

Il sistema dei rimedi e le sue funzioni: tra deterrenza, proporzionalità ed efficienza del mercato

MIRELLA PELLEGRINI

Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia
LUISS

SOMMARIO: 1. I lavori nella Commissione per la riforma del Testo Unico della Finanza. – 2. Le conseguenze sui contratti finanziari in caso di violazioni delle regole di condotta alla luce degli obiettivi sottesi alla riforma del Testo Unico *in itinere* e degli orientamenti giurisprudenziali. – 3. L'espansione dello spazio discrezionale del giudice nella scelta del rimedio applicabile e il criterio di proporzionalità funzionale della Corte di Giustizia. – 4. Il rimedio come scelta di *policy*. – 5. Conclusioni.

1. I lavori nella Commissione per la riforma del Testo Unico della Finanza

Buon pomeriggio a tutti, consentitemi un ringraziamento ai professori Rossano e Sartori per aver organizzato questo incontro e per l'ospitalità in questa meravigliosa Napoli il cui splendore non smette mai di emozionarmi.

Entrando nel merito del tema oggetto del convegno, intendo dedicare queste mie brevi riflessioni al metodo impiegato e agli obiettivi che abbiamo perseguito nell'ambito dei lavori della Commissione presso il MEF per la revisione del Testo Unico della Finanza, mettendo in risalto come tale progetto di riforma ben si inserisca nel contesto delle proposte europee sui mercati dei capitali (prima *Capital Markets Union*, ora *Savings and Investment Union*) e sottolineando alcuni punti critici che ancora meritano attenzione – specialmente in relazione al rapporto tra disciplina domestica e indicazioni provenienti dalla giurisprudenza comunitaria.

Come noto, il progetto di riforma è stato arricchito da una pluralità di *input* dell'accademia, delle Autorità e degli altri *stakeholders* ed è funzionale a rendere il mercato dei capitali effettivamente più attrattivo ed efficiente: l'intenzione era di non limitarsi all'eliminazione di regole eccessivamente restrittive e alla riduzione degli oneri amministra-

tivi in un'ottica di semplificazione, ma anche di promuovere presidi di tutela più "leggeri" (ed in quanto tali più efficaci) e una maggiore certezza del diritto a livello prescrittivo.

Tutto ciò, con l'obiettivo di non scoraggiare gli investitori rendendo chiare le regole applicabili e i rimedi disponibili (eventualmente, anche escludendo espressamente rimedi di *private enforcement* che potevano risultare controproducenti per l'operatività del sistema).

In tal senso, la già menzionata apertura del dibattito a diversi operatori del diritto è stata volta a sollecitare contributi che consentissero di utilizzare la leva normativa⁰¹ con modalità innovative, in modo da fronteggiare problemi ormai noti e consolidati nel tempo.

Le sottocommissioni, valutando criticamente il proprio lavoro, si sono domandate se rispondesse alla effettiva *intentio legis* del regolatore offrire dei criteri guida talmente espansivi (e puntuali) da poter giungere, in alcuni casi, a condizionare o guidare l'interpretazione delle disposizioni che verrà data dalla giurisprudenza, con un approccio volto a disciplinare ogni possibile casistica.

Guardando ai lavori che, nello specifico, hanno interessato il gruppo del quale ho fatto parte, il riferimento alla certezza del diritto quale criterio fondante dell'attività legislativa ci ha indotto quindi alla prudenza, evitando di pervenire a risultati che forse avrebbero potuto travalicare l'effettiva portata disciplinare delle disposizioni contenute nella legge capitali; inoltre, abbiamo valutato anche l'introduzione di meccanismi "pionieristici", finalizzati a garantire una migliore tutela agli investitori più vulnerabili. Nel far ciò è stato tuttavia necessario considerare come qualunque forma di tutela integrativa introdotta su base nazionale si esponga sempre al rischio di diventare un'ulteriore forma di *goldplating*, con l'effetto di ridurre – anziché aumentare – l'attrattività dei mercati nazionali.

Tali considerazioni mettono in evidenza come lo "spazio di manovra" della riforma si sia rivelato meno ampio di quanto potesse apparire sulla base della lettura della legge delega⁰², non tanto per il rischio di fuoriuscire dai limiti consentiti dalla legge delega, ma perché l'adozione di approcci di tutela innovativi – pure in astratto ipotizzabile – rischia sempre di tradursi in un appesantimento degli oneri per i partecipanti al mercato (nazionale), con risultati potenzialmente pregiudizievoli per l'ordinamento italiano, nell'ottica della "concorrenza tra gli ordinamenti".

A ciò aggiungasi che non tutti i temi di cui abbiamo discusso nelle sottocommissioni sono visibili nell'articolato che è stato approvato a fine marzo. Per alcuni relativi al "Tavolo Mercati", nonostante la riflessione sia stata approfondita, si è deciso di ponderare

⁰¹ Per ridurre gli oneri e i vincoli che rendono più gravoso l'accesso delle imprese, soprattutto le PMI, al finanziamento di mercato (piuttosto che al più costoso finanziamento bancario) al contempo senza attenuare le tutele dei risparmiatori-investitori.

⁰² V. art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21.

ulteriormente la tematica per il forte impatto che avrebbero potuto avere sul fragile equilibrio raggiunto tra le varie istanze in sede giurisdizionale.

A dire il vero, auspicio di tornare ad occuparcene nel contesto dei lavori del comitato scientifico che supporta la Cabina di Regia, che è appena stato avviato.

2. Le conseguenze sui contratti finanziari in caso di violazioni delle regole di condotta alla luce degli obiettivi sottesi alla riforma del Testo Unico *in itinere* e degli orientamenti giurisprudenziali

Avendo i precedenti relatori affrontato le tematiche principali di cui allo Schema di decreto legislativo, ho scelto come angolo visuale quello dei servizi d'investimento e, in particolare, delle conseguenze di eventuali violazioni delle regole di condotta sui contratti finanziari.

Uno dei grandi assenti nel decreto è, infatti, proprio la disciplina sui rimedi applicabili a fronte della violazione delle regole di condotta⁰³. Ciò non perché non sia chiaro che il tema rappresenti un punto rilevante, ovvero perché non ci sia stato il dibattito nei due anni trascorsi dalla legge delega; la ragione è riconducibile piuttosto all'esigenza di non aggravare i problemi di equilibrio tra diverse esigenze, istanze e interessi.

Nell'ambito delle attività della commissione di riforma del TUF, il dibattito sulla revisione delle "regole in materia di attività di investimento privato - per favorirne la massima diffusione, garantendo la correttezza e l'adempimento degli obblighi informativi a tutela degli investitori" (art. 19 comma 2, lett. d, Legge Capitali) - si è mosso nella direzione di comprendere come dovesse interpretarsi l'attuale *status* degli obblighi informativi in un mercato, come quello finanziario, dove da tempo si discute sulla opportunità di rendere strutturali tali elementi ai fini delle determinazioni dell'investitore e, di conseguenza, sulla individuazione del regime giuridico rimediale da applicare a fronte della loro violazione.

Si tratta di una tematica che, pur oggetto di esame risalente da parte della dottrina e della giurisprudenza, risulta di particolare rilievo alla luce degli ondivaghi orientamenti che si sono susseguiti negli anni ultimi anni i quali, dunque, hanno sollecitato una riflessione nell'ambito della commissione con l'intento di trovare una sintesi efficace, che potesse offrire risposte chiare al mercato.

Nel bel convegno organizzato lo scorso anno dal Prof. Sacco Ginevri all'Università Roma Tre⁰⁴ mi sono concentrata principalmente sulla rilevanza della scelta dell'assetto rimediale più adeguato in presenza di una violazione degli obblighi informativi, consideran-

⁰³ Per una ricostruzione in prospettiva storica e comparata v. M. Ruffert, *Rights and Remedies in European Community Law: A Comparative View*, in *Common Market Law Review*, 1997, p. 307 e ss.

⁰⁴ Gli atti del Convegno sono pubblicati in A. Sacco Ginevri (a cura di), *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, Milano, 2026.

do tanto l'effettività della tutela quanto l'obiettivo della *burden reduction*.⁰⁵ Oggi vorrei fare un passo ulteriore e contestualizzare gli elementi di questo dibattito alla luce degli obiettivi che la riforma del Testo Unico impongono di adottare – nonché in relazione agli sviluppi giurisprudenziali intervenuti in sede nazionale ed europea.

Nel dibattito nazionale sui rimedi a fronte della violazione delle regole di condotta, il punto di partenza obbligato, nell'ordinamento nazionale, è costituito dalle storiche pronunce delle Sezioni Unite del 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725 – le cd. sentenze Rordorf – le quali, in adesione alla risalente distinzione dogmatica tra regole di validità e regole di condotta hanno chiarito come «unicamente la violazione di norme inderogabili concernenti la validità del contratto è suscettibile di determinarne la nullità e non già la violazione di norme, anch'esse imperative, riguardanti il comportamento dei contraenti, la quale può essere fonte di responsabilità».

Tale dicotomia, peraltro, non ha un riscontro in termini tassativi nella disciplina normativa nazionale ed europea, trattandosi di una nozione dottrinale la cui tenuta è stata messa più volte in discussione. È proprio a fronte di tali incertezze che la giurisprudenza ha mostrato approcci oscillanti per cui, anche in seno alla Commissione di riforma del TUF, si è ragionato sul rivedere la disciplina in questione.

Difatti, la granitica distinzione tra regole di validità e comportamento è entrata in progressiva tensione con gli sviluppi giurisprudenziali più recenti. Il caso più significativo è quello degli strumenti di tutela esperibili in presenza di contratti derivati i quali, com'è noto, sono utilizzati principalmente per coprirsi dai rischi di mercato in quanto il loro valore non è autonomo, ma deriva dall'andamento del prezzo di un'attività sottostante (es. azioni, indici, valute, materie prime o tassi di interesse) – privi dell'indicazione relativa al *mark to market*, ai criteri di calcolo o agli scenari probabilistici.

A riprova di ciò la stessa Corte di Cassazione, a Sezioni Unite, in occasione della sentenza n. 8770 del 12 maggio 2020, ha ritenuto applicabile il rimedio della nullità a quei contratti derivati nei quali l'omessa informativa in merito ai cd. scenari probabilistici – non consentendo all'investitore di conoscere preventivamente i profili di rischio sottesi all'operazione – determina una carenza che investe una parte essenziale dell'accordo, incidendo sulla struttura stessa dell'oggetto del contratto. In termini analoghi si sono espresse, più di recente, Cass. SS.UU. n. 5657 del 23 febbraio 2023 e, da ultimo, Cass. I sez. civ., ordinanza n. 4076 del 17 febbraio 2025.

Più di recente la Corte di Cassazione, con le ordinanze 2262 e 2358 del 2026, rafforza un passaggio cruciale: l'alea nei derivati è razionale solo se quantificabile *ex ante*. Ne consegue che *mark to market* e distribuzioni probabilistiche non sono elementi accessori, ma condizioni necessarie per rendere il rischio intelligibile e condiviso tra le parti nonché per assicurare una causa meritevole. In assenza, il contratto si svuota di

⁰⁵ Mi sia consentito il rinvio a M. Pellegrini, *Regole d'investimento e rimedi nella prospettiva della burden reduction*, in A. Sacco Ginevri (a cura di), op. ult. cit., p. 205 ss.

contenuto economico⁰⁶. Tali pronunce sembrano attenuare il rigore precedente della giurisprudenza che sanzionava di nullità qualsiasi contratto privo degli elementi indicati dalle Sezioni Unite, e distinguono invece tra derivati "complessi" e "semplici" (*plain vanilla*), calibrando gli obblighi informativi rispetto al caso specifico⁰⁷, così ridefinendo il confine tra contenuto essenziale del contratto e obblighi informativi.

Come correttamente osservato, sul piano sistemico questo orientamento rafforza la tutela dell'investitore e del contraente non finanziario, ma pone interrogativi sul grado di armonizzazione con gli altri ordinamenti europei, nei quali gli stessi requisiti restano generalmente confinati nell'ambito degli obblighi informativi⁰⁸.

3. L'espansione dello spazio discrezionale del giudice nella scelta del rimedio applicabile e il criterio di proporzionalità funzionale della Corte di Giustizia

È evidente come le Corti si siano, nel corso del tempo, attribuite un ampio spazio valutativo nel definire ciò che costituisce elemento strutturale del contratto, e dunque rilevante a fini di validità. Ciò ha l'effetto di determinare l'invalidità del contratto a fronte della violazione di obblighi che venivano ritenuti meramente informativi.

La linea di confine risulta talmente labile, in quanto dipendente da valutazioni sostanzialmente interpretative, che si è parlato di una progressiva "giurisdizionalizzazione" del diritto⁰⁹ dei rimedi: un'espansione dello spazio discrezionale del giudice nella scelta del rimedio applicabile, con conseguente compressione della certezza della *rule of law* e aumento dell'incertezza sistemica per gli operatori. Caratteristiche che certamente costituiscono un fattore negativo di competitività dell'ordinamento nazionale (e che dunque si pongono in contrasto con gli obiettivi della riforma).

06 M. Minenna e U. Patroni Griffi, *Derivati, La Cassazione sigla la convergenza tra diritto ed economia*, articolo apparso su Il Sole 24 Ore del 3 aprile 2026, disponibile al seguente link <https://ntplusfisco.ilsole24ore.com/art/derivati-cassazione-sigla-convergenza-diritto-ed-economia-AIJH3KC>.

07 A. Ferraguto e E. Varisco, *L'evoluzione giurisprudenziale in materia di contratti derivati OTC*, in Nonsolodirittobancario.it, 17 marzo 2026 ove gli A. precisano che l'ordinanza n. 2358/2026 della Corte di Cassazione assume rilevanza pratica specificando che "la necessità che l'accordo tra intermediario e investitore concerna anche la misura dell'alea, attenendo ... al profilo della meritevolezza del contratto e non già alla determinabilità del suo oggetto, non richiede che le informazioni rilevanti ai fini dell'apprezzamento dell'alea siano inserite all'interno del contratto e facciano parte di questo, essendo sufficiente che all'investitore siano state somministrate le opportune informazioni".

08 U. Patroni Griffi e M. Minenna, *Dall'alea "razionale" alla causa concreta del derivato*, su nonsolodirittobancario.it, 12 marzo 2026, p. 4, disponibile al seguente link <https://www.dirittobancario.it/art/dallalea-razionale-alla-causa-concreta-del-derivato/>, i quali precisano altresì che per la Cassazione "l'esplicitazione di mark to market e scenari probabilistici non contrasta con le direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE, ma rappresenta una declinazione funzionale all'esigenza di assicurare un'alea razionale e una causa meritevole".

09 S. Pagliantini e R. Pardolesi, *Ascensione e caduta del creativismo interpretativo: vizi e virtù, all'ombra della clausola penale, di un Titano liberato*, in Id. (a cura di) Frammenti di un diritto civile in movimento - Sentenze scelte per un anno, Piacenza, seconda ed., 2025, p. VII e ss.

Una chiave di lettura può, in tal senso, essere offerta dall'analisi della giurisprudenza europea: difatti, collocare il tema in esame in una prospettiva – al contempo – nazionale ed europea impone di adottare una visione più funzionalistica e meno dogmatica.

Nella giurisprudenza della Corte di Giustizia, la questione del rimedio applicabile non si pone nei termini di una tassonomia predefinita – e quindi di esatta corrispondenza tra violazione di una tipologia di regole e un preciso rimedio – bensì guarda all'interesse tutelato, in una prospettiva teleologicamente orientata. Ciò ove si consideri, in primo luogo, l'efficacia e la forza deterrente dello strumento prescelto.

In questa prospettiva deve leggersi la giurisprudenza della Corte di Giustizia (*Genil 48 SL c. Bankinter SA* del 30 maggio 2013, causa C-604/11)¹⁰, nella quale la Corte ha affermato che, in assenza di una disciplina UE specifica, spetta agli ordinamenti nazionali stabilire le conseguenze rimediali della violazione delle regole di condotta MiFID, purché nel rispetto dei principi di equivalenza ed effettività¹¹.

In sostanza, il vincolo europeo si pone come un limite esterno, in quanto riconosce che i rimedi nazionali sono liberi nella loro configurazione, ma non possono rendere eccessivamente difficile o praticamente impossibile l'esercizio dei diritti riconosciuti dall'ordinamento dell'Unione. Più di recente, la Corte di Giustizia (C755/22), con sentenza del 11

10 S. Grundmann, *The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law*, in *European Review of Contract Law*, 2013, p. 267. Un'ampia analisi sul tema è svolta da F. Della Negra, *Financial Services Contracts in EU Law*, Oxford, 2023, p. 179 e ss. il quale ritiene che la pronuncia si ponga in linea con il principio *ubi jus, ibi remedium*. Difatti, se le regole di adeguatezza e appropriatezza attribuiscono un diritto individuale all'investitore è necessario che sia reso disponibile un rimedio privatistico al fine di garantire la piena tutela del diritto. E le relative condizioni di esercizio dovranno essere governate dal principio di equivalenza ed effettività. Al riguardo, cfr. M. Andenas e F. Della Negra, *Between Contract Law and Financial Regulation: Towards the Europeanisation of General Contract Law*, in *European Business Law Review*, vol. 28, n. 4, 2017, p. 499 e ss. e, in part., p. 511; per una lettura più cauta della pronuncia, si veda O.O. Cherednychenko, *Contract Governance in the EU*, in *European Law Journal*, vol. 21, n. 4, 2015, p. 505 e ss.

11 Difatti, ove il diritto UE conferisca diritti agli individui, il diritto nazionale deve garantire loro di poter disporre di rimedi efficaci ed equivalenti per far valere tali diritti. Si veda, al riguardo, N. Reich, *Horizontal Liability in EC Law – Hybridisation of Remedies for Compensation in Case of Breach of EC Rights*, in *Common Market Law Review*, vol. 44, n. 3, 2007, p. 705 e ss. e spec. 718. Sul principio di effettività rimediaria si veda soprattutto G. Vettori, *Il diritto ad un rimedio effettivo nel diritto privato europeo*, in *Riv. dir. civ.*, n. 3, 2017, p. 666 e ss.; Id., voce *Effettività delle tutele* (diritto civile), in *Enc. dir.*, Ann. X, Milano, 2017, p. 381 e ss.

gennaio 2024¹², ha fornito indicazioni di merito, ribadendo il rilievo della violazione degli obblighi di valutazione del merito creditizio sulla struttura del rapporto contrattuale, in una prospettiva coerente con il riconoscimento, operato dalla giurisprudenza nazionale, della potenziale natura endocontrattuale degli obblighi di informazione attiva. In questo senso si era già pronunciata la Corte di Cassazione¹³, la quale ha rilevato che l'assolvimento degli obblighi di informazione attiva e di adeguatezza costituisce il "ponte endocontrattuale di passaggio" tra la funzione di investimento espressa dal contratto quadro e i singoli investimenti realizzati attraverso gli ordini¹⁴.

Del resto, anche la giurisprudenza in materia di clausole abusive e quella in tema Euribor manifestano eloquentemente come la Corte di Giustizia abbia ripetutamente privilegiato il rimedio più dissuasivo¹⁵: le corti europee hanno dato nel corso del tempo indicazioni univoche su una necessità di deterrenza (sanzioni effettive, proporzionate e dissuasive), criterio che è certamente più lontano dalla nostra sensibilità civilistica, orientata alla compensazione piuttosto che alla sanzione.

Questi elementi consentono di cogliere con maggiore precisione la logica sottesa all'approccio europeo e forniscono indicazioni utili ai nostri fini.

In tale prospettiva, l'autonomia riconosciuta agli ordinamenti nazionali nella configurazione dei rimedi non è piena come potrebbe apparire *prima facie*, ma funzionalmente condizionata: per quanto il diritto dell'Unione non imponga modelli rimediali tipici, richiede che la violazione delle regole di condotta non resti priva di conseguenze effettive. Su questo terreno, la giurisprudenza europea valorizza, peraltro, il collegamento

12 Nell'ambito di tale pronuncia, la Corte ha valutato conforme al diritto dell'Unione sanzionare l'errata valutazione del merito del credito con la nullità del contratto di credito, e ciò anche se il contratto sia già stato eseguito e il consumatore non abbia subito alcun danno da tale violazione. La Corte ha ricordato che l'obbligo di valutare il merito creditizio del consumatore, previsto dall'art. 8 della direttiva UE 2008/48, mira a tutelare i consumatori dal rischio di sovraindebitamento e di insolvenza mirando alla realizzazione degli obiettivi della Direttiva. Gli articoli 8 e 23 della direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE del Consiglio, devono essere interpretati nel senso che: essi non ostano a che, qualora il creditore abbia violato il suo obbligo di valutare il merito creditizio del consumatore, tale creditore sia sanzionato, conformemente al diritto nazionale, con la nullità del contratto di credito al consumo e la decadenza del suo diritto al pagamento degli interessi convenuti, anche quando tale contratto sia stato integralmente eseguito dalle parti e il consumatore non abbia subito conseguenze pregiudizievoli per effetto di tale violazione.

13 Cass. civ., Sez. I, n. 24648 del 16 agosto 2023, la quale precisa che in questa «cinghia di trasmissione», consiste la protezione sostanziale che il sistema vigente viene ad assicurare all'investitore».

14 Più ampiamente sul punto v. A. Dolmetta, *La valutazione del merito del credito nell'accesso al servizio. La prospettiva del contratto d'impresa*, in Banca borsa tit. cred., n. 3, giugno 2023, p. 307 e ss.

15 Si veda, ad esempio, la pronuncia Corte di giustizia dell'Unione europea (Prima Sezione), Sentenza 14 marzo 2013, *Mohamed Aziz c. Caixa d'Estalvis de Catalunya* (Causa C-415/11), ECLI: EU:C:2013:164.

diretto tra la regola violata e la posizione giuridica del soggetto che invoca tutela. Così, nelle sentenze *Kantarev* (C-571/16) ed *Euromin Holdings* (C-735/19) la tutela è stata riconosciuta in ragione dell'incidenza concreta della violazione sulla sfera giuridica dell'interessato. Il criterio guida che ne risulta pone specifica attenzione all'impatto concreto della violazione sulla posizione del soggetto.

Tale impostazione non opera tuttavia in modo uniforme: la Corte di Giustizia impone infatti una lettura differenziata delle regole di condotta, in funzione della loro diversa intensità protettiva: non tutte le violazioni giustificano le medesime conseguenze rimediali, ma richiedono soluzioni proporzionate alla funzione svolta dalla singola regola nel sistema. Una conferma di tale conclusione si rinviene nel confronto tra le pronunce rese nei casi *TÜV Rheinland* (C-219/15) e *Mercedes-Benz Group AG* (C-100/21)¹⁶, ove la Corte distingue tra situazioni in cui il collegamento tra obbligo e posizione del soggetto è molto indiretto – e dunque viene negata la tutela – e ipotesi in cui esso assume carattere diretto, giustificando il riconoscimento della tutela. Si dà spazio, quindi, ad un criterio di proporzionalità funzionale.

Posto che la definizione delle conseguenze di una violazione resta ancora affidata agli ordinamenti nazionali, la giurisprudenza europea ci offre un quadro di principi che ne orienta in modo significativo l'interpretazione. Se, da un lato, ciò consente flessibilità, dall'altro ci espone a un elevato grado di incertezza: il diritto europeo, pur non imponendo modelli rimediali tipici, e lasciando flessibilità alle corti, richiede che essi siano effettivi, accessibili e funzionalmente coerenti¹⁷, ponendo così uno standard minimo che, lungi dall'essere neutro, esercita una funzione orientativa per gli operatori economici.

Tale approccio è, dunque, compatibile con la certezza del diritto nella misura in cui i principi di effettività, proporzionalità e dissuasione operino come criteri-guida sufficientemente prevedibili.

4. Il rimedio come scelta di policy

Queste brevi riflessioni devono ricordarci che, nel ragionare sull'assetto rimediale, la dimensione europea non può essere omessa.

Al contempo, va sottolineato che la circostanza che vi sia una competenza legislativa degli Stati membri a stabilire le conseguenze rimediali in caso di violazione delle regole di condotta ha lungamente prodotto, negli interpreti nazionali, una sorta di "resistenza"¹⁸ a misurarsi con il complessivo *framework* regolatorio europeo. Ciò determina nella pratica il rischio concreto che il meccanismo rimediale non risulti pienamente allineato agli obiettivi regolatori di matrice sovranazionale e che si continui ad assistere – a

¹⁶ S. Grundmann, *European Contract Law and Regulation*, in *Eur. Rev. Contract Law*, vol. 21, n. 1, 2025, p. 18, 40.

¹⁷ G. Vettori, *Il diritto ad un rimedio effettivo nel diritto privato europeo*, op. cit., p. 666 e ss.

¹⁸ V. F. Della Negra, *I rimedi per la violazione delle regole di condotta Mifid II: una riflessione di diritto UE*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 2020, I, 700 e ss.

fronte dell'armonizzazione delle regole – a conseguenze della loro violazione che non solo restano affidate alla discrezionalità dei singoli ordinamenti (e spesso, a soluzioni creative della giurisprudenza), ma che potrebbero – nella loro interpretazione del diritto vivente – non avere le caratteristiche di effettività, dissuasività e proporzionalità.

Anche nell'ottica delle future riforme il prossimo obiettivo sarà quello di coniugare l'esigenza di razionalizzazione operativa con la coerenza dogmatica richiesta dall'assetto nazionale, tentando così di trovare una soluzione che, pur operando in continuità con le categorie del diritto interno, sia recettiva dell'approccio europeo: affrontare il tema dei rimedi non come mera questione tecnica di classificazione dei vizi contrattuali, ma come scelta di politica del diritto con rilevanti ricadute sul funzionamento del mercato¹⁹. Il rimedio civilistico, è bene ricordarlo, non è neutro rispetto agli obiettivi dell'ordinamento: attraverso di esso si possono perseguire finalità di *policy*, orientando il comportamento degli operatori economici a fronte della minaccia di conseguenze significative, idonee ad incidere anche sulla stabilità del complesso degli assetti negoziali con la clientela.

Mi spiego meglio: la logica a fondamento delle medesime – che poi è la stessa che connota la posizione delle banche nel contenzioso *Euribor*²⁰ – riguarda la scelta del rimedio: è, questo, un tema con significative ripercussioni dal punto di vista degli incentivi operativi. L'applicazione di un rimedio invalidatorio (per es. la nullità) incide sull'attitudine del mercato perché rende sistemico l'impatto del riscontro di un vizio, dato che la nullità investirebbe in automatico tutti i contratti dello stesso tipo conclusi dalla banca.

Di conseguenza, la scelta del rimedio non può rispondere (solo) ad esigenze di coerenza dogmatica, ma deve necessariamente tenere presente gli effetti che produce. Diventa, quindi, una scelta di *policy*, prospettiva questa che da sempre è difesa dalle corti europee.

La dimensione rimediale assume infatti oggi valenza non soltanto restitutoria o deterrente, ma altresì conformativa degli assetti di mercato: ne consegue che le tecniche di gestione dell'inadempimento devono essere analizzate anche in funzione degli obiettivi regolatori che esse concorrono a perseguire. Tale prospettiva teleologica deve tuttavia confrontarsi – e in tale confronto risiedono le principali linee di tensione tanto tra dottrina e giurisprudenza quanto nel dialogo tra corti nazionali e giudice europeo – con l'esigenza di preservare la coerenza interna del sistema dogmatico e il radicamento nelle

¹⁹ Sul tema v. D. Foà, *Tutela dell'investitore ed efficienza dei rimedi*, in A. Brozzetti, G. Luchena, A. Urbani (a cura di), *Diritto, economia e governo dei mercati regolati. Liber Amicorum di Antonella Antonucci*, Cacucci, 2026, p. 436ss.

²⁰ Cfr. G. Guizzi, *Manipolazione dell'Euribor e nullità dei contratti di finanziamenti a tasso variabile: "ci risiamo"!*, in Riv. dir. banc., n. 1, 2024, p. 29 e ss.; A. Gentili, *Sulla tutela del cliente nel contratto a valle' (il caso Euribor)*, in Riv. dir. banc., n. 1, 2024, p. 19 e ss.

tradizioni giuridiche dei singoli ordinamenti nazionali.²¹

5. Conclusioni

Mi avvio alle conclusioni, non potendo in questa sede richiamare, per mancanza di tempo, i *pro* e i *contro* delle due tipologie principali di rimedi (risarcitori e caducatori)²².

A prescindere dalle scelte che si intenderà operare sull'applicazione di rimedi di un tipo o dell'altro, un elemento appare infatti irrinunciabile: la certezza del diritto, e dunque la prevedibilità dei rimedi esperibili, rappresenta un fattore primario di competitività. Tale profilo incide direttamente sui costi di gestione del rischio legale per gli intermediari, sui costi di accesso alla tutela per gli investitori e, in ultima analisi, sulla fiducia nel mercato e dovrà essere considerato (e valorizzato) nelle prossime riforme.

Vi è, in questo orizzonte, una prospettiva ulteriore che merita di essere evocata: quella della codificazione del diritto europeo dei mercati dei capitali. Il tema – su cui la riflessione comparatistica si è a lungo espressa²³ – pone in modo ancora più netto la questione dell'assetto rimediale: a prescindere dalle questioni attinenti alla base giuridica, ogni progetto di codificazione deve necessariamente confrontarsi con la scelta di quali regole codificare. Ebbene, in tale contesto, si dovrà decidere se affidare alla disciplina europea anche la definizione delle conseguenze della violazione delle regole di condotta, realizzando quella piena coincidenza tra regole e rimedi oggi mancante ovvero lasciarla – come oggi avviene – al diritto nazionale e quindi, per larga parte, alla discrezionalità dell'interprete esposto alla tensione tra approcci dogmatici e funzionalisti.

Ciò evidentemente porrà l'esigenza di trovare un punto di sintesi tra le diverse tradizioni giuridiche degli Stati membri (non di facile attuazione, e su questo potrebbero svolgere un ruolo significativo le autorità tecniche di vigilanza²⁴); mi pare chiaro, anche da quanto emerso nelle relazioni di questi due giorni, che serve uno sforzo importante e molto coraggio, ma non siamo nelle condizioni di perdere un'occasione, fino a quando un'occasione c'è.

Grazie!

²¹ Questi profili sono sottolineati da M. Rabitti, *Gli intermediari finanziari nel contesto attuale dei mercati finanziari: considerazioni "minime" introduttive*, in A. Sacco Ginevri (a cura di), *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, cit., p. 163.

²² In estrema sintesi, il rimedio caducatorio è caratterizzato da una maggiore deterrenza, mentre il rimedio risarcitorio consente la conservazione del contratto e risulta perciò maggiormente modulabile. Per una analisi dei *pro* e *contro* di ciascuna categoria di rimedi si rinvia a M. Pellegrini, *Regole d'investimento e rimedi nella prospettiva della burden reduction*, op. cit., p. 212 e ss.

²³ R. Veil, a cura di, *Regulating EU Capital Markets Union Volume I: Fundamentals of a European Code*, Oxford, 2024.

²⁴ F. Della Negra, *Financial Services Contracts in EU Law*, op. cit., p. 189 rileva come le autorità di vigilanza sono, in linea di principio, in una posizione migliore rispetto ai clienti al dettaglio per comprendere quando è stato violato un obbligo regolamentare e per raccogliere prove per dimostrare la violazione, ma potrebbero non essere sufficientemente motivati ad avviare azioni di applicazione della legge, sia amministrative che private.