

**L’“OBBLIGO DI SERVIRE AL MEGLIO GLI INTERESSI
DEI CLIENTI” IN CASSAZIONE (ART. 21 TUF).**

Nota a Cass. 29864/2011

GIOACCHINO LA ROCCA

1. Cass. 29 dicembre 2011, n. 29864, in *IlCaso.it*, I, 7383, offre un contributo notevole alla riflessione sul contratto tra intermediari finanziari e clienti. Essa si sofferma sul momento tipizzante di tale contratto: l’obbligo gravante sull’intermediario ex artt. 19, dir. 2004/39 e 21, lett. a, tuf, di “*servire al meglio gli interessi dei clienti*”, secondo la formula introdotta dalla Mifid senza sostanzialmente innovare il contenuto precettivo già presente nella ISD.

Tale obbligo – si legge in par. 7 della motivazione - “*implica che l’intermediario ... debba farsi carico, prima di eseguire gli ordini di negoziazione, d’informare [il cliente] e di verificare il livello di consapevolezza del rischio da parte di quest’ultimo e l’adeguatezza dell’operazione rispetto alla sua situazione finanziaria, ai suoi obiettivi di investimento ed alla sua propensione al rischio*”.

Sono parole di grande importanza. La cassazione infatti afferma che l’obbligo dell’intermediario di “*verificare ... l’adeguatezza dell’operazione*” di investimento si applica non solo ai servizi di gestione e di consulenza, ma anche al servizio di negoziazione. In altre parole, la cassazione esclude che gli artt. 39 e 40 reg. consob n.16190/07 siano in grado di limitare la valutazione di adeguatezza ai soli servizi di gestione di portafogli e di consulenza. Al contrario, tale valutazione deve aver luogo anche nel servizio di negoziazione, dal momento che essa – questo è il senso della decisione in esame – rientra i comportamenti attraverso i quali si inverte l’obbligo posto a carico dei “soggetti abilitati” (art. 21 tuf), ovvero delle “imprese di investimento” (art. 19 dir.), di “*servire al meglio gli interessi*

dei clienti”. Nella negoziazione – specifica la sentenza – la valutazione di adeguatezza deve ripercorrere il contenuto tipizzato nell’art. 39 cit., in quanto deve aver riguardo “*alla situazione finanziaria, agli obiettivi di investimento ed alla propensione al rischio*” del cliente.

2. “*Servire al meglio gli interessi dei clienti*” è una clausola generale, ossia è un esempio di tecnica legislativa caratterizzata dall’utilizzazione di parole (nella specie: “*servire al meglio gli interessi*”) dotate di un centro semantico indeterminato particolarmente ampio (GUARNERI, *Clausola generale*, in *Digesto IV*, sez. civ., II, 1988, 403 ss.). È compito del giudice trasformare le clausole generali in precetti specifici: è un momento particolarmente importante e delicato del contributo sapienziale offerto dalla giurisprudenza di ogni epoca nella regolazione dei rapporti umani.

L’importanza della giurisprudenza sotto tale profilo è, tuttavia, occultata dall’idea – di matrice positivista e maggiormente incombente nella *civil law*, piuttosto che nella *common law* (v. MONATERI, *La giurisprudenza*, in AA.VV., *Le fonti del diritto italiano*, 2, *Le fonti non scritte e l’interpretazione*, Torino, 1999, 490 ss., 502) - che le decisioni giudiziali debbano trovare il loro fondamento in norme predeterminate che escludano margini di discrezionalità del giudice (HART, *Il concetto di diritto* [1961], ed. it., Torino, 1991, 16). In realtà, da tempo domina la consapevolezza che “le idee del positivismo classico sul rapporto tra giudizio e legge sono ... imperfette” e che “ogni interpretazione è già una decisione e cioè una scelta tra diverse possibili valutazioni” (WIEACKER, *Legge e arte giudiziale*, in *Studi in memoria di Lorenzo Mossa*, Padova, 1961, III, 617 ss.).

Tale preoccupazione si acuisce di fronte alle clausole generali, dove il giudice è chiamato in modo particolarmente incisivo a formulare la regola concreta. Più precisamente: mentre il giudice di fatto effettua scelte valutative ogni volta che procede all’interpretazione di una qualsiasi disposizione, a causa dell’ineliminabile vaghezza del linguaggio, nel caso delle clausole generali tale attività del giudice è “voluta” e programmata dal legislatore in virtù della particolare tecnica legislativa utilizzata (RODOTA’, *Il tempo delle clausole generali*, in *Il principio di buona fede*, cit., 247 ss., 266). Di qui l’esigenza - particolarmente avvertita in un ordinamento che almeno sul piano formale appare contraddistinto da un apparato di fonti del diritto

to fortemente statizzato (artt. 1 ss. disp. Prel. C.c.) - che l'operazione condotta dal giudice in questi casi sia coerente con il quadro legislativo esistente (CASTRONOVO, *L'evoluzione delle clausole generali*, in *Il principio di buona fede*, Milano, 1987, 19 ss.; BELVEDERE, *Le clausole generali tra interpretazione e produzione di norme*, in *Pol. Dir.* 1988, 631 ss.) in quanto da quest'ultimo – ed in particolare dalla Costituzione, affiancata ormai dalla legislazione europea - il giudice deve attingere i valori che debbono ispirare la sua decisione (v. ancora WIEACKER, *op. cit.*, 624; RODOTA', *op. cit.*, 261). In questa prospettiva si comprende la necessità che la decisione assunta dal giudice sulla base di una clausola generale sia assistita da “una affilata tecnica argomentativa” e da “una solida coscienza dei fini” (MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Il principio di buona fede*, cit., 5 ss.).

3. Se questo è il contesto nel quale operano le clausole generali, una prima conferma di Cass. 29864/11 può trarsi dallo stesso art. 21 tuf, il quale impone il rispetto della clausola generale in esame, come pure dell'altra clausola generale ivi contenuta (“*integrità del mercato*”), nella “*prestazione dei servizi di investimento e accessori*”: dunque, secondo l'art. 21 tuf tutti i servizi di investimento, non solo alcuni, devono essere svolti al fine di “*servire al meglio gli interessi dei clienti*”.

Quanto al significato concreto attribuito alla clausola generale in esame viene in evidenza il considerando n. 81, dir. 2006/73. In esso si legge che “*se l'impresa di investimento fornisce una consulenza generica ad un cliente in merito ad un tipo di strumento finanziario che essa presenta come adatto per tale cliente, considerate le sue particolari caratteristiche, e tale consulenza non è in realtà adeguata per tale cliente o non è basata sulla considerazione delle sue caratteristiche, in funzione delle circostanze di ciascun caso, è probabile che l'impresa ... violi l'obbligo di cui all'articolo 19, paragrafo 1, di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei suoi clienti*”.

Questo “considerando” riveste particolare importanza per più versi. In particolare ora interessa la diretta relazione da esso stabilita tra la valutazione di “adeguatezza” e la clausola generale in esame (“*servire al meglio gli interessi dei clienti*”).

Il *considerando* cit. conferma che la clausola generale *de qua* ha ragionevole attuazione solo se gli intermediari control-

lano che gli investimenti del cliente siano “*adeguati*”, ossia “*adatti per tale cliente, considerate le sue particolari caratteristiche ... in funzione delle circostanze di ciascun caso*”. D’altra parte, solo in presenza di tale presidio può dirsi effettivamente realizzato il precetto costituzionale di “*tutela del risparmio in tutte le sue forme*” (art. 47 cost), ivi compresa, dunque, la forma di risparmio consistente nell’investimento nel mercato mobiliare. Altrimenti non si saprebbe dire come tale “*tutela del risparmio in tutte le sue forme*” possa andare a beneficio concreto e diretto del singolo investitore, ossia di quella singola “*persona*”, che l’ordinamento comunitario, non diversamente dall’art. 2 Cost., pone “*al centro della sua azione*” (v. Carta dei diritti fondamentali UE, 18 dicembre 2000, preambolo).

Dunque, ordinamento comunitario ed interno convergono nel pretendere una tutela del singolo cliente “*in funzione delle circostanze di ciascun caso*”.

Attraverso la clausola generale in discorso, la legislazione europea ha affiancato al controllo pubblico un controllo di natura privatistica. In particolare, la tutela dell’investitore è stata assegnata all’intermediario finanziario conformando il rapporto tra le parti sullo schema dell’*agency* (v. anche per riferimenti SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 118 ss.), ossia sullo schema di quella peculiare relazione in cui una parte (l’*agent*, nella specie l’intermediario finanziario) è chiamata ad agire nell’interesse dell’altra (il *principal*, l’investitore) in un contesto caratterizzato da particolari incertezze e rischi, nel quale le decisioni possono essere assunte a ragion veduta solo da chi sia in possesso della necessaria preparazione professionale (v. KNIGHT, *Rischio, incertezza e profitto* (1920), trad. it., Firenze, 1960, 200 ss.).

4. Si delinea così la logica sottesa alla regola operativa imposta all’intermediario: in qualità di *agent* deve perseguire gli interessi del cliente valutando l’adeguatezza degli investimenti in funzione di ciascun caso concreto.

Lo strumento munito della flessibilità necessaria per regolare una fattispecie così mutevole è, per l’appunto, la clausola generale (cfr. ENGLISH, *Introduzione al pensiero giuridico* (1956), Milano, 1970, 197). Quel che qui interessa è che “l’uso delle clausole generali serve a consentire l’ingresso nel mondo del diritto a principi o criteri extralegislativi” (DI MAJO, *Clausole*

generali e diritto delle obbligazioni, in *Riv. Critica dir. priv.*, 1984, 539 ss.).

Nella fattispecie la realtà extralegislativa di riferimento è costituita dal mercato mobiliare e dalla funzione in esso svolta dagli intermediari: nella dinamica del mercato dei capitali questi ultimi costituiscono un costo transattivo ed hanno quindi una giustificazione economica solo se contribuiscono ad indirizzare il risparmio verso gli investimenti più rispondenti all'interesse del cliente (v. ad es. SAUNDERS, CORNETT, ANOLLI, *Economia degli intermediari finanziari*², ed. it., Milano, 2008, 28 ss.; FORESTIERI, MOTTURA, *Il sistema finanziario*³, Milano, 2002, 227 ss.) e comunque nel rispetto della “*integrità del mercato finanziario*”. Questa ulteriore clausola generale posta nell'art. 21 lett. a – ancora negletta in giurisprudenza e dottrina – ha una funzione integrativa della prima: il perseguimento dell'interesse del cliente deve comunque essere coerente con la salvaguardia dell'integrità del mercato e si traduce nella preferenza verso investimenti non rischiosi (alcuni spunti in M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009, 138 ss.; LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011, 210 ss.).

5. Dunque, la struttura del mercato mobiliare acquista rilevanza giuridica grazie alla clausola generale in esame. Tale mercato è caratterizzato dall'estrema varietà dei “beni” ivi negoziati: gli strumenti finanziari. Essi si caratterizzano per il fatto che la prestazione di volta in volta prevista a favore degli investitori è soggetta a variabili numerose e mutevoli per ciascuna emissione anche se proveniente da uno stesso emittente (riferimenti in LA ROCCA, *Lo “strumento finanziario” in cassetta*, in *Foro it.*, 2012, I, 2430).

Gli economisti traducono tutto ciò affermando che di fatto questo mercato non produce di per se informazioni utili per gli operatori non professionali. Tale rilievo è alla base di un'altra affermazione notevole di Cass. 29864/11, allorché essa ribadisce che un precedente acquisto di “titoli a rischio” da parte di un cliente, non rende il medesimo un esperto in materia e non esonera l'intermediario dal rispetto dell'art. 21. A conferma di questo assunto è sufficiente osservare che la rischiosità di un titolo dipende dalla complessità delle condizioni cui è subordi-

nata la prestazione promessa al risparmiatore. Ammesso che quest'ultimo abbia fatto esperienza delle variabili implicite in un dato titolo, nulla può sapere della complessità e della natura delle variabili implicite in un diverso titolo.

6. Non sfugge a questo punto l'importanza della clausola generale in discorso: attraverso di essa la struttura del mercato mobiliare e la funzione ancillare agli investimenti in esso assegnata agli intermediari mobiliari assumono rilevanza giuridica in vista di un ordinamento economico sociale fondato, non già – si badi bene – su una sorta di paternalismo moralisteggiante, ma sull'efficienza economica complessiva del sistema: solo se il risparmio è “con cognizione di causa” (v. ancora art. 19, cit., par. 3) indirizzato verso investimenti che non distruggano risorse, potrà realizzarsi quella crescita economica non effimera in grado di sostenere lo stato sociale. Solo una crescita economica di questo tipo può offrire “maggiori risorse per l'assistenza medica e il controllo dell'inquinamento, istruzione universale per i bambini e pensioni statali per gli anziani” (SAMUELSON, NORDHAUS, *Economia*¹⁷, Milano, 2002, 553 ss.).

In tale prospettiva ben si comprende l'importanza del binomio costituito dalle due clausole generali contenute nell'art. 21 lett. a tuf: obbligo di “*servire al meglio gli interessi dei clienti*” e “*integrità del mercato*” finanziario sono funzionali ad un ben definito disegno di “ordine pubblico economico” radicato nella legislazione europea e mirante in definitiva alla tenuta stessa del sistema economico, che ha negli investimenti la sua condizione di sopravvivenza. Più precisamente, tale binomio costituisce il meccanismo giuridico attraverso il quale quel disegno di “ordine pubblico economico” si inverte nella concretezza dei singoli rapporti giuridici che si instaurano nel mercato finanziario.

Di qui l'importanza della sentenza in esame: essa interviene sul mercato mobiliare trasmettendo incentivi agli intermediari finanziari affinché scorraggino investimenti rischiosi in considerazione del fatto che, in caso di esito negativo di tali investimenti, saranno chiamati a risarcire i danni subiti dall'investitore se non proveranno di averlo informato “in modo chiaro e non fuorviante” (art. 19, par. 2, dir. 2004/39) circa la rischiosità ed inadeguatezza dell'investimento.

Questa incidenza della giurisprudenza sulle condotte di mercato è assolutamente fisiologica dal momento che il mercato è un insieme di relazioni sociali, che in quanto tali sono necessa-

riamente sorrette da regole (per una recente rivisitazione della nozione di “mercato” v. VISENTINI, *Il futuro del capitalismo in Europa: etica principi regole*, in DE LUCA, FITOUSSI, MCCORMICK (cur.), *Capitalismo prossimo venturo: etica regole prassi*, Milano, 2010, 77 ss.). È per l'appunto la funzione propria della giurisprudenza definire tali regole. Essa è un cruciale regolatore del mercato: un illustre autore (COFFEE Jr., *Gatekeepers*, Oxford, 2006, 55 ss.) ha collegato la gran quantità di irregolarità finanziarie emerse negli Stati Uniti agli inizi degli anni 2000 (tra le quali gli scandali Enron e Worldcom sono solo due esempi) anche con un mutamento della giurisprudenza della Corte Suprema che nel 1991 ha alleviato la responsabilità dei revisori.

7. Sul piano civilistico Cass. 29864/11 ha ricadute notevoli: da tempo la dottrina ha osservato come il contratto tra intermediari finanziari e clienti si sottragga alla logica dello scambio (Cfr. GUIZZI, *Mercato finanziario, Enc. Dir.*, Aggiornamento, V, Milano, 2001, 744 ss., 747; MAFFEIS, *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Torino, 2011, 48 ss.), che ispira la disciplina generale del contratto dettata nel codice civile (cfr. ad es. BENEDETTI, *Il diritto comune dei contratti e degli atti unilaterali*, Napoli, 1997, 56 ss.; ADDIS, *Le eccezioni dilatorie*, in ROPPO (cur.), *Trattato del contratto*, 5, *Rimedi 2*, Milano, 2006, 413 ss.).

Tale visione del contratto di intermediazione mobiliare è oggettivamente confermata dalla Cassazione: non vi sono più due parti, dotate di pari capacità di apprezzamento del proprio interesse, che si scambiano beni, ma una parte deve perseguire l'interesse dell'altra anche a scapito del proprio.

Ed ancora: alla stregua di Cass. 29864/11, l'intermediario, che deve valutare autonomamente la congruenza delle decisioni del cliente agli interessi dello stesso (nella salvaguardia della “integrità del mercato”), non corrisponde ad un mandatario, il quale invece di regola è vincolato all'autonomia decisionale del *dominus* (rinvio per questi aspetti al mio *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civili-stiche*, che può leggersi anche su questa rivista *on line*).

Per altro verso, la stessa decisione in esame esclude esplicitamente che il principio di buona fede – immanente nella composizione codicistica degli interessi privati in conflitto – nella fattispecie operi. Sotto questo profilo la sentenza in commento deve essere collegata con Cass. 25 giugno 2008, n. 17341, in

Foro it., 2009, I, 188, nella cui motivazione la Suprema Corte affermò che l'art. 21 tuf assoggetta “la prestazione dei servizi di investimento ad una disciplina diversa e più intensa rispetto a quella discendente dall'applicazione delle regole di correttezza previste dal codice civile” (v. altresì sul tema il mio *Sezione prima vs. Sezioni Unite: differenti visioni del diritto dei contratti del mercato finanziario in cassazione*, in *Foro it.*, 2009, I, 1851).

Le differenze tra codice civile e legislazione di settore fin qui elencate presentano un comun denominatore: il codice civile postula che ciascun soggetto di diritto, solo che – costi quello che costi – sia adeguatamente diligente, è in grado di valutare il mercato e le sue opportunità. Di contro, l'economia dell'informazione e l'economia comportamentale hanno fatto comprendere che tale postulato è assolutamente chimerico ed il legislatore recente tiene conto di tali insegnamenti. A sua volta l'evoluzione del mercato dei capitali degli ultimi decenni ha posto al centro della vita economica il finanziamento non bancario delle imprese e quindi il risparmiatore ed i suoi investimenti. Si assiste, così, ad una situazione paradossale: l'investitore, pur possedendo una “merce” essenziale per il sistema, non è in grado di allocarla in modo efficiente.

In questo quadro Cass. 29864/11 – nel segno della legislazione speciale – indica la via d'uscita dall'impasse.