio per chiedere la nullità di tutti gli ordini di investimento, ad esito di un'analisi costi/benefici compiuta da lui stesso, anziché dal giudice. Di conseguenza, restituirà gli investimenti A, B e C all'intermediario, in cambio di quanto versato (ottenendo così un vantaggio patrimoniale identificato, per compensazione, nel saldo tra guadagni e perdite: $10 + 5 - 10 = 5$).

Diversamente dal criterio proposto dalla Corte, un simile approccio presenta molteplici vantaggi: (1) è coerente con un rimedio restitutorio, perché il giudice ordinerebbe la restituzione di tutti gli investimenti, senza dover "ritagliare" ad hoc quanto basta per consentire la realizzazione del calcolo ottenuto in base al criterio proposto dalla sentenza delle Sezioni Unite; (2) evita i problemi applicativi evidenziati poc'anzi, poiché il calcolo è effettuato dal cliente e la sua valutazione degli investimenti – i.e. l'analisi costi/benefici relativa all'agire in giudizio per far accertare la nullità di tutti gli ordini di investimento – è

o negozio, né la condanna ad un risarcimento, bensì ... l'estinzione o comunque la reiezione della pretesa altrui»: G. L. PELLIZZI, voce «*Exceptio doli*», in *Noviss. Dig.*, VI, Torino, 1960, spec. 1077; in altri termini, un simile approccio introduce «una condizione alla legittimazione ex art. 23, comma 3°, t.u.f., consistente nell'inseparabilità delle operazioni priva di documento contrattuale alla base» [così, D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, cit., 82], così da non influire sulla validità del contratto, su cui, invece, rimane valida l'obiezione secondo la quale «la buona fede non può mai essere un criterio che decide dell'esistenza di un rapporto obbligatorio» [così L. MENGONI, *op. cit.*, 9]. Ben si comprende, così, la circostanza per la quale «spesse volte il rimedio dell'*exceptio doli* (o dell'abuso del diritto) [sia] stato utilizzato per paralizzare azioni di nullità di contratti per vizi di forma», sia in Italia che in altri paesi come la Germania: così G. B. PORTALE, *Impugnativa di bilancio ed exceptio doli*, cit., 415 e 420. Con esplicito riferimento alla fattispecie in esame, sostenendo che «il rigetto della domanda del cliente, motivato dall'arbitraria selezione degli investimenti effettuati, si esplicherebbe ... in una conservazione degli effetti patrimoniali del contratto invalido» così come avviene già con la relatività della legittimazione a favore del cliente, «seppur nel segno opposto: un contratto invalido che tuttavia dà precariamente luogo a conseguenze patrimoniali fintantoché il tutelato non prende iniziativa», D. SEMEGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, cit., 134 s.

personale e non soggetta a sindacato; (3) impedisce comportamenti opportunistici di un cliente che, potendo contare sulla nullità selettiva, sfrutti possibili precomprensioni da parte del giudice, poiché il criterio operativo proposto non è soggetto a interpretazioni difformi; (4) trasferisce l'onere del calcolo dal giudice al cliente, secondo una logica di efficienza, poiché il cliente ha più contezza dei propri investimenti⁴⁷ e ad esito dell'analisi costi/benefici potrebbe ritenere più conveniente mantenere tutti gli investimenti, anziché restituirli tutti, decidendo così di non agire in giudizio, risparmiando i costi della giustizia⁴⁸.

D'altra parte, non pare rilevante l'obiezione, fatta propria dal Collegio, secondo cui «ove si ritenga che l'uso selettivo delle nullità di protezione sia da stigmatizzare ex sé, come contrario alla buona fede, solo perché limitato ad alcuni ordini di acquisto, si determinerà un effetto sostanzialmente abrogativo del regime giuridico delle nullità di protezione, dal momento che si stabilisce un'equivalenza, senza alcuna verifica di effettività, tra uso selettivo delle nullità e violazione del canone di buona fede» (Sentenza, par. 22.2). Che non vi sia un effetto «sostanzialmente abrogativo del regime giuridico delle nullità di protezione» è evidente continuando l'esempio di cui sopra: nel caso in cui, come già riportato, il cliente abbia subito più perdite che guadagni, egli potrebbe, infatti, agire in giudizio e ottenere un beneficio patrimoniale consistente nel saldo tra perdite e guadagni; qualora, invece, il cliente dovesse ottenere più guadagni di perdite, il regime di nullità di protezione opererebbe comunque, impedendo all'intermediario di agire in giudizio per ottenere un saldo uguale e contrario rispetto all'ipotesi precedente. Di qui, il superamento

⁴⁷ In altri termini, nella scelta tra il potere conferito al giudice di paralizzare gli effetti di una eventuale nullità selettiva oppure quello attribuito al cliente di scegliere se agire in giudizio o meno invocando la nullità di tutti gli ordini di investimento, un simile approccio attribuisce l'opzione al secondo, identificato come c.d. *better chooser*, secondo la classica indicazione dell'analisi economica: sul punto, in generale, A. NICITA – R. PARDOLESI – M. RIZZOLLI, *Le opzioni nel mercato delle regole*, in *Mer. conc. reg.*, 2006, spec. 256.

⁴⁸ In tal contesto, il cliente è quindi il *cheapest cost avoider*, secondo la nota espressione di G. CALABRESI, *The Cost of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven, 1970, 135 ss. Un effetto deflattivo si può ottenere, per la verità, anche utilizzando il criterio individuato dalle Sezioni Unite: in questo senso, S. PAGLIANTINI, *L'irripetibilità virtuale della nullità di protezione nella cornice di un'eccezione ex fide bona*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, spec. 173.

dell'obiezione secondo cui «ove l'investitore dovesse scegliere tra il far valere la nullità dell'intero rapporto o subire, per evitare un maggior danno, la violazione dell'intermediario, ciò farebbe venire meno il carattere protettivo della nullità ed anche la funzione di tutelare l'integrità e la correttezza del mercato» (così, Sentenza p. 6): oltre a quanto già argomentato, infatti, l'intermediario che dovesse opporre l'*exceptio doli generalis* paralizzerebbe gli effetti della domanda del cliente, senza perciò ottenere un guadagno dal ricorso al giudice⁴⁹. Né vale obiettare che un simile criterio si porrebbe in contrasto con l'idea di una nullità di protezione: coerentemente con l'istituto, infatti, la ricostruzione proposta attribuisce la legittimazione esclusiva ad agire in giudizio al solo cliente⁵⁰; inoltre rispecchia con la funzione dell'istituto di operare senza detrimento dell'interesse privato del risparmiatore⁵¹, poiché egli non avrà mai uno svantaggio dall'agire in giudizio, vedendo, al più, paralizzati gli effetti della propria domanda (in termini matematici, salvo i costi legali o eventuali risarcimenti da lite temeraria, agendo in giudizio il cliente potrà ottenere un vantaggio patrimoniale che va da zero a infinito; non avrà mai un numero negativo – e, cioè, non dovrà mai restituire gli investimenti vantaggiosi, poiché l'intermediario non è legittimato ad agire in giudizio)⁵².

⁴⁹ Più in generale e riferendosi ad un'ipotesi classica di nullità (nella specie: la nullità di una delibera assembleare), per la replica all'obiezione secondo cui l'impiego dell'abuso del diritto – ma lo stesso vale per l'*exceptio doli* – potrebbe portare alla disapplicazione della norma che attribuisce anche alla parte di un contratto nullo l'azione per la dichiarazione di nullità dello stesso, G. B. PORTALE, *Impugnativa di bilancio ed exceptio doli*, cit., 423 s., nel senso che il dogma dell'assolutezza della nullità sia ormai incrinato.

⁵⁰ Occorre, nondimeno, precisare che, a prescindere dalla riproduzione testuale che attribuisce al giudice la facoltà di rilevare d'ufficio la nullità, tale possibilità è estesa a qualsiasi nullità di protezione prevista dalla legge: sul punto, Cass. SS.UU. 12 dicembre 2014, n. 26242 e, con la precisazione che il rilievo d'ufficio sia subordinato ad una manifestazione di interesse del legittimato, Cass. 22 ottobre 2018, n. 26614.

⁵¹ Evidenzia questa funzione U. MALVAGNA, *Nullità di protezione e nullità «selettive»*. A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017, cit., 848.

⁵² Come è stato efficacemente sintetizzato, poiché la «legittimazione è relativa» il «segno della condanna non può invertirsi»: D. MAFFEIS, *Nullità selettiva? Le Sezioni Unite e la buona fede dell'investitore nel processo*, cit., 2. Ad un esito analogo è possibile, per la verità, giungere mediante la diversa strada del rigetto della domanda

di nullità e conseguente restituzione di una parte degli ordini di investimento per inammissibilità della domanda stessa, fondando tale rigetto sulla base di un uso abusivo dello strumento processuale. Pur accolto in altro contesto (e cioè in tema di frazionamento del credito: cfr., *ex multis*, per l'individuazione dei casi in cui il frazionamento è legittimo e di quelli in cui, per contro, non lo è, Cass. 7 marzo 2019, n. 6591; v. anche Cass. 9 marzo 2015, n. 4702), un simile approccio risulta essere, tuttavia, meno lineare, come dimostrato dalla presa di posizione di Cass., 27 aprile 2016, n. 8395 al riguardo. Per altro verso, l'*exceptio doli* può anche essere sollevata d'ufficio: nel senso della possibilità di un rilievo officioso, «in coerenza con il principio per cui le eccezioni sono di regola rilevabili d'ufficio», salva l'allegazione da parte dell'intermediario delle circostanze sulle quali si basa l'eccezione, V. PISAPIA, *Intermediazione finanziaria: le Sezioni Unite sull'uso selettivo della nullità di protezione*, in www.dirittobancario.it (ultimo accesso: 19 marzo 2020), secondo un'interpretazione coerente con le parole della Sentenza secondo la quale l'eccezione di buona fede «non è configurabile come eccezione in senso stretto non agendo sui fatti costitutivi dell'azione (di nullità) dalla quale scaturiscono gli effetti restitutori, ma sulle modalità di esercizio dei poteri endocontrattuali delle parti. Deve essere, tuttavia, oggetto di specifica allegazione»; nello stesso senso, favorevole alla rilevabilità d'ufficio perché «l'*exceptio* concerne per definizione non fatti, ma regole» ed «è in grado di prevalere, in tesi, sull'applicazione effettiva di una norma di *jus strictum*», A. DOLMETTA, *Exceptio doli generalis*, cit., 148.