



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI “ROMA TRE”**  
**DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA**  
**DOTTORATO DI RICERCA IN DISCIPLINE GIURIDICHE**  
**SEZIONE**  
**DIRITTO PRIVATO PER L’EUROPA**  
**AREA DIRITTO CIVILE**  
**XXIX CICLO**

**TESI DI DOTTORATO**  
**IN**  
**I CONTRATTI DERIVATI**

**Tutor:**

Chiar.mo Prof. Ettore Battelli

**Candidato:**

Valerio Cintio

**Coordinatore:**

Chiar.mo Prof. Giuseppe Grisi

**Anno Accademico 2015/2016**



## INDICE

Introduzione .....	9
--------------------	---

### CAPITOLO I DERIVATI, NOZIONI E RISCHI

1. Cenni storici. ....	11
2. Prime posizioni definitorie. ....	15
3. La limitata operatività della distinzione tra derivati su merci e derivati su prodotti finanziari. ....	19
4. Il tempo e i derivati. ....	21
5. La funzione protettiva o di copertura. ....	22
6. I rischi.....	24
6.1. [segue] Il rischio di credito. ....	24
6.2. [segue] il rischio di mercato. ....	27
6.3. [segue] Il rischio legale.....	29
6.4. [segue] Il rischio di Paese.....	29
6.5. [segue] Il rischio di liquidità.....	30
6.6. [segue] Il rischio di reputazione. ....	31
6.7. [segue] Il rischio operativo. ....	31
7. Le funzioni speculativa e di arbitraggio.....	32

### CAPITOLO II LE PRINCIPALI TIPOLOGIE DI CONTRATTI DERIVATI

1. Futures. ....	35
2. Forwards.....	41
3. Options. ....	43
3.1. [segue] Opzioni su tasso di interesse.....	49
4. Swaps.....	54
4.1. Interest rate swaps.....	58
4.2. Interest rate and currency swaps.....	63

## INDICE

4.3. Domestic currency swaps. ....	66
5. Il netting. ....	68
6. Derivati uniformi e derivati over the counter (OTC). ....	74
7. L'up-front payment. ....	79

### **CAPITOLO III INQUADRAMENTO NORMATIVO**

1. Premessa. ....	85
2. Le fonti. La categoria di contratti derivati. ....	86
2.1. [segue] Contratti derivati e strumenti finanziari derivati. ....	95
3. La riserva di negoziazione. ....	98
4. Il regime speciale. Il rapporto cliente – intermediario finanziario. ....	101
5. Diligenza, correttezza e trasparenza e loro trasposizione nelle regole tecniche di condotta e di organizzazione interna. ....	106
6. La classificazione dei clienti: controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio. ....	110
7. Regole di condotta e tipologia di servizi: l'adeguatezza. ....	118
8. L'appropriatezza. ....	122
9. Le operazioni di execution only. ....	126
10. La best execution. ....	128
11. Il conflitto di interessi. ....	130
12. La contrattualistica ISDA. ....	136
12.1. [segue] Il Master Agreement. ....	139
12.2. [segue] Le Confirmations. ....	142
12.3. [segue] Le Definitions. ....	143
13. Il regolamento EMIR. ....	143
13.1. La compensazione con le controparti centrali: i requisiti soggettivi. ....	146
13.2. [segue] i requisiti oggettivi: le categorie di derivati soggette a compensazione obbligatoria. ....	151
14. I derivati OTC non soggetti a compensazione centrale e la segnalazione ai repertori di dati sulle negoziazioni. ....	153

**CAPITOLO IV**  
**GLI ELEMENTI ESSENZIALI DEL CONTRATTO DERIVATO**

1. Premessa.....	155
2. L'accordo.....	155
2.1. Il consenso del cliente retail. L'Ufficio di diritto privato dell'intermediario finanziario.....	170
2.1.1 Il controinteresse dell'intermediario nei contratti derivati OTC.....	175
2.2. La disciplina dei rimedi per i vizi del consenso.....	176
2.2.1 La posizione della giurisprudenza dopo le S.U. 26724/2007..	186
3. La causa.....	188
3.1. La causa nei derivati OTC e il problema dell'alea unilaterale.....	202
3.2. Upfront, costi impliciti, mark to market e loro riflessi sulla causa del derivato.....	209
3.3. Mark to market e costi impliciti.....	212
4. L'oggetto.....	220
5. La forma.....	227
6. Derivati e P.A.....	232
6.1. [Segue] Riparto di giurisdizione e autotutela.....	238
6.2. [Segue] Ipotesi di nullità del derivato per violazione di norme imperative della contrattazione pubblica.....	245
Considerazioni conclusive.....	251
Bibliografia.....	263
Indice delle sentenze.....	289



## RINGRAZIAMENTI

L'odierno lavoro rappresenta la conclusione di un proficuo periodo di apprendimento e crescita culturale. Desidero perciò ringraziare, con rispetto e devozione, i miei Maestri Professori Aurelio Gentili ed Ettore Battelli per i loro preziosi insegnamenti, non solo accademici, che con passione, disponibilità, pazienza e benevolenza hanno avuto la premura di infondermi nel corso di questo affascinante triennio di formazione. Ad entrambi sarò eterno debitore.

Ringrazio il Professor Giuseppe Grisi per la precisa e sapiente guida scientifica della Scuola Dottorale.

Ringrazio infine la mia famiglia per il continuo ed immancabile sostegno dimostratomi.



## INTRODUZIONE

Il presente studio intende offrire un'approfondita riflessione civilistica sul tema dei contratti derivati finanziari.

L'argomento risulta di grande attualità, sia per il crescente utilizzo di tale categoria di negozi nell'ambito del mercato finanziario, sia per la maggiore attenzione ad essi riservata da parte dei Tribunali, i quali sono sempre più coinvolti nella risoluzione di questioni connesse ai contratti *de quibus*.

Il giurista si trova così dinnanzi a strumenti finanziari con effetti potenzialmente rovinosi, nonché di difficile comprensione in quanto non espressamente tipizzati bensì esclusivamente richiamati da un "distratto" legislatore.

L'assenza di una normativa certa suggerisce dunque un approccio scientifico e sistemico che, in costante dialogo tra dottrina e giurisprudenza di merito e di legittimità, conduca l'interprete ad un corretto inquadramento secondo le categorie proprie del diritto civile.

Dopo alcune proposte definitorie, il lavoro affronta le principali tipologie di contratto derivato, procede poi all'inquadramento normativo della materia, giungendo infine alla lettura del derivato mediante gli elementi essenziali del contratto.



## CAPITOLO I

### DERIVATI, NOZIONI E RISCHI

#### *1. Cenni storici.*

Gli ultimi decenni hanno conosciuto un progressivo sviluppo degli strumenti finanziari derivati sia sul versante del volume delle negoziazioni, sia su quello della molteplicità e poliedricità degli schemi negoziali utilizzati.

Il contratto derivato è stato di conseguenza oggetto di particolare attenzione tanto che, in più occasioni, operatori finanziari ed investitori hanno ipotizzato si trattasse, addirittura, di una nuova categoria giuridica. Categoria giuridica<sup>1</sup> in tal senso confortata da un positivo riconoscimento operato nel nostro ordinamento attraverso provvedimenti di normazione primaria<sup>2</sup> e secondaria<sup>3</sup>.

Sebbene si ritenga generalmente che l'origine dei derivati debba collocarsi nella tradizione anglosassone<sup>4</sup>, se ne scorgono tracce in un'età assai remota, fin dal 2.000 A.C.: i primi contratti a termine risalirebbero alla Mesopotamia, la culla della civiltà. Accordi di natura analoga sarebbero poi seguiti nelle civiltà degli antichi greci e romani<sup>5</sup>.

In ogni caso l'impronta più marcata di tale "tipologia" di negoziazioni si riscontra nel XVII secolo, in Olanda, in cui furono stipulate le prime opzioni

---

<sup>1</sup> *Infra* cap. III, § 2.

<sup>2</sup> Art. 1, comma 1, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415; art. 1, punto 3, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F).

<sup>3</sup> Cfr. Art. 49, Regolamento 2 luglio 1991 emanato dalla Banca d'Italia.

<sup>4</sup> A. CIRILLO, *Nifs, Swap ed Options. Operazioni Bancarie innovative*, Padova, 1990, 8 ss.

<sup>5</sup> Per un'ampia trattazione cfr.: M.B. HORAT, *Financial futures e opzioni*, Milano, 1992, 17-18 e 115; D. WINSTONE, *Financial derivatives. Hedging with futures, forwards, options and swaps*, London, 1995, 60 ss.; E.J. SWAN, *Building the global market: a 4.000 year history of derivatives*, London, 2000; R.K. SUNDARAM e S.R. DAS, *Derivatives: principles and practice*, New York, 2010, 57 ss.

con un sottostante del tutto singolare: i bulbi di tulipano. Le prime negoziazioni di *futures*, invece, comparvero verosimilmente nel 1730 a Osaka nell'ambito della commercializzazione del riso. Tuttavia, è grazie alla costituzione del *Chicago Board of Trade* del 1848 che si affermarono le prime negoziazioni di contratti *futures* con caratteristiche standardizzate, aventi come sottostanti i principali prodotti agricoli. È dunque in ragione delle avverse variazioni del valore dei prodotti agricoli che nacquero i primi negozi derivati. Produttori e commercianti avvertivano difatti la necessità di “coprirsi” mediante la predeterminazione del prezzo di acquisto o di vendita di tali prodotti.

I derivati su *commodities* conservarono la scena principale sino ai primi anni settanta del secolo scorso, quando iniziarono a diffondersi sempre più rapidamente gli odierni strumenti finanziari derivati aventi come sottostanti le variabili finanziarie, quali tassi di interesse, tassi di cambio e indici azionari. Una rapida diffusione favorita da una serie di fattori, alcuni riconducibili alla domanda, altri alla loro offerta<sup>6</sup>.

Proprio in quel periodo sul versante della domanda iniziava ad emergere una progressiva instabilità delle variabili economico-finanziarie dovuta, principalmente, ad una serie di circostanze quali: l'abbandono nel 1971 degli accordi di *Bretton Woods* con il conseguenziale passaggio dal sistema dei cambi fissi a quello dei cambi flessibili; le crisi petrolifere; l'incremento dei fenomeni inflazionistici con una conseguente maggiore volatilità dei saggi di interesse e di cambio. Da tale volatilità discendeva un maggior impiego dei derivati finanziari non solo da parte degli investitori con posizioni speculative, ma soprattutto, da parte delle aziende al fine di trasferire i rischi finanziari verso altri soggetti.

---

<sup>6</sup> G. PETRELLA, *Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano, 1997, 4 s.; G. RISALITI, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende*, Milano, 2008, 97 ss.

Il rischio e l'incertezza dei mercati determinavano una sempre maggiore propensione delle aziende, e delle rispettive architetture organizzative, alla gestione dei rischi finanziari, attribuendo così un compito di rilievo al processo di *financial risk management* nell'ambito delle varie funzioni aziendali. I contesti aziendali iniziavano così a sperimentare un profondo cambiamento culturale e comportamentale: la consapevole necessità di fronteggiare i rischi finanziari per la tutela della redditività aziendale determinava la crescente adozione di atteggiamenti non più meramente passivi, bensì propositivi nei confronti dell'instabilità delle variabili economico-finanziarie.

Sul versante dell'offerta, invece, un ruolo di prim'ordine è stato svolto dalla ingegneria finanziaria, nonché dalla notevole integrazione dei mercati finanziari. Grazie alla prima, iniziava a registrarsi un'incessante strutturazione di nuove e sempre più sofisticate tipologie di strumenti finanziari: dalla mera combinazione di prodotti derivati di base si giunge alla fusione di questi in altri strumenti finanziari. Il tutto con l'obiettivo di soddisfare le più diversificate esigenze del mercato. La seconda, quale risultato della globalizzazione e della deregolamentazione, ha accresciuto le possibilità di identificare una controparte finanziaria con la quale perfezionare il contratto derivato.

Da ciò un mercato finanziario che non solo ha raggiunto dei ragguardevoli flussi, ma lo ha fatto con ritmi di crescita particolarmente sostenuti. Al riguardo è sufficiente notare come il *valore nozionale*<sup>7</sup> dei derivati *over the counter* (OTC), a livello mondiale, ha subito dal 1998 (anno a partire dal quale la Banca dei Regolamenti Internazionali ha avviato

---

<sup>7</sup> Con il termine *valore nozionale* di un derivato non si esprime il suo valore effettivo, bensì il capitale nominale preso a riferimento nella determinazione dei flussi di pagamento contrattuali. Esso tuttavia non rappresenta direttamente né l'esposizione, né il rischio di ciascuna delle due parti. In sostanza, tale grandezza può essere utilizzata come valida misura della dimensione del mercato dei derivati ma non per rappresentare la dimensione potenziale del rischio di mercato.

sistematicamente la raccolta dei dati su tali strumenti) al 2012 un aumento di quasi sette volte.

Nel periodo *de quo* la tipologia di derivati che ha evidenziato la crescita più sensibile è stata quella dei derivati su tassi di interesse (+879%) a dispetto dei derivati valutari che, invece, hanno subito un incremento relativamente più contenuto. Discorso a parte concerne i derivati creditizi i quali, a causa della crisi finanziaria mondiale, dopo un aumento vertiginoso tra il 2004 e il 2008 hanno invece registrato una diminuzione del loro *valore nozionale*.

Le due categorie di derivati più utilizzate sono dunque quelle dei derivati su tassi di interesse e dei derivati su tassi di cambio. Ciò in ragione del fatto che dette variabili finanziarie sono quelle a cui le aziende sono più esposte sotto il profilo del rischio.

Per ciò che concerne le tipologie contrattuali negoziate, l'*interest rate swap* figura essere il derivato su tassi di interesse più diffuso, mentre, tra i derivati su valute, nonostante la progressiva affermazione dei *currency swap*, ruolo preminente è senz'altro ricoperto dal contratto *forward*. Le opzioni, invece, rappresentano la tipologia più utilizzata nel contesto dei derivati azionari<sup>8</sup>.

In tale quadro si nota come più del 60% dei derivati su tassi di interesse abbiano una vita superiore all'anno; mentre, generalmente, i derivati su divise sono conformati ad una scadenza breve. Rapportando il tutto al mercato italiano, la contrattazione dei derivati OTC rappresenta una quota modesta del mercato mondiale (1,6%). Una quota marginale, ma che tuttavia corrisponde ad un valore nozionale dei contratti derivati in essere che tra il 2008 e il 2014, secondo Bankitalia, ancorché si fosse ridotto di circa un quarto a causa della

---

<sup>8</sup> C. MARCON, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuali e tendenze evolutive*, Padova, 2014, 6.

crisi finanziaria, era pari a quattro volte il PIL (contro otto volte a livello mondiale).

Accanto allo sviluppo quantitativo, sotto il profilo qualitativo gli strumenti finanziari derivati hanno sperimentato un affinamento delle esistenti varietà contrattuali nonché la creazione di nuovi prodotti.

Su un versante si osserva l'ampliarsi della tipologia delle attività sottostanti prese in considerazione come, ad esempio, i prezzi dell'elettricità, le condizioni meteorologiche o la volatilità stessa del mercato.

Su un altro versante, si assiste alla realizzazione di sempre più sofisticate versioni di finanza derivata come le c.d. opzioni esotiche<sup>9</sup>, ovvero, i c.d. prodotti strutturati<sup>10</sup> in cui un prodotto derivato viene incorporato in un altro strumento finanziario. Una tale diversificazione, a tratti esponenziale, risulta determinata dall'esigenza di completamento del mercato finanziario sotto il profilo della copertura dei potenziali rischi a cui le aziende sono esposte nell'ambito delle loro molteplici attività.

## 2. Prime posizioni definitorie.

La parola “derivato” trarrebbe origine dall'aggettivo inglese *derivative* tuttavia ben altro sarebbe il concetto ad esso sotteso rispetto ad una mera traduzione letterale del suddetto aggettivo straniero.

Mediante una prima approssimazione, la categoria dei derivati comprenderebbe tutti quei negozi finanziari concernenti la negoziazione a termine di un'entità economica sotto il profilo dell'autonoma valorizzazione

---

<sup>9</sup> Tra le opzioni esotiche più note emerge l'opzione asiatica la quale fa riferimento alla media del prezzo dell'attività sottostante in un determinato periodo di tempo piuttosto che ad un ben preciso momento. Sul tema cfr. J. HULL, *Risk management and financial institutions*, Boston, 2010, 104; ID., *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano, 2012, 333 ss.

<sup>10</sup> Come esempio si possono riportare delle attività finanziarie legate alla fluttuazione di un indice azionario ma con un rendimento minimo garantito.

del differenziale dato dalla comparazione del prezzo riferito all'istante della conclusione del contratto e il suo valore alla scadenza concordata<sup>11</sup>.

In altri termini, l'oggetto della negoziazione non sarebbe mai un'entità economica determinata, bensì il differenziale individuato dalla comparazione temporale tra il valore al momento della stipulazione e il valore al momento dell'esecuzione o della scadenza del computo.

Tra i *contratti derivati* sarebbero quindi ricompresi quei contratti il cui valore "deriva" dal prezzo di un'attività sottostante: una grandezza economica reale (bene commerciale, titolo, etc.) ovvero astratta (tasso di cambio, tasso di interesse, indice di borsa, etc.).

Al descritto quadro si aggiungono da ultimo anche i derivati meteorologici che presentano quale sottostante le variazioni climatiche. A ben vedere, infatti, l'inaspettato mutare delle temperature stagionali rispetto alle medie storiche determina significativi effetti sulla produzione di beni e servizi e, dunque, sugli utili aziendali, aumentandone di conseguenza la volatilità.

In ogni caso, si tratta comunque di negozi fondati da valutazioni previsionali delle entità oggetto di negoziazione. Valutazioni previsionali che, di conseguenza, scontano rilevanti profili di incertezza ed aleatorietà in ordine a perdite finanziarie potenzialmente illimitate<sup>12</sup>.

Secondo parte della dottrina questa concettualizzazione esprimerebbe un mero aspetto economico della dinamica *de qua* e non, invece, il più complesso schema giuridico sotteso alla formazione degli strumenti in discorso<sup>13</sup>.

Ad un'attenta lettura, le definizioni potrebbero apparire così generiche da poter comprendere fenomenologie finanziarie molto distanti tra di loro.

---

<sup>11</sup> Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 8.

<sup>12</sup> F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, 9.

<sup>13</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 3 ss.

Ipoteticamente anche la quota di un fondo comune di investimento potrebbe designarsi alla stregua di un derivato, atteso che il suo valore dipende dall'andamento degli strumenti finanziari di cui è composta la massa patrimoniale del fondo stesso<sup>14</sup>.

Dal punto di vista normativo un primo riferimento ai contratti in argomento si rinviene nella legge 2 gennaio 1991, n. 1 in cui si considerano, tra i valori mobiliari, i contratti a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su valori mobiliari, tassi di interesse e valute.

Il Testo Unico della intermediazione Finanziaria (T.U.F.) supera tuttavia il concetto di valore mobiliare definendo “strumenti finanziari derivati” alcune determinate fattispecie, senza tuttavia fornire la relativa definizione<sup>15</sup>. Da ciò una parte della dottrina esprime particolare cautela nell'accogliere l'idea che i contratti derivati costituiscano una categoria giuridica ben definita<sup>16</sup>.

In generale, si rileva come mediante l'espressione “contratto derivato” l'esegesi tradizionale intenda un contratto in rapporto di accessorietà rispetto ad un altro definito “principale”<sup>17</sup>.

Accessorietà che tuttavia opera in modo unidirezionale. Sebbene il contratto derivato determini la creazione di una nuova posizione giuridico-soggettiva, solamente gli effetti prodotti dal contratto principale si possono riflettere sul derivato (non all'inverso), come ad esempio: i limiti di efficacia, i vizi, la risoluzione del contratto principale. Come ipotesi classiche possono ricordarsi i contratti di sub-appalto, sub-mandato e sub-trasporto.

---

<sup>14</sup> Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 10.

<sup>15</sup> Co. 3 art. 1 dlgs 58/1998: «Per “strumenti finanziari derivati” si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere d), e), f), g), h), i) e j), nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-bis, lettera d)».

<sup>16</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 3.

<sup>17</sup> Cfr. F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, 1972, 733.

Il termine in oggetto, pertanto, oltre all'illustrato significato tradizionale, secondo parte della dottrina, potrebbe avere una valenza unicamente finanziaria idonea ad individuare una categoria di negozi giuridici tra loro diversi, non collocabili nell'ambito di un unico *genus* giuridico.

Secondo quest'ultima prospettiva, la tendenza a ricomprendere nella nozione giuridica di *contratto derivato* tutte le ipotesi negoziali nelle quali vi sia un rapporto di derivazione da uno strumento finanziario, potrebbe condurre ad un'inopportuna sovrapposizione con la figura del c.d. titolo sintetico. Titolo sintetico inteso come un valore finanziario-economico risultante dalla combinazione di altre entità. Ad es. nell'ipotesi di concomitante acquisto di una *call option* e la vendita di una *put option* sul medesimo titolo si determinerebbe la creazione di un titolo sintetico avente ad oggetto lo stesso valore, in termini di eventuale profitto, del medesimo titolo sottostante<sup>18</sup>.

A ciò si risponde, tuttavia, che mediante i prodotti sintetici, che si realizzano attraverso un meccanismo di associazione di titoli e strumenti derivati, si concretizza un rischio di tipo differenziale con carattere accessorio rispetto a quello del titolo originario. Un fine dunque diverso e nuovo consistente nella combinazione (sintesi) di più strumenti finanziari innovativi<sup>19</sup>.

In altri termini, il titolo sintetico implicherebbe uno strumento negoziale strutturato da almeno due differenti strumenti finanziari con il fine di combinare gli effetti degli strumenti basilari, attenuandoli o esaltandoli.

---

<sup>18</sup> Cfr. J. DOWNES e J. E. GOODMAN, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, New York, 1995, 578. Tale tratto comune costituito dal coinvolgimento dell'elemento negoziale e dello strumento finanziario ha difatti indotto una parte della dottrina ad assimilare le due citate tipologie: entrambi perseguirebbero i medesimi obiettivi attraverso un'analoga trasformazione di un prodotto finanziario preesistente con uno nuovo avente caratteristiche diverse da quelle originarie [Cfr. G. MIGLIACCIO, *L'attività sui mercati mobiliari: intermediazione e finanza derivata*, Roma, 1996, 339].

<sup>19</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *I prodotti «derivati»: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca Borsa tit. cred.*, I, 1995, 359.

Potendo anche prescindere dall'esistenza di uno strumento finanziario, il derivato, invece, presuppone esclusivamente semplici grandezze economiche: l'elemento negoziale è quindi funzionale non alla determinazione di correlazioni tra strumenti finanziari, bensì alla realizzazione di nuovi strumenti. Il contratto derivato si porrebbe quindi come un "ponte" tra lo strumento negoziale e lo strumento finanziario.

In tal senso il perfezionamento di un contratto derivato rappresenterebbe, nel medesimo istante, atto negoziale e mezzo di generazione dello strumento con consequenziale riflesso sulla posizione delle parti che saranno sia contraenti, sia creatori di una nuova entità finanziaria<sup>20</sup>.

Come può notarsi da queste prime battute, già solo la questione definitoria *de qua* suscita una pluralità di posizioni spesso divergenti tra loro. Essa per vero presuppone la risoluzione delle questioni relative alla natura ed alla struttura del contratto derivato.

Ciò suggerisce perciò un'attenta riflessione sul punto la quale proseguirà nelle prossime pagine, e che potrà trovare una corretta collocazione attraverso l'esame e comprensione degli elementi essenziali del contratto in argomento.

### *3. La limitata operatività della distinzione tra derivati su merci e derivati su prodotti finanziari.*

Già si è rilevato come l'elemento sottostante dei negozi derivati possa riferirsi ad un'entità economica di svariata natura e specie: un titolo, un indice finanziario, un tasso d'interesse, un bene, un metallo prezioso, una merce o una derrata di cereali. A ciò, come detto, si aggiungono recentemente anche

---

<sup>20</sup> Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 11 ss. Ad esempio in un contratto di *swap* sono i contraenti stessi a determinare la nascita di un nuovo strumento finanziario.

grandezze economiche più evanescenti quali le variabili atmosferiche o le quote di emissioni inquinanti.

In tale contesto, soprattutto in passato, i derivati su merci (c.d. *commodities derivatives*) erano usualmente distinti dai derivati concernenti le entità finanziarie (c.d. *financial derivatives*). Distinzione, questa, per alcuni profili così radicata da riconoscere rango di strumento finanziario al solo *financial derivative*<sup>21</sup>.

In realtà si ritiene che tale contrapposizione dogmatica fosse in gran parte dovuta ad una diversità terminologica e dunque, un'ambiguità, tra “derivati finanziari” e “derivati su merci”.

Il derivato invero si caratterizza dall'inscindibile combinazione tra la componente contrattuale e quella economica. Dunque la componente economica, di per sé, sarebbe irrilevante nel marcare il tratto distintivo della fattispecie: un derivato non smette di essere tale per la circostanza di riferirsi ad un titolo azionario piuttosto che a un metallo prezioso. Medesimo orientamento è espresso dal Regolamento in materia di intermediari del mercato mobiliare della Banca Italia del 04.08.00 che rileva la completa equivalenza tra *commodities derivative* e il *financial derivative*.

Tale assunto non sembrerebbe sconfessato nemmeno dal T.U.F. (così come novellato dal d.lgs. del 17.09.07, n. 164) il quale, compiendo una sensibile distinzione in ordine alle *commodities*, tende ad escludere dalla categoria dei derivati finanziari quelli aventi una funzione principalmente commerciale ed acquisitiva. Difatti la distinzione *de qua* non avrebbe il fine di sconfessare la natura di derivato dello strumento in discorso ma, unicamente, di escludere l'efficacia della disciplina vincolistica del T.U.F. in

---

<sup>21</sup> Cfr. CONSOB, Com. n. 94010074 del 11.07.94: «quanto alle “commodities”, esse neppure costituiscono valori mobiliari. Non sono tali, si aggiunge, anche i contratti future ed option su merci».

ordine a transazioni economiche che poco hanno da condividere con l'oggetto tipico dello strumento derivato.

#### 4. *Il tempo e i derivati.*

Gli strumenti finanziari derivati condividono un altro fattore irrinunciabile: il tempo. Ossia quell'arco temporale ( $t_0-t_1$ ) "incerto", considerato dai contraenti, e connesso alle fluttuazioni che l'elemento sottostante potrà relativamente assumere.

Dunque principio immanente è che il derivato faccia conseguire all'investitore un determinato risultato in ragione dell'evoluzione futura ed incerta del valore di una grandezza economica presa in considerazione. Tanto è vero che la determinazione alla conclusione di un derivato, nella generalità, congettura un stima previsionale del sottostante.

Ad esempio, mediante il *domestic currency swap (DCS)* (che ha per oggetto la corresponsione della differenza che si registra tra il tasso di cambio definito contrattualmente e il tasso di cambio a pronti che si rileva al termine dell'operazione<sup>22</sup>) i contraenti si obbligano a corrispondere reciprocamente, al termine tra loro stabilito, un importo in euro pari alla differenza tra: a) il valore in euro di una somma in valuta estera al tempo della conclusione del contratto e b) il valore in euro della stessa somma di valuta estera al termine stabilito.

In altri termini, l'acquirente di un *dcs* si impegna generalmente a versare l'eventuale differenza positiva tra il tasso contrattuale e quello che si registra sul mercato alla scadenza. Il venditore di un *dcs* si obbliga, invece a versare la differenza, se positiva, tra il tasso di cambio alla scadenza e quello

---

<sup>22</sup> *Infra* cap. II, § 4.3

definito contrattualmente, mentre – naturalmente – ha diritto a incassare il differenziale in caso di deprezzamento della valuta estera.

Il riferimento al valore che assumerà il sottostante al tempo  $t_1$  si ripete per ogni strumento derivato fatti salvi, chiaramente, i connotati tecnico-formali di ciascuna figura.

Di qui la ragione per la quale il derivato risulti adeguato al raggiungimento di due distinte ed alternative finalità: la funzione protettiva, ovvero, la funzione speculativa.

##### 5. *La funzione protettiva o di copertura.*

La funzione protettiva del derivato si identifica usualmente con il termine britannico *hedging* (copertura). Il contratto in tal caso è stipulato da uno o da entrambi i contraenti (evidentemente con previsioni opposte) con lo sperato obiettivo di controllo di un evento futuro ed incerto quale l'oscillazione del valore di una grandezza economica o di un bene.

La ragione di tali contratti si individua nella possibilità di negoziare l'alea del negozio sottostante mediante il perfezionamento di un ulteriore contratto – il derivato, appunto – con un alea che, evidentemente, si opponga a quella del negozio sottostante<sup>23</sup>. Nella specie, il notevole grado di correlazione tecnica di tali derivati con le operazioni coperte permetterebbe di limitare, se non elidere, determinate figure di rischio, realizzando, così, effetti economico-finanziari speculari rispetto alle operazioni sottoposte al rischio che si intende coprire.

In altri termini, i derivati di “copertura” perseguono l'intento di neutralizzare gli esiti negativi di sfavorevoli oscillazioni di valore di alcune variabili finanziarie. Ciò attraverso la conclusione sul mercato a termine di

---

<sup>23</sup> F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, cit., 23.

operazioni di segno opposto rispetto a quelle effettuate sul mercato a pronti e, quindi, la compensazione delle perdite sul mercato a pronti con gli utili del mercato a termine<sup>24</sup>: gli utili maturati sul derivato di copertura sarebbero finalizzati a neutralizzare le perdite sulla posta coperta, correlativamente, le eventuali oscillazioni favorevoli dell'operazione coperta sarebbero bilanciate dalle perdite sul derivato di copertura.

Una posizione globale tendenzialmente equilibrata che, dunque, differisce dalle operazioni di copertura mediante derivati asimmetrici le quali, invece, offrono protezione senza escludere il conseguimento di utili grazie a movimenti favorevoli della variabile di rischio, seppur sostenendo un costo iniziale consistente nel premio dell'opzione<sup>25</sup>.

Ciò posto, si rileva come il tema della funzione protettiva del contratto derivato abbia suscitato una rilevante ed approfondita riflessione di giurisprudenza e dottrina; ciò in ragione dei suoi punti di interconnessione

---

<sup>24</sup> C. MARCON, *op. cit.*, 35.

<sup>25</sup> Si distinguono le coperture totali da quelle parziali. Nelle prime il rischio originario è interamente compensato, nella seconde, invece, viene coperta solo una porzione dell'evento rischioso.

Secondo altro approccio si possono distinguere le coperture perfette da quelle imperfette. Alla stregua delle prime, il risultato economico conseguibile dallo strumento di copertura controbilancia precisamente quello sulla posta coperta. Nelle seconde, invece, si possono verificare delle ipotesi di *overhedging* o *underhedging* dovute a una non perfetta aderenza tra l'architettura della copertura e l'elemento coperto.

In ogni caso, le due distinzioni illustrate non sono sovrapponibili: la prima riguarda il grado di copertura del rischio originario, mentre la seconda riguarda il livello di correlazione tra il rischio originario e il derivato di copertura; se non sono sovrapponibili possono però comporsi reciprocamente. Si possono, infatti, avere coperture parziali perfettamente efficaci, come pure coperture complete che non si sono rivelate perfette o viceversa.

In ragione della ripetizione delle negoziazioni, si distinguono le coperture statiche da quelle dinamiche. Si riconoscono le prime qualora vi sia la stipulazione di un'unica operazione di copertura la quale nel corso dell'esecuzione non è soggetta a modifica alcuna. Le coperture dinamiche, invece, si perseguono attraverso una continua negoziazione degli strumenti di copertura al fine di raggiungere il profilo coperto stabilito *ex ante* [C. MATTIELLO, G. REBECCA, R. SPILLER e L. TRIBAN, *Derivati in bilancio*, Milano, 2006, 149-175].

Infine i derivati a copertura si dividono in *long hedge* e *short hedge*. I primi consistono nell'acquisto a termine della variabile sottostante, ciò al fine di prefissare il prezzo di acquisto a scadenza e proteggersi dagli eventuali rincari della posizione coperta.

Diversamente, le *short hedge* riguardano la vendita a termine della variabile sottostante, predeterminando di conseguenza il prezzo di vendita a scadenza e, dunque, cautelandosi da indesiderati ribassi dell'elemento coperto.

con l'elemento della causa del contratto *de quo* di cui si darà conto nel prosieguo della trattazione.

## 6. *I rischi.*

Illustrata la funzione protettiva, sembra opportuno delineare i principali rischi che caratterizzano l'attività finanziaria. In proposito il mercato finanziario offre diverse forme di protezione che permettono di ridurre ovvero eliminare i rischi in esame. Ovviamente, affinché un'operazione venga definita finanziaria non risulta necessario che sussistano tutte le differenti tipologie di rischio, o le loro specie o sottospecie.

Ciò posto, si possono individuare le seguenti principali tipologie di rischio: il rischio di credito; il rischio di mercato; il rischio legale; il rischio paese; il rischio di liquidità; il rischio di reputazione; il rischio operativo.

### 6.1. *[segue] Il rischio di credito.*

Il rischio di credito coincide con l'ipotesi dell'insorgere di perdite causate dall'inadempimento di controparte nell'esecuzione delle proprie obbligazioni di pagamento.

Al suo interno si distinguono tre specie:

a. Il *rischio di sostituzione* – insito nei contratti a termine con prestazioni corrispettive ed esecuzione normalmente contemporanea – si riferisce al mancato guadagno o al maggior costo che il contraente adempiente debba sopportare qualora la controparte manifesti l'insolvenza prima della scadenza pattuita. In tale ipotesi è ovvio che la parte *in bonis* si asterrà dall'eseguire la propria prestazione, tuttavia, per conseguire quanto dovuto dalla parte insolvente, la parte diligente sarà costretta a concludere un

nuovo contratto sostitutivo di quello inadempito. Di conseguenza sussisterà il rischio che il nuovo contratto possa avere un costo diverso dal primo, comportando così una possibile perdita. La differente evenienza in cui la controparte fosse solvente sino alla scadenza pattuita, ma poi risultasse inadempiente alla propria obbligazione è collocata nel differente ambito del rischio di consegna.

b. Il *rischio di consegna*, per l'appunto, in cui innanzi a reciproche obbligazioni da eseguirsi contemporaneamente, una parte adempia alla propria obbligazione non ricevendo tuttavia la contestuale controprestazione dell'altro contraente.

c. Il *rischio di credito pieno*, concernente il rischio che la controparte illegittimamente non adempia alla propria obbligazione di pagamento.

In tale quadro, una fattispecie di compravendita a termine di valute determina sia il "rischio di sostituzione", nelle more del termine, sia il "rischio di consegna" a scadenza<sup>26</sup>. Rischi che, invece, non sussistono nella conclusione, in un mercato ufficiale, di un contratto derivato a termine. Non il rischio di sostituzione in quanto, in linea generale, i contraenti pattuiscono il versamento giornaliero dei collaterali<sup>27</sup>; non il rischio di consegna in ragione del fatto che viene regolata la sola differenza.

---

<sup>26</sup> Sensibilmente diversa è l'ipotesi di una compravendita a termine di titoli da regularsi in stanza di compensazione. In tal caso sussiste il solo rischio di sostituzione, il rischio di consegna, invece, è eliminato dal meccanismo di consegna contro pagamento (*delivery-versus-payment, payment-versus-delivery, payment-versus-payment, delivery-versus-delivery*).

È noto come per "*payment-versus-payment*" si intende che il primo pagamento avviene contestualmente al contro-pagamento (es. vendita di euro contro dollari). Per *payment-versus-delivery e delivery-versus-payment* si intende invece che la consegna di un titolo avviene contestualmente al pagamento. Infine la dizione "*delivery-versus-delivery*" si riferisce all'ipotesi in cui la consegna di un titolo è contestuale alla consegna di un altro titolo.

<sup>27</sup> Ed oltretutto si costituisce un pegno in danaro a garanzia dell'adempimento; *infra* cap. II, § 6.

Ciò posto, sul versante dell'attività di negoziazione (c.d. *trading*), il rischio *de quo* è considerato dalla normativa di vigilanza bancaria mediante un'ulteriore terminologia.

Nel contesto delle negoziazioni su azioni, obbligazioni e titoli in genere, il rischio di credito pieno (*c*) corrisponde al c.d. “rischio specifico”. Esso rappresenta il rischio di un'oscillazione sfavorevole del titolo negoziato in ragione della solvibilità dell'emittente rispetto alla sua situazione economico-finanziaria.

Il rischio di consegna sopra illustrato (*b*) si individua nel c.d. “rischio di regolamento” qui esclusivamente riferito alle operazioni su titoli<sup>28</sup>. Il “rischio di controparte”<sup>29</sup>, invece, corrisponde al sopra descritto rischio di sostituzione (*a*).

Orbene, da quanto illustrato, si evince come il rischio di insolvenza del debitore e, più in generale, il peggioramento della sua posizione finanziaria, costituiscano il minimo comun denominatore delle illustrate tre specie di rischio. Si può quindi compiere una distinzione fondata sulla volontarietà, o meno, dell'esposizione al rischio in argomento e sulla determinazione della sua estensione<sup>30</sup>.

Il “rischio di credito pieno”, ovvero “il rischio specifico”, costituisce il rischio che il creditore ha scelto di accettare, e dunque di sostenere. Scelta che ricade di conseguenza anche sulla dimensione del rischio medesimo: è il creditore che determina la misura della sua esposizione creditizia.

Oggetto di assunzione volontaria da parte del creditore risulta anche il “rischio di sostituzione” (ossia il “rischio di controparte”). Tuttavia,

---

<sup>28</sup> Cfr. Banca d'Italia, Circolare 21 aprile 1999, n. 229, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, titolo IV, capitolo 3, Requisiti patrimoniali sui rischi di mercato.

<sup>29</sup> Cfr. Banca d'Italia, Circolare 21 aprile 1999, n. 229, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, titolo IV, capitolo 3, Requisiti patrimoniali sui rischi di mercato.

<sup>30</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 11 ss.

diversamente dal rischio di credito pieno, il creditore non sceglie la dimensione dell'esposizione, la quale viene determinata da elementi esterni alla sua sfera di dominabilità quali, ad esempio, la variazione dei tassi di interessi o di cambio.

All'opposto, il rischio di consegna (ovvero il rischio di regolamento) è un rischio non voluto tuttavia imprescindibile nell'ambito di un'operazione finanziaria.

Al riguardo, quale esempio per antonomasia, rileva la compravendita di divise in cui la comune intenzione delle parti coincide nel reciproco scambio di valute senza la concessione di alcun prestito. Tuttavia, nella prassi commerciale, spesso accade che trascorra un notevole lasso di tempo (numerose ore o, finanche, alcuni giorni) tra la consegna irrevocabile della divisa alienata e la ricezione definitiva di quella acquistata. Di conseguenza, durante tale lasso temporale, il primo tra i contraenti che ha trasmesso la divisa ha nella sostanza concesso un involontario prestito al secondo.

## 6.2. *[segue] il rischio di mercato.*

Mediante il termine di rischio di mercato in senso stretto<sup>31</sup> si intende il rischio che il mercato finanziario si diriga verso una direzione opposta rispetto a quella desiderata. In altri termini, sarebbe il rischio di perdite conseguenti alle fluttuazioni sfavorevoli nei prezzi della generalità degli strumenti finanziari in bilancio o fuori bilancio, derivanti dal movimento sgradito dei tassi di cambio, indici di borsa, tassi di interesse ecc. Ipotesi,

---

<sup>31</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 14 tale dizione si distingue dal c.d. rischio di mercato in senso generico volto, quest'ultimo, ad individuare i rischi insiti nell'attività bancaria di negoziazione e di tesoreria. A ciò si aggiunga come la Banca d'Italia includa in tale categoria più generale sin anche il rischio specifico, il rischio di controparte, il rischio di concentrazione.

queste ultime, chiaramente distinte ed autonome dalle condizione economico-patrimoniali del singolo emittente dei valori mobiliari negoziati.

Ciò posto, si riconoscono le seguenti specie del rischio *de quo*:

a. il *rischio di interesse*, ossia, il rischio di perdita derivante dal movimento sfavorevole dei tassi di interesse in relazione a posizioni sui tassi non perfettamente coperte<sup>32</sup>;

b. il *rischio azionario*: il rischio di perdita causato dalla inattesa oscillazione dei prezzi delle azioni rispetto a posizioni non perfettamente coperte;

c. il *rischio di cambio*: il rischio di perdita conseguente allo sfavorevole mutamento del tasso di cambio che incide su posizioni in cambi non esattamente coperte, ossia, sul valore di un bene espresso in una valuta estera;

d. il *rischio di base* (c.d. *basis risk*), consistente nel pericolo di perdite causate dalla eterogeneità degli strumenti che realizzano una posizione pareggiata. Le variazioni esogene del mercato, come ad es. dei tassi di interesse, si possono riflettere in modo non del tutto speculare sulle componenti della posizione pareggiata;

e. il *rischio su metalli preziosi*, cioè il rischio da sfavorevole fluttuazione dei prezzo dei metalli preziosi rispetto a posizioni non pienamente coperte;

f. il *rischio su merci*, che è il rischio di perdita derivante dalla sfavorevole oscillazione dei corsi delle merci rispetto a posizioni non esattamente coperte.

---

<sup>32</sup> Nella specie, incorrono in tale rischio i detentori di obbligazioni a tasso fisso. Difatti un aumento dei tassi di interesse, in misura superiore ai tassi di interesse pagati sulle obbligazioni, determina un svalutazione delle stesse. Sussiste invero una correlazione inversa tra prezzo e rendimento del titolo a scadenza, rappresentata da una curva (nota come curva prezzo-rendimento) ad inclinazione decrescente.

### 6.3. [segue] Il rischio legale.

Individuato nel rischio di perdite prodotte da una carente documentazione legale tale da determinare gravi patologie dei negozi conclusi, quali invalidità (nullità, annullabilità), rescindibilità, risoluzione, gravi incertezze in ordine alla disciplina applicabile anche in relazione alle diverse legislazioni nazionali.

### 6.4. [segue] Il rischio di Paese.

Il rischio di Paese consiste nelle possibili perdite provenienti da eventi e circostanze riconducibili al Paese in cui risiede il debitore, perciò non dipendenti dalla solvenza di quest'ultimo.

Si tratta pertanto di un rischio che si addiziona al rischio di credito ogniqualvolta debitore e creditore risiedano in Paesi diversi, indipendentemente dal fatto che i paesi in esame siano o meno considerati a rischio; in questa seconda ipotesi, il rischio sarà di una misura irrilevante ma, in ogni caso, sempre presente.

Così inquadrato, il rischio *de quo* può ripartirsi nelle specie di seguito indicate:

a) *rischio politico o sovrano*, ossia il rischio di subire perdite a causa di atti d'imperio del Paese in cui risiede il debitore, a prescindere se quest'ultimo sia o meno solvente. Esempi, in tal senso, sono: la confisca; l'entrata in vigore di una norma avente la forza di sospendere unilateralmente i pagamenti dovuti da privati nei confronti di soggetti risidenti all'estero; la nazionalizzazione, la sopravvenuta invalidità o la non trasferibilità della divisa di pagamento (c.d. rischio di non convertibilità), l'insorgenza di un conflitto bellico nei confronti di altri Stati o governi.

In definitiva il rischio politico rispecchia la stabilità finanziaria, economica e politica sia dello stato in cui si trova la parte obbligata, sia di quello che ha emesso la valuta scelta dai contraenti per l'esecuzione della prestazione

Compreso in tale specie risulta anche il c.d. rischio in senso stretto inteso nell'ipotesi in cui, mediante un *actum principis*, un Paese disponga l'interruzione di tutti i pagamenti verso creditori residenti in determinati Paesi.

b) *rischio naturale* determinato da eventi naturali catastrofici, come, ad esempio, terremoti, eruzioni vulcaniche, tsunami, esondazioni, cicloni.

c) *rischio sociale*, il quale determina l'impossibilità di adempiere a causa di accadimenti di natura sociale quali rivoluzioni, scioperi, guerre civili, rivolte o sommosse popolari.

#### 6.5. [segue] Il rischio di liquidità.

Il rischio di liquidità esprime il rischio di non riuscire a smobilizzare agevolmente l'investimento a causa dell'esiguità della domanda o della offerta di strumenti finanziari<sup>33</sup>.

Il grado di liquidità di uno strumento finanziario è determinato dal differenziale dei prezzi tra l'offerta e la domanda. Ad un alto grado di liquidità dello strumento in esame corrisponderà un esiguo valore del detto differenziale. Pertanto il rischio *de quo* si riferisce sostanzialmente all'assenza di domanda o offerta.

---

<sup>33</sup> C. MARCON, *op. cit.*, 29.

In tale contesto si connette il tema del c.d. *funding liquidity risk*<sup>34</sup>, mediante il quale si indica il pericolo che l'adempimento della prestazione di pagamento non venga eseguita nonostante il debitore sia dotato di un patrimonio capiente a causa di una transitoria incapacità a convertire l'attività in mezzi liquidi.

#### 6.6. [segue] Il rischio di reputazione.

Il rischio di reputazione riguarda il rischio di perdite che l'operatore economico può subire per effetto di: pubblicità negativa a prescindere dal fatto che sia fondata o meno; contenzioso; perdita di clientela; contrazione nelle entrate; perdita di quote di mercato.

#### 6.7. [segue] Il rischio operativo.

La nozione del c.d. rischio operativo non riscuote tuttora un univoco consenso. Ad una definizione ampia comprensiva di ogni rischio, escluso il rischio di credito e di mercato<sup>35</sup>, se ne contrappone una più restrittiva circoscritta al rischio legato ai processi interni, ad azioni della concorrenza, all'incapacità del *management*, ovvero ad azioni terroristiche<sup>36</sup>.

Entrambe le formulazioni risulterebbero tuttavia eccessive in quanto comprensive, allo stesso tempo, di due categorie di rischio: i rischi controllabili e i rischi non controllabili dovuti al caso o alla natura (come, ad esempio, attentati terroristici, disastri naturali, recessioni economiche). Si

---

<sup>34</sup> Cfr. FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Framework for risk-focused supervision of large complex institutions*, New York, 8 agosto 1997, 17.

<sup>35</sup> R. JAMESON, *Planning the name game*, in *Risk*, 1998, 11, 38.

<sup>36</sup> COOPERS & LYBRAND, *Operational risk: management survey*, Londra, 1997.

ritiene perciò preferibile comprendere nel rischio c.d. operativo i soli rischi misurabili e controllabili<sup>37</sup> nell'ambito dei processi produttivi industriali.

Accostando tale nozione così circoscritta al settore bancario, il rischio *de quo* si riconosce in quello di perdite prodotte da disfunzioni dei comparti informatici (ad esempio guasti, virus), delle condotte umane (ad esempio errori o frodi) e dei sistemi organizzativi (ad esempio perdita di documenti, controlli insufficienti, violazione della riservatezza)<sup>38</sup>. Sono dunque escluse le perdite causate da eventi non dominabili dall'azienda come recessioni, terrorismo, inefficienza del *management*, vertenze legali, calamità naturali, concorrenza e ciclicità dei mercati<sup>39</sup>.

Per completezza si rileva come gli operatori finanziari siano in realtà esposti ad un ulteriore rischio definito "sistemico" e consistente nell'evenienza in cui gli strumenti di pagamento, di *clearing* e di negoziazione elettronica difettino, determinando ingenti e diffusi ritardi o inadempimenti. Tale rischio, tuttavia, pur essendo un rischio di *processing*, non può annoverarsi nel rischio di operatività in quanto esterno all'azienda.

#### 7. *Le funzioni speculativa e di arbitraggio.*

Accanto alla funzione protettiva, si riconoscono i fini speculativi del contratto derivato nell'ipotesi in cui lo scopo principale dell'investitore sia orientato all'ottenimento di profitti in ragione dell'andamento delle variabili finanziarie sottostanti.

Qui il rischio finanziario è assunto dall'investitore contestualmente al perfezionamento dello strumento derivato. Ciò in evidente antitesi alla

---

<sup>37</sup> J.L. KING, *Defining operational risk*, in *Algo research quarterly*, 1998, 1, 37.

<sup>38</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 19.

<sup>39</sup> È noto come processando quotidianamente un grande flusso di informazioni e documenti, le banche sono esposte ad ingenti perdite anche a fronte di una minima percentuale di disfunzioni od errori.

strategia di copertura in cui (almeno nei propositi) il derivato viene strutturato per gestire invece un rischio preesistente.

Ciò posto si rileva come, rispetto alle operazioni a pronti, la speculazione perseguita attraverso gli strumenti derivati è ancor più rischiosa a causa dell'effetto leva<sup>40</sup>, che amplifica non solo gli utili ma anche le eventuali perdite.

In tale contesto si registrano due tipiche principali di speculazione: il *position trading* e lo *spreading*<sup>41</sup>.

La prima coincide con la scelta dell'investitore di acquisire una posizione ben risolta (rialzista o ribassista) in ragione delle proprie proiezioni dei prezzi, attendendo l'istante più conveniente per chiudere la posizione.

La seconda tecnica, denominata *spreading*, risulta sensibilmente più articolata. Consiste nel compiere due operazioni di segno opposto su contratti molto simili negoziati in mercati diversi (*spread intermarket*) o su scadenze diverse di uno stesso contratto (*spread intramarket*). Per ogni contratto acquistato ne viene ceduto uno correlato, gioco forza si rileverà sia una perdita sia un profitto. Il risultato finale della speculazione sarà quindi misurato in forza della dimensione del profitto e della perdita. Lo scopo è chiaro: realizzare un guadagno su di un contratto superiore alla perdita subita sull'altro.

Ai fini del funzionamento del mercato degli strumenti derivati il ruolo degli speculatori è tanto negativo quanto necessario. Essi consentono di

---

<sup>40</sup> F. VITELLI, *op. cit.*, 13.

<sup>41</sup> G. PETRELLA, *op. cit.*, 18 ss.

supplire alla carenza di un adeguato numero di soggetti con opposte esigenze di copertura<sup>42</sup>.

Le operazioni di arbitraggio costituiscono un'ulteriore applicazione dello strumento derivato: l'investitore sfrutta le imperfezioni del mercato finanziario conseguendo profitti privi di rischio.

Tali operazioni si realizzano mediante l'acquisto e la contestuale vendita di una medesima grandezza finanziaria in mercati diversi, speculando così l'eventuale disallineamento dei prezzi (ad es: mercati di piazze finanziarie differenti, ovvero, mercato a pronti e mercato a termine).

Ciò nonostante, questi disallineamenti non perdurano proprio a causa degli arbitraggisti, i quali con la loro attività ripristinano le condizioni di equilibrio. In aggiunta, la presenza dei costi di transazione può di fatto annullare i guadagni scaturenti dalle operazioni *de quibus*. Operazioni che risulteranno pertanto vantaggiose alle sole grandi banche di investimento le quali, realizzando economie di scala, movimentano enormi volumi di attività. Senza poi dimenticare il ruolo ricoperto dalle negoziazioni telematiche che hanno ridotto sensibilmente il lasso temporale tra l'individuazione dell'opportunità di arbitraggio e la sua concreta realizzazione.

In conclusione si può delineare un legame tra le rappresentate funzioni di copertura, speculazione e arbitraggio. La crescente volatilità delle variabili finanziarie porta con sé l'aumento della domanda di copertura che stimola così, da un lato, le azioni di tipo speculativo e, dall'altro, le opportunità per gli arbitraggisti di intervenire per correggere le momentanee inefficienze del mercato<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati. Profili giuridici*, Milano, 1999, 17.

<sup>43</sup> P. PIA, *Il mercato azionario italiano*, Torino, 1997, 269.

## CAPITOLO II

### LE PRINCIPALI TIPOLOGIE DI CONTRATTI DERIVATI

#### 1. *Futures*.

Il *future* è l'archetipo iniziale, la struttura più elementare, esprime la dinamica fondamentale di ogni strumento rientrante nella categoria dei contratti derivati<sup>44</sup>. È l'accordo mediante il quale, allo scadere del termine pattuito, una parte si obbliga ad acquistare o vendere in una borsa ufficiale un determinato *stock* di beni o attività finanziarie ad un prezzo predeterminato<sup>45</sup>.

Si tratta di un prodotto finanziario relativamente recente: la prima negoziazione di un *future* su attività finanziarie<sup>46</sup> con oggetto divise estere<sup>47</sup> si registrò presso l'*International Commercial Exchange* di Chicago nel 1970. Il suo approdo in Europa, invece, coincise con il 30 settembre 1982, giorno di apertura del *London International Futures Exchange*. Si dovettero poi attendere ulteriori 10 anni (precisamente l'11 settembre 1992) per l'avvio del mercato italiano dei *futures* su titoli di Stato, meglio conosciuto con l'acronimo Mif<sup>48</sup>.

---

<sup>44</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 55.

<sup>45</sup> Per un quadro generale sui *financial futures* cfr. M.D. FITZGERALD, *Financial futures*, Londra, 1983; G. GAY e R.W. KOLB, *Interest rate futures: concepts and issues*, Richmond, 1982; R.W. KOLB, *Interest rate futures: a comprehensive introduction*, Richmond, 1982; A.M. LOOSIGIAN, *Interest rate futures*, Homewood, 1980; H. MCLEAN, *The European options and futures exchanges*, Londra, 1991; L.G. TELSNER e H.N. HIGINBOTHAN, *Organized futures markets: costs and benefits*, in *Journal of political economy*, 1977, 969; E. WILLIAMS, *The economic function of futures markets*, Cambridge, 1986; C. GRUMBALL, *Managing interest rate risk*, Londra, 1986.

<sup>46</sup> Detto anche *financial future* per distinguerlo dal compravendita a termine di materie prime, prodotti agricoli o simili beni fungibili da consegnarsi a data futura con prezzo predeterminato.

<sup>47</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 284.

<sup>48</sup> Per un quadro generale italiano cfr. A. ALBERICI, *I financial futures e le banche*, Milano, 1985; ID., *I mercati dei financial futures*, in *Rivista milanese di economia*, 24, 1987, 39; E. RUSSO, *I financial futures: mercati ed aspetti operativi*, in *Amm. e fin.*, 1986, 653; P. BACCHETTA

Successivamente, il settembre del 2000 vide la fusione delle borse dei derivati di Parigi, Brussels e Amsterdam nell'*Euronext NV*, che due anni dopo acquisì anche il *London International Financial Futures and Options Exchange* (c.d. *Liffe*) e la borsa dei derivati portoghese.

Attualmente, in ogni parte del pianeta, sono negoziati *futures* su un'ampia varietà di strumenti finanziari. Un'attività incessante da cui deriva la creazione di sempre nuove borse ed altrettanti nuovi contratti. Alcuni di questi riscuotono successo, altri, invece, scompaiono.

In tale contesto, previa approvazione degli organismi di controllo all'uopo predisposti, sono le singole borse a predeterminare le principali caratteristiche dei contratti *futures* ammessi alla contrattazione. Generalmente sono stabiliti: i beni oggetto dei contratti negoziati; la quantità del bene o il

---

e A. FERRERO, *Financial futures e forward rate agreements (Fra)*, in *Ufficio studi notiziario*, 5-6, 1991, 18; E. BERLANDA, T. BIANCHI, F. GIAVAZZI, T. PADOA SCHIOPPA, L. RONDELLI, M. TACCI e A. VENTURA, *Strumenti derivati: il mercato italiano dei futures*, Roma, 1994; B. BIANCHI, *I mercati financial futures: funzione, organizzazione e possibili sviluppi in Italia*, in *Impresa banca*, 1991, 2, 37; A. CONFORTI, *I financial futures*, in *Bancaria*, 5-6, 1984, 539; V. DEL SOLE, *Future*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, XX, 2004, 451 ss.; G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999, 1278; E. GIRINO e C. VECCHIO, *Futures, options, swaps, commerciali papers*, Milano, 1988; J.P. GOURLAOUEN, *I nuovi strumenti finanziari - swaps, futures, options e altri prodotti derivati*, Milano, 1993; J. HULL, *Introduzione ai mercati dei futures e delle opzioni*, Milano, 1995, 17 ss.; P. MAMMOLA e G. SABATINI, *L'istituzione del mercato dei future sugli indici di borsa in Italia: aspetti organizzativi e regolamentari*, in *Bancaria*, 5, 1995, 72; A. SCALIA e L. TORNETTA, *I futures e le opzioni sui titoli di Stato. Un'analisi del mercato e delle prospettive in Italia*, in *Temi di discussione, Banca d'Italia*, 1991, 159; E. MARCHESINI, *Fattori determinanti e profilo di rischio di alcuni strumenti finanziari innovativi*, in *Risparmio*, 2, 1989, 261; R. MASERA, *Tecniche e opportunità dei financial futures in Italia: evoluzione dei mercati a termine e copertura dei rischi finanziari*, in *Mondo bancario*, n. 1, 1990, 9; C. MAZZOLA, *I contratti BTP futures del Mif e del Liffe*, in *Quaderni di ricerca Luiss*, 28, 1993; F. METELLI, *Il rischio finanziario origine e strumenti derivati - tassi di interesse, cambi, materie prime e titoli*, Milano, 1995; M. MURGIA, *I financial futures nel mercato dei capitali italiano. Aspetti teorici ed osservazioni empiriche per l'istituzione di un mercato organizzato*, Milano, 1987; F. PARIS e G. SZEGO, *I financial futures*, in *Riv. bancaria*, 5-6, 1987, 8 ss.; G. CAPRARA, *I mercati a termine di borsa - I futures markets*, Milano, 1986; A. PEDRETTI, *I financial futures strumenti di immunizzazione dal rischio di tasso. Uno sguardo panoramico*, in *Tesoreria*, 1, 1991, 47; G. SARACCO, *Financial futures, rischi di cambio e di tasso: possibili applicazioni alla realtà italiana*, in *Rivista di diritto valutario e di economia internazionale*, 4, 1986, 973; G. SZEGO, F. PARIS e G. ZAMLIRUNO,  *Mercati finanziari e attività bancaria internazionale*, Bologna, 1988; L. TORNETTA, *I futures sui tassi d'interesse: funzionamento e considerazioni sulla loro istituzione in Italia*, in *Rivista di politica economica*, 11, 1989, 23.

valore nominale del titolo oggetto di contrattazione; la scadenza del contratto; i soggetti ammessi alla negoziazione. Nella disponibilità dei contraenti rimane esclusivamente la determinazione del prezzo<sup>49</sup>.

I *futures* sono perciò contratti standardizzati. Per ogni operazione, le clausole sono prestabilite dalle autorità competenti e sono le medesime per tutti i contratti dello stesso tipo. Ne discende come i tempi di formazione dell'accordo siano sensibilmente ridotti, favorendo così la rapidità e la semplicità dell'accesso alle negoziazioni e, quindi, la liquidità del mercato.

Come accennato, la negoziazione di tali contratti avviene in borse ufficiali, specializzate e minuziosamente regolamentate. Queste operano sotto la stretta sorveglianza di un organismo esterno e sulla base di un proprio regolamento approvato da autorità governative o da organismi di vigilanza pubblica.

Altra rilevante peculiarità del mercato *futures* è la presenza della Cassa di compensazione e garanzia (c.d. *Clearing house*). La Cassa di compensazione può essere strutturata quale ente autonomo dalla borsa a termine, ovvero come sua divisione. È assoggettata alla disciplina legislativa, a quella degli organi direttivi delle singole borse e a quella dell'autorità di controllo esterno.

La Cassa svolge un ruolo centrale, in quanto assume la qualità di contraente diretto o indiretto<sup>50</sup> di ogni operatore per tutti i contratti stipulati. Si consegue pertanto una rilevante semplificazione dei rapporti contrattuali

---

<sup>49</sup> P. DE BIASI, *Strumenti ben temperati. Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività dei derivati OTC*, Siena, 2000, 28 ss.

<sup>50</sup> Gli operatori sono generalmente classificati in ragione della possibilità o meno di aderire alla Cassa. Si distinguono gli "aderenti generali" che aderiscono alla Cassa per conto proprio e per conto di terzi (operatori indiretti); gli "aderenti individuali", che possono aderire alla Cassa solo per se stessi; gli "aderenti indiretti" che aderiscono alla Cassa mediante gli "aderenti generali". Pertanto esclusivamente gli aderenti generali e gli aderenti individuali versano direttamente i margini su un conto aperto presso la Cassa. Gli aderenti indiretti devono necessariamente ricorrere agli aderenti generali.

esistenti: le posizioni<sup>51</sup> di acquisto e di vendita aperte successivamente dal medesimo operatore, in relazione ad un stesso tipo di contratto, sono automaticamente ed immediatamente compensate<sup>52</sup>. L'operatore, invero, sarà al contempo compratore e venditore nei confronti della *Clearing House*. Di conseguenza vi sarà la liquidazione delle differenze e la liberazione delle garanzie prestate<sup>53</sup> e, dunque, in generale, una rilevante riduzione dell'impegno finanziario per il ricorso al mercato *futures*.

Il funzionamento della Cassa esplica inoltre ulteriori e notevoli benefici: riduzione dei costi di transazione; liquidità del mercato dovuta alla spersonalizzazione dei rapporti contrattuali; annullamento dei rischi di insolvenza della controparte grazie alla sicura solvibilità della Cassa che, in ragione del suo ruolo, assicura la corretta esecuzione di tutti i contratti.

Corretta esecuzione che consiste nella esatta liquidazione del differenziale, ovvero, nella consegna dei beni o dei titoli alla scadenza al creditore richiedente. In questa seconda ipotesi, sarà la *Clearing House* ad attribuire una controparte a chi manifesti la volontà di ricevere o consegnare i titoli o i beni oggetto del *future*<sup>54</sup>.

---

<sup>51</sup> Nel linguaggio convenzionale la vendita o l'acquisto di *futures* sono indicati con l'espressione "apertura di una posizione" sul mercato. La posizione del venditore è definita "*short*"; "*long*" la posizione dell'acquirente.

<sup>52</sup> *Infra* in questo capitolo § 5.

<sup>53</sup> Data l'ingente quantità di negoziazioni, il meccanismo della compensazione si attua giornalmente.

<sup>54</sup> In Italia il 31 marzo 1992 vide l'istituzione della Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.a. e dal 2000 l'azionista di maggioranza è la Borsa Italiana S.p.A. L'attività di controllo è esercitata dalla Banca d'Italia e dalla Consob, le quali ne approvano il regolamento. Sono tre i livelli di protezione su cui si erge il sistema di salvaguardia finanziaria della Cassa: a) requisiti di adesione; b) sistema dei margini; c) risorse patrimoniali e finanziarie.

I requisiti di adesione costituiscono il primo sbarramento di salvaguardia della Cassa che definiscono quali soggetti siano legittimati ad aderire al sistema. Vi sono due modalità di adesione: come controparte della Cassa in qualità di Partecipante Diretto (Generale o Individuale), ovvero, come controparte di un Partecipante Generale con la veste di Partecipante Indiretto. Ai Partecipanti Diretti si richiede un patrimonio di vigilanza minimo, nonché, un'organizzazione e sistemi informatici che possano assicurare l'ordinata, continua ed efficiente esecuzione dei rapporti.

A ciò si aggiunge il sistema dei margini che obbliga i partecipanti ad istituire delle garanzie sufficienti alla copertura dei costi di liquidazione che la Cassa dovrebbe sostenere per chiudere le

La consegna o la ricezione avviene tuttavia in rare occasioni. Nella normalità delle ipotesi, l'estinzione dell'obbligazione dedotta nel contratto si realizza mediante l'apertura di una posizione uguale e contraria (di acquisto o di vendita) rispetto a quella prima detenuta (*offset*), ovvero, mediante l'esecuzione, alla scadenza, di un'unica prestazione pecuniaria (c.d. *cash settlement*). Quest'ultima è realizzata dal contraente che abbia sofferto una variazione avversa dell'andamento dei prezzi rispetto al prezzo del contratto previsto al momento del perfezionamento. In altri termini, qualora alla scadenza, il prezzo di mercato del bene sia superiore rispetto a quello convenuto, si registrerà un differenziale positivo per il compratore e un corrispettivo differenziale negativo per il venditore. Il *cash settlement* caratterizza pertanto i *futures* nella misura in cui vengano stipulati non per l'approvvigionamento, bensì per la copertura del rischio<sup>55</sup>, dell'arbitraggio, o della speculazione.

Ciò posto, risulta opportuno illustrare, in breve, il sistema dei margini di garanzia a variazione giornaliera operante su tale mercato. L'ammontare dei margini è solitamente determinato dalla Cassa, mentre la loro funzione consiste nel garantire la stessa rispetto ad eventuali perdite causate dall'inadempimento dell'operatore, sua controparte.

---

posizione del Partecipante insolvente. Il tutto considerando la più sfavorevole proiezione di mercato ragionevolmente possibile.

Per i mercati Idem e azionario Bit, i margini sono calcolati tramite la metodologia Tims (*Theoretical Intermarket Margins System*), per quanto concerne il mercato Mts, invece, viene applicata la metodologia Mvp (*Method for Portfolio valuation*). Sistemi di calcolo, entrambi, alquanto accurati nel riconoscere il rischio complessivo del portafoglio e permettere la compensazione del rischio tra prodotti intimamente correlati.

Oltre a tali protocolli di prevenzione, la Cassa ha adottato un'ulteriore protezione: il *Default Fund*, funzionale alla copertura di quella porzione di rischio non garantita dal sistema dei margini, in quanto connessa a variazioni estreme delle condizioni di mercato.

In caso di insolvenza di un contraente, per coprire le perdite la Cassa si avvale, nell'ordine: a) i margini iniziali dell'insolvente, b) la quota di *Default Fund* versata dal Partecipante insolvente, c) mezzi propri sino a 5 milioni di Euro, d) il rimanente *Default Fund*, sulla base del principio di "loss sharing" e) i rimanenti mezzi propri. (cfr. <http://www.ccg.it>).

<sup>55</sup> E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. Comm. e Obbligazioni*, 1992, 629 ss.

Al momento dell'apertura della posizione, l'operatore è obbligato a versare, su un conto presso la Cassa, ovvero, presso un membro di questa se non aderente, un margine iniziale (c.d. deposito di garanzia). Alla conclusione di ciascuna giornata di contrattazioni è richiesto all'operatore, o accreditato sul suo conto, un ammontare commisurato ai prezzi di chiusura giornaliera del contratto considerato.

Di conseguenza il contraente che ha sofferto una variazione sfavorevole dei prezzi è generalmente obbligato a versare una somma ulteriore a titolo di margine; all'opposto, il contraente che ha goduto di un favorevole mutamento dei prezzi consegue un accrescimento del proprio margine pari ad un ammontare coincidente al mutamento *de quo*. In tale contesto, il primo contraente dovrà solitamente versare i margini di variazione prima dell'apertura della successiva giornata di contrattazione, pena la liquidazione di tutte le posizioni possedute. Il secondo, diversamente, potrà riscuotere i fondi in eccesso rispetto all'ammontare previsto come margine iniziale.

Dette somme rappresentano i c.d. "margini di variazione", mentre il meccanismo di adeguamento giornaliero dei margini è denominato *marking to market*. Margini che, nella specie, si caratterizzano per l'esiguità del loro ammontare rispetto al valore del contratto, cui sono generalmente inferiori.

L'applicazione di detto meccanismo dei margini contribuisce così a ridurre sensibilmente il rischio di inadempimento della controparte. Operando giornalmente, è impossibile che le perdite si possano accumulare. La massima perdita ipotizzabile per la stanza di compensazione coinciderà, di conseguenza, con la variazione del prezzo del *future* in una giornata di contrattazione che non trovi soddisfazione nel margine iniziale<sup>56</sup>.

Margine iniziale che, diversamente, è tendenzialmente determinato dalla liquidità del mercato, dalla volatilità dei prezzi dei contratti considerati e dalla

---

<sup>56</sup> C. MARCON, *op. cit.*, 52.

propensione al rischio degli operatori che vi intervengono. È dunque specificamente individuato per ciascun *future*<sup>57</sup>.

In definitiva, si può dunque sostenere come il mercato *futures* sia contraddistinto da un'elevata liquidità, in gran parte dovuta: alla frequente chiusura anticipata dei contratti mediante l'apertura di posizioni di segno opposto; all'iniziale limitato impegno monetario richiesto per l'acquisto; alla garanzia di solvibilità della controparte con cui si contratta, ossia la Cassa di compensazione e garanzia.

Ultima caratteristica del *future*, peraltro condivisa con il *forward*<sup>58</sup>, è la sua simmetria: al variare del prezzo *spot* del sottostante, si manifesta un utile per un contraente a cui corrisponde una perdita di pari importo per l'altro<sup>59</sup>.

## 2. *Forwards*.

Come il *future*, il *forward* è un contratto derivato simmetrico a termine; a differenza del primo, tuttavia, è negoziato in mercati non regolamentati (*over the counter*<sup>60</sup>). Non presenta dunque quel livello di standardizzazione propria del *future*: ogni suo elemento è convenzionalmente stabilito dai contraenti nella piena estrinsecazione della loro autonomia negoziale (art. 1322 c.c.).

Ciò posto, in analogia con il *future*, il *forward* concerne un accordo in forza del quale un contraente assume una "posizione lunga", obbligandosi ad acquistare l'attività sottostante ad un termine e prezzo pattuiti e,

---

<sup>57</sup> Cfr. L. VALLE, *Contratti futures*, in *Contr. Impr.*, 1996, 308.

<sup>58</sup> *Infra* in questo capitolo, § 2.

<sup>59</sup> C. MARCON, *op. cit.*, 49.

<sup>60</sup> *Infra* capitolo, § 6.

correlativamente, la controparte assume una “posizione corta” obbligandosi a vendere l’attività sottostante al medesimo prezzo e data<sup>61</sup>.

Tra i più noti contratti di tale tipologia si osserva il *forward rate agreement (fra)*, definito come «il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere un importo calcolato moltiplicando a) un ammontare nominale per b) la differenza positiva tra il tasso di interesse per il periodo di riferimento concordato in vigore alla data futura stabilita, e quello inizialmente pattuito al tempo della conclusione del contratto e per c) il numero dei giorni compresi nel periodo di riferimento e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell’anno. Contestualmente l’altra si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo calcolato come sopra utilizzando la differenza negativa tra gli stessi valori»<sup>62</sup>.

L’oggetto del contratto non è dunque individuato nell’obbligo di depositare una determinata somma in un termine futuro, bensì, nell’obbligo di corrispondere un differenziale tra due indici di riferimento. Differenziale che, tra l’altro, risulta naturalmente incerto al momento della conclusione del contratto, con correlativa incertezza della parte che dovrà eseguire la prestazione dedotta nel contratto.

Si tratta di un contratto ad effetti obbligatori, in quanto le parti si vincolano reciprocamente ad effettuare pagamenti futuri, ed a titolo oneroso. Il sensibile vantaggio di tale contratto è individuato nella quantificazione del rischio di credito coincidente con il mero importo differenziale, nonché l’alta personalizzazione del regolamento contrattuale.

Le condizioni giuridico-patrimoniali alle quali viene concluso il contratto *de quo* rispecchiano solitamente lo *standing* creditizio dei

---

<sup>61</sup> F. VITELLI, *op. cit.*, 82.

<sup>62</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 260. Cfr. anche P. BACCHETTA, A. FERRERO, *Financial futures e forward rate agreements (fra)*, cit., 18; A. CONFORTI, *I forward rate agreement*, in *Bancaria*, 1, 1986, 9; G. MAZZOLANO e F. PAPA, *Forward rate agreement*, in *Ammin. fin.*, 1988, 1153.

contraenti. Le società con un notevole *rating* conseguono pertanto condizioni contrattuali più vantaggiose rispetto a società con *rating* inferiore. Di conseguenza, in ragione della propensione al guadagno o al rischio di ciascun contraente, sussiste un interesse specifico nella scelta di una parte piuttosto che di un'altra. In funzione di detta rilevanza essenziale della persona di ciascun contraente, si ritiene che il *fra* sia un contratto *ab intuitu personae*<sup>63</sup>.

Mediante il *forward* un contraente si obbliga a depositare presso l'altro un importo monetario ad un tasso pattuito e ad una data futura. Ebbene, nonostante la flessibilità in ordine alla scelta pattizia dei termini di durata e all'ammontare, detto deposito contempla elevati rischi di credito derivanti dall'inadempimento o insolvenza del depositario. Ciò al contrario di quanto osservato nel mercato dei *financial futures*, dove la pressoché sicura solvenza della Cassa di Compensazione e Garanzia è accompagnata da una notevole rigidità della struttura contrattuale.

Nella sostanza il *fra* può descriversi come un *financial future* per depositi senza il meccanismo dei margini e con ampia flessibilità degli importi e delle scadenze.

### 3. *Options*.

L'*option* è il contratto in forza del quale, a fronte del versamento del prezzo (c.d. premio o *strike price*), il venditore (*writer*) conferisce all'acquirente (*holder*) il diritto di acquistare o vendere, ad una scadenza prefissata (*European options*), ovvero fino a tale scadenza (*American options*), un certo quantitativo di beni, titoli, valute, tassi d'interesse o di cambio (*interest rate option*), ovvero altri strumenti finanziari derivati<sup>64</sup>.

<sup>63</sup> E. SIMONETTO, *I contratti di credito*, Padova, 1953, 250 ss.

<sup>64</sup> In dottrina: R. AGOSTINELLI, *I modelli ABI di forward rate agreement e di currency option*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1993, 735; A. ANTONUCCI, *Considerazioni sparse in tema di*

L'acquirente vanta dunque il diritto potestativo<sup>65</sup> di procedere al perfezionamento del contratto mediante un atto unilaterale, ovvero, di rinunciare<sup>66</sup>. Di contro, la parte che ha accettato di rimanere vincolata alla propria dichiarazione si trova in una posizione di mera soggezione: non è necessario né richiesto alcun suo contegno attivo o di collaborazione per l'instaurazione del rapporto contrattuale definitivo<sup>67</sup>.

Il derivato in parola è pertanto caratterizzato da una rilevante asimmetria tra la posizione dell'acquirente e quella del venditore. Come detto, pagando il premio, il compratore è titolare della potestà, mentre il venditore si trova in una situazione di soggezione senza alcun margine di autonomia. Conseguentemente, anche il risultato economico dell'operazione (*pay-off*) è altrettanto asimmetrico: l'acquirente gode generalmente di una proiezione di guadagno senza alcun limite superiore e di perdita, viceversa,

---

*strumenti finanziari derivati creati da banche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, 189; M. CAPUTI, *Le currency options per il management del rischio di cambio*, in *Economia e management*, 20, 1991, 47; F. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari*, Milano, 1997, 209 ss.; R. CLARIZIA, *Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993, 119; C.L. CORTI, *Esperienze in tema di opzioni*, in *ivi*, 125; A. FANTOZZI, *Note minime sul trattamento fiscale di options, caps, floors, e collars*, in *Dir. prat. trib.*, 1, 1992, 547; E. FERRERO, *op. cit.*, 629 ss.; F. FONDI, *Rischi di cambio e rischi di interesse*, in *Gazzetta valutaria e del commercio internazionale*, 1989, 1225; G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, cit., 1999, 1269; F. GHISELLI, *Profili civilistici e fiscali degli strumenti finanziari derivati (options, futures, swaps, caps, floors, collars)*, in *Bollettino tributario*, 1997, 1253; E. GIRINO e C. VECCHIO, *Futures, options, swaps, commercial papers*, cit.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 55 ss.; J. P. GOURLAOUEN, *I nuovi strumenti finanziari*, cit.; C. MARCON, *op. cit.*, 64; F. METELLI, *Currency options: i criteri per scegliere*, in *Amministrazione e finanza*, 16, 1993, 1009; E. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, 2000; E. MOSCHETTA, *Mercato dei derivati: rischi di sistema e modalità di controllo*, in *Rivista Milanese di economia*, 51, 1994, 46; R. PATERNOLLO, *Opzioni su titoli obbligazionari*, in *Corr. trib.*, 1991, 2749; V. PETRELLA, *Note sul regime impositivo dei contratti di option*, in *Riv. dir. trib.*, 10, 1994, 973; C. VECCHIO, *Contabilizzazione e regime fiscale delle options*, in *Corr. trib.*, 50, 1991, 3721; C. VECCHIO e E. VITALI, *Profili civilistici e fiscali dell'option*, in *Boll. trib.*, 1990, 13, 965; F. VITELLI, *op. cit.*, 84.

<sup>65</sup> C.M. BIANCA, *Diritto Civile, Il contratto*, III, Milano, 2000, 269 ss.

<sup>66</sup> In dottrina cfr. C. VECCHIO e E. VITALI, *op. cit.*, 965 ss.; C.L. CORTI, *op. cit.*, 131 ss.; R. CLARIZIA, *op. cit.*, 121 ss.

<sup>67</sup> In dottrina straniera vd. J. ANDERSEN TORBEN, *Currency and interest rate hedging - A user's guide to options, futures, swaps, and forward contracts*, Institute of Finance, New York, 1988, *passim*; J. ANDERSEN TORBEN e R. HASAN, *Interest rate risk management*, Londra, 1989, *passim*; M.D. FITZGERALD, *Financial options*, Euromoney Publications, Londra, 1987, *passim*; J. HULL, *Introduzione ai mercati dei futures e delle opzioni*, cit., 172 ss.

limitata all'entità del premio; il venditore invece è esposto a perdite potenzialmente indefinite a fronte di un profitto massimo limitato al premio incassato. Premio che, oltretutto, è un elemento accessorio la cui mancanza non determinerebbe la nullità del contratto<sup>68</sup>.

L'opzione in cui il compratore dispone del diritto di acquistare l'attività sottostante prende il nome di *call option*, mentre quella in cui lo stesso si riserva il diritto di vendere l'attività è denominata *put option*. Alcune opzioni vengono negoziate su mercati regolamentati e presentano delle caratteristiche standardizzate, mentre altre sono negoziate nei mercati *over the counter*<sup>69</sup>.

Al riguardo, in analogia con i *futures*, le opzioni negoziate sui mercati regolamentati si caratterizzano per i seguenti profili:

- l'esecuzione del contratto avviene attraverso una stanza di compensazione;

- la *Clearing House* si pone come contraente diretto degli operatori ammessi alle negoziazioni, ovvero ne garantisce la solvenza assicurando, di pari tempo, la corretta esecuzione dei contratti;

- le date di esecuzione, le quantità, le clausole contrattuali sono *standard*. In buona sostanza i contraenti possono pattuire soltanto il prezzo e scegliere una tra le scadenze determinate dalla borsa;

- è previsto il meccanismo dei margini.

In tale quadro, la relazione tra il prezzo di esercizio (*strike price*) e il prezzo sul mercato a pronti del sottostante distingue tre tipologie di opzioni: *in the money*, *out of the money*, *at the money*.

Una *call option* è definita *in the money* nell'ipotesi in cui il prezzo di mercato del sottostante sia superiore allo *strike price*, viceversa per una *put*.

---

<sup>68</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 380.

<sup>69</sup> *Infra* in questo capitolo, § 6.

In tali ipotesi è evidente la convenienza dell'acquirente all'esercizio dell'opzione.

La qualifica *out of the money* è invece attribuita all'opzione qualora il prezzo di esercizio sia superiore al prezzo del mercato dell'attività sottostante per una *call option*, all'opposto per una *put*. In entrambi i contesti l'*holder* non eserciterà l'opzione, sopportando così il costo pari al premio corrisposto.

Un'opzione è infine definita *at the money* qualora il prezzo di mercato risulti equivalente a quello d'esercizio. È quindi indifferente l'esercizio o meno del diritto sotteso all'opzione.

Si può considerare come esempio l'opzione su divise (*currency option*) in forza della quale, a fronte del pagamento del premio di 2.000 dollari, Alfa acquista da Beta il diritto di vendere tra sei mesi 100.000 euro al prezzo di 150.000 dollari. Alla scadenza, Alfa sceglierà di esercitare l'opzione se un dollaro sarà equivalente a 1,40 euro, mentre, se il cambio sarà 1,60 opterà per il non esercizio.

L'aspetto della scelta impedisce pertanto l'assimilazione dell'*option* ad una compravendita condizionata al verificarsi di un evento futuro e incerto: la condizione, in tal senso, dovrebbe considerarsi meramente potestativa con la conseguenza che il contratto sarebbe nullo nel caso fosse sospensiva, mentre si considererebbe non apposta qualora risolutiva. Dunque, salvo un esplicito diverso accordo delle parti<sup>70</sup>, la produzione degli effetti contrattuali non può prescindere da una manifestazione di volontà del compratore dell'opzione.

---

<sup>70</sup> Spesso i contraenti inseriscono nel regolamento una clausola in forza della quale, se alla scadenza il prezzo dedotto in contratto risulta economicamente vantaggioso per il compratore, l'opzione si considera esercitata anche in caso di silenzio di quest'ultimo. Tuttavia, al fine di prevenirne una indiscriminata operatività, si pattuisce che il funzionamento di detto automatismo si attivi solo al di sopra di una certa soglia il cui livello è tale da far presumere che un soggetto dotato di basilare conoscenza economica non avrebbe abbandonato il sicuro profitto. È comunque fatto salvo al compratore il diritto di manifestare espressamente la volontà di non concludere il contratto.

L'*option*, di per sé in piena sintonia con l'art. 1331 c.c., non produce le obbligazioni proprie della compravendita ma la sola reciproca fattispecie di potere e soggezione in capo, rispettivamente, al compratore e al venditore. Si tratta pertanto di una fattispecie negoziale complessa a formazione progressiva, dove gli effetti propri della compravendita sono determinati da un precedente ed essenziale accordo delle parti. Accordo che vincola il venditore *ab origine* sino al momento in cui la controparte dichiara, o meno, se deve dispiegare la sua efficacia<sup>71</sup>.

Tale configurazione appare perciò riconducibile alla disciplina dell'opzione "civilistica" prevista dall'art. 1331 c.c.<sup>72</sup> nella quale si riscontra l'attribuzione, da un lato, di un diritto potestativo e, dall'altro, di una posizione di soggezione.

L'opzione "finanziaria", difatti, è un contratto distinto dal contratto finale che si realizza solo nell'ipotesi in cui il compratore manifesti la volontà di esercizio mediante un apposito atto unilaterale recettizio<sup>73</sup>. Prima di tale manifestazione le parti creano esclusivamente una situazione di pendenza che

---

<sup>71</sup> A. SERRA, *I contratti di borsa a premio*, Milano, 1971, 210.

<sup>72</sup> Per uno studio critico relativo all'inquadramento giuridico dell'opzione (art. 1331 c.c.) cfr. A. GENOVESE, *Il contratto di opzione, nuovo strumento per la formazione dei contratti*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, 164; E. CESARO, *Il contratto e l'opzione*, Napoli, 1969, 42 ss.; A. BOSELLI, *Palio di opzione ed eccessiva onerosità*, in *Foro pad.*, I, 1954, 869; M. JANNUZZI, *Proposta irrevocabile e patto di opzione*, in *Foro it.*, I, 1949, 181; G. GORLA, *Note sulla distinzione fra opzione e proposta irrevocabile*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1962, I, 221; P. FORCHIELLI, *Contratto preliminare unilaterale e patto di opzione*, in *Studi Urbinati*, 1947-48, 222; G. BRANCA, *Contratto condizionato e contratto di opzione*, in *Foro it.*, I, 1961, 1643; I. PALANDRI, *Appunti in tema di formazione dei negozi giuridici*, in *Giur. compl. Cass., civ.*, 1948, II, 677; G. TAMBURRINO, *I vincoli unilaterali nella formazione progressiva del contratto*, Milano, 1954, 46; R. SCOGNAMIGLLO, *Contratti in generale*, in *Comm. del cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1970, Art. 1321-1352, 146; G. MIRABELLI, *Dei contratti in generale*, in *Comm. del cod. civ.*, Torino, 1967, 70; D. BARBERO, *Sistema istituzionale del diritto privato italiano*, Torino, I, 1962, 366; C. UNGARI TRASATTI, *Il patto di opzione: una figura controversa*, in *Riv. Not.*, 2003.

<sup>73</sup> Ovvero mediante il silenzio accompagnato da determinate circostanze pattuite nel regolamento contrattuale.

si determinerà, in un modo o nell'altro, alla data stabilita per l'esercizio del diritto di scelta<sup>74</sup>.

In linea con tale ricostruzione risulta la definizione sul punto offerta dalla Consob per la quale il contratto di opzione è «un contratto uniforme a termine su strumenti finanziari di cui all'art. 23, comma 1°, della L. 2 gennaio 1991, n. 1, con il quale una delle parti, dietro pagamento di un corrispettivo (premio), acquista la facoltà di ritirare (*call option*) o di consegnare (*put option*), alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo di valori mobiliari ad un prezzo stabilito (prezzo di esercizio), ovvero, nel caso di *option* su indici, di incassare una somma determinata come prodotto tra il valore assegnato convenzionalmente a ciascun punto dell'indice e la differenza tra il valore dell'indice stabilito alla stipula del contratto (prezzo di esercizio) ed il valore assunto dall'indice il giorno in cui la facoltà è esercitata o alla scadenza»<sup>75</sup>.

La Banca d'Italia ha a sua volta definito il contratto di opzione come «il contratto derivato che attribuisce ad una delle parti, dietro pagamento del corrispettivo detto premio, la facoltà - da esercitare entro un dato termine o alla scadenza di esso - di acquistare o di vendere determinate attività finanziarie a un certo prezzo oppure di riscuotere un importo determinato in base all'andamento di un indicatore di riferimento»<sup>76</sup>.

È pertanto evidente l'eterogeneità della variabile sottostante all'*option* il quale potrà riferirsi a: beni reali (*commodity option*), azioni (*equity option*), valute (*currency option*), indici di borsa (*stock index option*), titoli di debito (*bond option*), altri derivati.

---

<sup>74</sup> Nello stesso senso R. CLARIZIA, *op. cit.*, 121; C.L. CORTI, *op. cit.*, 128; R. PATERNOLLO, *op. cit.*, 2749; V. PETRELLA, *op. cit.*, 973 ss.

<sup>75</sup> Regolamento IDEM (*Italian Derivatives Market*), deliberazione Consob 15 gennaio 1996, n. 9726. Fattispecie il cui funzionamento elementare si rinviene negli artt. 1532, 1838 co. 2, 2352 c.c.

<sup>76</sup> Regolamento Banca d'Italia, 2 luglio 1991.

Ciò posto, si rileva come l'opzione finanziaria sia del tutto distinta rispetto all'opzione su tasso di interesse. Difatti quest'ultima fattispecie non risulta prodromica alla conclusione di un successivo contratto e, men che meno, è necessario manifestare l'accettazione affinché sorgano le rispettive obbligazioni di pagamento. Si tratta di un unico contratto dal quale scaturiscono determinate obbligazioni di pagamento al verificarsi di certe variazioni del tasso di interesse considerato.

### 3.1. [segue] Opzioni su tasso di interesse.

Nell'ambito dei contratti di opzione su tasso di interesse rilevano principalmente: l'*interest rate cap*, l'*interest rate floor*, l'*interest rate cap-corridor*, l'*interest rate floor-corridor*, l'*interest rate collar*.

L'*interest rate cap* (c.d. *cap*) consta di un accordo in forza del quale, dietro il pagamento di un premio, l'acquirente (*buyer*) ha diritto di ricevere dal venditore (*writer*), per un certo periodo di tempo e a scadenze prestabilite, un importo quantificato moltiplicando *a*) una somma nominale per *b*) la differenza, se positiva, tra un tasso variabile e un tasso fisso predeterminato alla data di rilevazione (data di *fixing*) e per *c*) il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno.

Al riguardo si può considerare l'ipotesi della società Alfa che ha contratto un finanziamento di 7 milioni di euro per la durata di 8 anni il cui tasso è calcolato ogni sei mesi con riferimento all'*Euribor*. Per tale finanziamento, inoltre, Alfa è consapevole che potrà sostenere un costo massimo corrispondente ad un tasso di interesse non superiore al 12 %.

Per porre un controllo a detto rischio, Alfa, dietro il pagamento di un premio, decide di acquistare un *cap* al 12% contro l'*Euribor* semestrale su 7

milioni di euro per la durata di otto anni. Se il tasso variabile salisse, ad esempio, al 15%, Alfa riceverà una somma calcolata come sopra e cioè *a*) sette milioni di euro per *b*) 3 per cento (la differenza positiva tra il tasso variabile ed il tasso fisso) e per *c*) 180 giorni e dividendo il risultato per il numero dei giorni compresi nell'anno.

Dunque il venditore del *cap* consegue un guadagno se al termine del contratto ha corrisposto all'acquirente un ammontare inferiore al premio ricevuto. Di conseguenza il massimo guadagno al quale il venditore potrà ambire consiste in un importo pari al premio incassato. Viceversa la perdita potenziale è illimitata, in ragione di ciò la determinazione del premio è il risultato di un calcolo complesso che considera numerose variabili finanziarie.

L'*interest rate floor* (c.d. *floor*), viceversa, è un contratto in base al quale l'acquirente (*buyer*), a fronte del pagamento di un premio, ha diritto a ricevere dal venditore (*writer*), a scadenze prefissate e per un certo periodo di tempo, un importo pari al prodotto di *a*) un ammontare nominale per *b*) la differenza, se positiva, tra un tasso fisso predeterminato ed un tasso variabile alla data di rilevazione (data di *fixing*) e per *c*) il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno. Se la differenza tra i due tassi alla data di *fixing* è negativa nulla sarà dovuto.

In buona sostanza, mediante un *floor*, un soggetto che ha investito in titoli a tasso variabile (l'acquirente dell'opzione) consegue il risultato di fissare un rendimento minimo dell'investimento stesso, tutelandosi così contro andamenti al ribasso dei tassi di mercato e conservando al tempo stesso la possibilità di sfruttare andamenti al rialzo dei tassi medesimi.

Al riguardo si può considerare l'esempio di un investitore che ha acquistato un Certificato di Credito del Tesoro (CCT), del valore di tre milioni di euro con durata quinquennale e tasso variabile a sei mesi.

Per limitare il rischio di eccessivo ribasso del tasso, e quindi assicurarsi un rendita dell'investimento non inferiore al 11%, verso il pagamento di un premio, l'investitore acquista un *floor* dell' 11 % contro il tasso semestrale del CCT su tre milioni per la durata di cinque anni. Per l'effetto, il venditore pagherà all'investitore un importo nell'ipotesi in cui il tasso fisso dell' 11 % sia superiore al tasso variabile. Ad esempio, con un tasso variabile dell' 8 %, l'investitore riceverà una somma calcolata come segue: *a*) tre milioni per *b*) 3 per cento (la differenza positiva tra tasso fisso e tasso variabile) per *c*) 180 giorni (il periodo di riferimento è di sei mesi) e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno.

Se il tasso variabile del CCT è superiore all'11% nulla sarà dovuto al *buyer*. Viceversa, il venditore del *floor* pagherà una somma secondo l'illustrata metodologia di calcolo.

Il *writer* conseguirà pertanto un guadagno se alla scadenza del *floor* l'importo corrisposto alla controparte sarà inferiore al premio ricevuto. Il massimo guadagno ottenibile corrisponderà anche qui al premio incassato. La perdita potenziale, al contrario, avrà come limite un tasso variabile di riferimento pari a zero.

L'*interest rate corridor* racchiude al suo interno due distinte tipologie: il *cap-corridor* e il *floor-corridor*.

Si tratta di uno strumento derivato che consente al *buyer* di conseguire una copertura all'interno di un "corridoio" di valori delineato da una soglia minima e una massima.

Il *discrimen* dalle fattispecie di *cap* o *floor* consiste dunque nella circostanza per cui la somma che il *writer*, dietro pagamento di un premio, si impegna a pagare alle scadenze prestabilite è limitata entro i valori del *corridor*.

In un *cap-corridor* il venditore si obbliga a corrispondere un importo computato moltiplicando *a)* una somma nominale per *b)* la differenza, se positiva, tra un tasso variabile ed un tasso fisso predeterminato a condizione che detta differenza *non abbia però un valore superiore ad un determinato livello pattuito* e per *c)* il numero dei giorni compresi tra le scadenze prestabilite e dividendo il risultato per il numero dei giorni dell'anno.

Come esempio si può considerare l'accordo in cui il venditore si vincola a corrispondere una somma se il tasso variabile è superiore al 10 per cento (livello del *cap*) ma non oltre il 16 per cento (livello del *corridor*). Di modo che, se il tasso variabile giunge al 18 per cento, l'investitore riceverebbe soltanto il 6 per cento sopportando il costo aggiuntivo del finanziamento. In tal caso il costo totale del finanziamento sarebbe dunque pari al 12 per cento. Ovviamente, rispetto ad un semplice *cap*, il derivato in discorso espone il venditore ad un rischio più limitato e, correlativamente, il suo costo sarà inferiore al primo.

Analoghe considerazioni possono compiersi riguardo il *floor-corridor* il quale è retto da un meccanismo di funzionamento sostanzialmente identico all'appena illustrato *cap-corridor*: il *buyer* è protetto contro la diminuzione dei tassi di interesse nei limiti del corridoio. Tasso che verrà dunque "coperto" dal *writer* qualora fosse al di sotto del *floor* ma non inferiore del *corridor*.

Infine il contratto derivato che combina una posizione lunga di un *interest rate cap* con una posizione corta di un *interest rate floor*, o viceversa, è definito *interest rate collar*.

Ogni contraente è allo stesso tempo venditore di un *floor* (o di un *cap*) e compratore di un *cap* (o di un *floor*). Ciò non toglie che una parte possa acquistare un *cap* da una banca e vendere il *floor* ad un'altra realizzando un *collar*. Se però l'acquisto del *cap* e la vendita del *floor* si perfezionano tra gli stessi contraenti si realizzerà un effetto compensativo sui premi.

Pertanto, qualora il mutuatario volesse proteggersi dalla volatilità del tasso variabile del finanziamento su 2 milioni di dollari avente una durata di 5 anni, potrebbe acquistare un *cap* al 16 per cento e, al fine di ridurre il costo del *cap*, potrebbe vendere un *floor* al 10 per cento.

Di conseguenza, se il tasso variabile supera il 16%, il mutuatario riceve una compensazione dal venditore del *cap*; se tuttavia il tasso variabile scende al di sotto del 10 per cento, il primo risulterà obbligato a compensare il compratore del *floor*. Pertanto, finché il tasso rimane nella fascia (*collar*) tra il 10 e il 15 per cento, non vi saranno esborsi.

In tale contesto la fascia<sup>77</sup> potrà avere un'ampiezza più o meno estesa o, anche negativa, qualora il *floor* comprato sia più alto del *cap* venduto (o viceversa). Ciò chiaramente dipenderà sia dalla propensione al rischio o al grado di copertura di ciascun contraente, sia dal costo dei corrispettivi premi.

---

<sup>77</sup> Nell'ipotesi in cui *cap* e *floor* coincidano si realizza in via fattuale un risultato analogo a quello di un *interest rate swap*. Nella specie, il venditore del *floor* è il compratore del *cap* e il pagatore del tasso fisso dello *irs*, mentre il venditore del *cap* è il compratore del *floor* e il pagatore del tasso variabile dell'*Irs*.

Si tratta comunque di due distinte fattispecie giuridiche: l'*Irs* è un contratto unitario di scambio, il *collar*, invece, è la combinazione di due contratti autonomi. Dunque la mera coincidenza descritta per nulla modifica le rappresentate differenti tipologie che tali rimangono. (M. MORI, *Swap - una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990, 73-76).

#### 4. Swaps.

Sebbene gli *swaps*<sup>78</sup> siano i più recenti strumenti finanziari<sup>79</sup> presenti nella famiglia dei derivati di base, è anche vero che nell'attuale mercato essi rappresentano lo schema contrattuale di gran lunga più diffuso ed utilizzato<sup>80</sup>.

Nel nostro ordinamento positivo gli *swaps* trovano la loro collocazione tra le disposizioni relative agli strumenti finanziari derivati di cui al co. 2, lett. g), e co. 3 art. 1 del d.lgs. 23 luglio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza)<sup>81</sup>. Si può subito notare come detta normativa abbia carattere meramente descrittivo della composita dinamica economico-finanziaria sottesa allo strumento *de quo*<sup>82</sup>.

Per quanto concerne il suo significato letterale, il termine inglese *swap* si incontra sia nella forma verbale che equivale a «*give something in*

---

<sup>78</sup> Sul tema cfr. B. INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da F. Galgano, Torino, 1995, 2441 ss., ID., *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988, 597.

<sup>79</sup> Storicamente pochi strumenti finanziari hanno avuto un successo ed una diffusione pari a quella degli *swap*. In proposito si ritiene che il primo contratto di *swap* venne perfezionato nel 1981 tra la Banca Mondiale e l'*International Machine Inc.* (IBM). In forza di tale accordo la IBM convertiva in dollari il suo iniziale indebitamento in marchi e franchi svizzeri, correlativamente, la Banca mondiale trasformava in marchi e franchi svizzeri le proprie obbligazioni originariamente emesse in dollari (Cfr. G. PETRELLA, *op. cit.*, 77-78). I primi contributi della dottrina italiana sul tema si individuano sul finire degli anni '80, cfr. in tema F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. di Dir. Comm.* I., 1987, 45 ss.; M. IRRERA, *Domestic swaps: un nuovo contratto atipico?*, in *Foro Pad.*, 1987, II, 11 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. e Impr.*, 1988, 393 ss.

<sup>80</sup> Proprio tale crescita esponenziale ha destato l'attenzione (e la preoccupazione) delle preposte autorità monetarie e di vigilanza internazionali, dei paesi maggiormente industrializzati. Preoccupazione nella specie rivolta al riverbero degli effetti di detti contratti sulla stabilità dei mercati e sull'efficacia delle manovre di politica monetaria (Cfr. BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Problemi di politica monetaria sollevati dallo sviluppo dei mercati derivati*, in *Boll. ec.*, Banca d'Italia, 1995, 24, 37; BANK OF ENGLAND, *Statistical information about derivatives markets*, in *Quarterly bulletin*, 1995, 2, 185; INSTITUTITE FOR INTERNATIONAL FINANCE, *A preliminary framework for public disclosure of derivatives activities and related credit exposures*, 1994; J. MCGRATH, *Derivatives under global scrutiny*, in *International financial law review*, 1994, ottobre, 20; W. DONOUGH, *The global derivatives market*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly review*, 3, 1993).

<sup>81</sup> C. MARCON, *op. cit.*, 54.

<sup>82</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratti di swap*, Milano, 1999, 33 ss.

*exchange for something else*», sia come sostantivo con il significato di «*act of swapping exchange*»<sup>83</sup>. Nonostante tali accezioni siano una necessaria premessa logica, esse non esplicano esaustivamente il relativo significato tecnico-finanziario il quale, riferendosi a specifiche operazioni contrattuali<sup>84</sup>, non si sovrappone perfettamente alla prime.

Con una prima approssimazione, si può definire *swap* finanziario quell'accordo in forza del quale due parti si obbligano reciprocamente ad eseguire dei pagamenti futuri il cui ammontare è determinato in ragione di parametri di riferimento diversi<sup>85</sup>. Solitamente le parti contrattuali sono identificate in due aziende portatrici di esigenze contrapposte e per le quali risulti vantaggioso invertire le rispettive posizioni<sup>86</sup>. I contraenti modificano così il rispettivo profilo dei flussi di cassa delle proprie passività o attività finanziarie, riducendo il costo dell'indebitamento o incrementando il rendimento degli impieghi.

---

<sup>83</sup> Atto di dare qualcosa in cambio d'altro, ossia, scambio.

<sup>84</sup> In tal senso, si evidenzia come il termine *swap* sia compreso nella categoria dei "vocabolari tecnicizzati": «quei vocaboli dell'uso ordinario che nell'ambito di una scienza o tecnica si specializzano, e in questa conservano solo una delle diverse accezioni che hanno nell'uso ordinario, ovvero adottano un senso più ristretto e meglio precisato di quello che hanno nell'uso ordinario» (G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, in *Tratt. Cicu e Messineo*, I, 2, Milano, 1980, 108).

<sup>85</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 80; ID. *Considerazioni in tema di swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1993, 325-326. M. MORI, *op. cit.*, 25 e 318-326; E. FERRERO, *op. cit.*, 629 ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., 39, 41 ss., l'A., nella specie, evidenzia come le difficoltà incontrate dalla dottrina nel qualificare lo *swap* come una figura particolare di scambio, conseguono alla circostanza per cui le prestazioni dedotte in obbligazione sono entrambe pecuniarie e hanno una struttura per nulla coincidente con lo schema della consegna e restituzione dei contratti di credito. Di qui, alla difficoltà di comprendere la finalità finanziaria degli accordi di *swap*, si unisce quella di accettare l'assenza di una *res* o di un diritto precisamente identificabili come oggetto dell'accordo. Il tutto ostacolerebbe l'interprete nel sussumere il significato economico di quelle prestazioni di denaro presenti nello *swap*. Cfr. anche E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 109 ss., G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., 8; C.M. DE IUILIIS, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, 394; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 113 ss.

<sup>86</sup> Cfr. M. MORI, *op. cit.*, 25.

Si tratta di un classico contratto consensuale<sup>87</sup> ad effetti obbligatori che si perfeziona nel momento in cui colui che ha fatto la proposta viene a conoscenza dell'altrui accettazione.

Generalmente il capitale considerato costituisce un mero valore di riferimento (c.d. "capitale nozionale") in base al quale sono calcolati i rispettivi pagamenti. Esso non viene pertanto materialmente erogato, non forma cioè oggetto di scambio.

Gli obiettivi di tale negozio possono essere di controllo del rischio, ovvero, puramente speculativo<sup>88</sup>. Ad ogni modo, la dinamica contrattuale si sviluppa generalmente nel medio o lungo periodo ed è usualmente preceduta dalla conclusione di un contratto normativo<sup>89</sup> che, in via di programma, fissa le condizioni del regolamento contrattuale<sup>90</sup>. I contratti esecutivi, invece, stabiliscono i concreti elementi di ogni operazione secondo le specifiche esigenze dei contraenti. È proprio l'alta personalizzazione dello strumento *de quo* una delle ragioni del suo notevole successo, di contro, essendo negoziato nei mercati *over the counter*, esso presenta un sensibile rischio di credito<sup>91</sup>, oltre ad una bassa liquidabilità.

Per prevenire detti rischi, la consueta dinamica negoziale conosce l'intervento delle istituzioni finanziarie che ricoprono il ruolo di controparte diretta della negoziazione. Invero, l'elevato merito creditizio di tali istituzioni determina una sensibile contrazione del rischio di credito, nonché l'eliminazione delle divergenze di tempo o di importo tra le originarie controparti. Il tutto con un'indubbia accelerazione nel perfezionamento del contratto.

---

<sup>87</sup> Cfr. E. FERRERO, *op. cit.*, 629 ss. . In giurisprudenza v. Lodo arbitrale Casella, Costi, Schlesinger, 19 luglio 1996, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 559, con nota di G. CAPALDO, *Contratti di swap*.

<sup>88</sup> *Supra* cap. I, § 7 ss. e 8.

<sup>89</sup> *Infra* cap. III.

<sup>90</sup> Cfr. Trib. Cuneo, 14 giugno 2012, in *iusexplorer.it*

<sup>91</sup> *Supra* cap. I, § 7.1

In aggiunta, per determinate figure di *swap*, gli istituti finanziari svolgono anche il ruolo di *market makers*: determinano le quotazioni secondo le quali sono disponibili a concludere uno *swap* senza allo stesso tempo perfezionarne un altro, di segno opposto, con un altro contraente. Si produce così un ampliamento dei mercati secondari che permettono di conseguenza la fuoriuscita anticipata dall'operazione.

Come anticipato, il comun denominatore delle diverse tipologie di *swap* si identifica nello scambio di una serie di flussi finanziari, mentre ciò che si differenzia sono le modalità di determinazione di tali flussi: il regolamento contrattuale.

La famiglia degli *swaps* è caratterizzata infatti da una vasta "filiazione" prodotta da varianti che interessano maggiormente il suo oggetto, ossia, l'attività sottostante che può coincidere con valori mobiliari, merci o altri strumenti derivati, indici finanziari o attività finanziarie<sup>92</sup>. Varianti che, dunque, tendenzialmente non modificano le caratteristiche giuridiche del contratto *de quo*.

Ad ogni modo, nonostante le più svariate tipologie riscontrabili, si possono individuare nella prassi due configurazioni piuttosto ricorrenti: gli *swaps* di interessi (*interest rate swaps - irs*) e gli *swaps* di valute (*interest rate currency swaps - ircs*)<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> Ai fini di un'esauritiva ricognizione delle ulteriori tipologie e sottoderivazioni di *swap* cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 121 ss.

<sup>93</sup> Ad una parte della dottrina che qualifica il contratto di *swap* come una tipologia unitaria (F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e divise in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1993, 602 ss.; A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, *ivi*, II, 1995, 80 ss.) se ne discosta parzialmente un'altra che esclude dalla tipologia unitaria soltanto il *domestic currency swap* (F. CAPUTO NASSETTI, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, cit., 69 ss.; ID., *Considerazioni in tema di swaps*, cit., 329 ss.). A queste primi due orientamenti si contrappone un altro ancora che distingue due o più categorie quali *interest rate swaps* e *currency swaps* [E. FERRERO, *op. cit.*, 629 ss.; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swap, index future)*, in *Dir. comm. internaz.*, 1992, 171 ss.].

#### 4.1. *Interest rate swaps.*

La *ratio* degli *interest rate swaps* (*irs*) si basa sullo sfruttamento della diversa capacità di accesso al mercato dei tassi di interesse che ogni soggetto possiede.

La loro origine viene ricondotta alla tradizione anglosassone. Nel 1991 la giurisprudenza britannica qualificava tali contratti come «*agreement[s] between two parties by which each agrees to pay the other on a specified date, or dates, an amount calculated by reference to the interest which would have accrued over a given period on the same notional principal sum assuming different rates of interest are payable in each case [...]. Normally neither party will in fact pay the sums which it has agreed to pay over the period of the swap but instead will make a settlement on a “net payment basis” under which the party owing the greater amount on any day simply pays the difference between the two amounts due to the other*»<sup>94</sup>.

L'*interest rate swap* [art. 1 comma 2, lett. g) d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, cit.] è dunque un accordo in forza del quale i contraenti pongono in essere uno scambio tra due prestazioni pecuniarie, esigibili a determinate scadenze periodiche, calcolate applicando due diversi tassi di interesse ad un capitale di riferimento detto valore nozionale dello *swap*. È dunque un contratto bilaterale, di durata, c.d. *over the counter*, ossia, la cui negoziazione avviene fuori dai mercati regolamentati<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> Cfr. House of Lords, 24 gennaio 1991, *Hazel v Hammersmith and Fulham LBC*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1991, 432, con nota di R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*.

<sup>95</sup> Tale nozione è confermata dalla Consob che definisce gli *swap* come «contratti in cui due controparti si scambiano pagamenti periodici di interessi, calcolati su una somma di denaro, detta capitale nozionale di riferimento (*notional principal amount*), per un periodo di tempo predefinito pari alla durata del contratto». Precisa inoltre che il valore dei pagamenti a tasso fisso è «dato dal prodotto del capitale nozionale per il tasso fisso contrattualmente stabilito e riferito alla frazione d'anno di pertinenza», mentre il valore dei pagamenti a tasso variabile è «il risultato del prodotto del capitale nozionale per il tasso variabile fissato alla data di rilevazione indicata

In altre parole, con detto contratto, le parti si impegnano a versare e a riscuotere a date prestabilite importi determinati in base al differenziale di tassi di interesse diversi come, ad esempio, il differenziale tra un tasso fisso ed uno variabile<sup>96</sup>.

Fermo il descritto obbligo di reciproco pagamento (scambio) di determinate somme calcolate in forza di diversi tassi di interesse, tali contratti normalmente prevedono una clausola di compensazione (c.d. *netting clause*<sup>97</sup>): nel caso di pagamenti alla medesima scadenza, l'esborso sarà effettuato esclusivamente dalla parte che risulterà debitrice dell'altra dopo la compensazione, nella misura della differenza dell'importo tra le somme dovute da entrambe le parti<sup>98</sup>.

In linea generale, gli effetti prodotti dal contratto in discorso sono quelli di modificare una posizione economica a tasso fisso in una a tasso variabile e viceversa. Ciò con il fine di “coprirsi” contro il rischio di tasso di interesse<sup>99</sup>, ovvero, con il proposito di speculare sul *trend* dei tassi di interesse. Finalità speculativa che, in genere, si riscontra qualora non sussista un anteriore indebitamento rispetto al quale “assicurarsi”.

---

nel contratto (*fixing date*) e riferito alla frazione d'anno di pertinenza» (cfr. CONSOB, *I principali prodotti derivati*, Ottobre 2012, 13).

<sup>96</sup> Medesimo orientamento si registra in giurisprudenza in cui si afferma che gli *swap* sono accordi mediante cui, a scadenze prestabilite, i contraenti si impegnano a scambiare fra loro flussi di cassa calcolati applicando un tasso fisso ed un tasso variabile ad un determinato capitale nozionale (cfr. Trib. Civitavecchia, 8 giugno 2011, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 133, con nota di L.G. VIGORITI, *Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse*; Trib. Monza, 17 luglio 2012, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2, 2013, 139, con nota di D. TOMMASINI, *Interest rate swap con funzione di copertura e causa concreta del contratto*; Cass., 6 aprile 2001, n. 5114, in *Contr.*, 2001, 818; Trib. Catanzaro, 17 dicembre 2009, in *www.ilcaso.it*; App. Milano, 18 settembre 2013, in *Rass. Dir. Civ.*, 2014, 1, 295, con nota di R. DI RAIMO; Trib. Bologna, 1 dicembre 2009, in *Giur. comm.*, 2011, 196, con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*. Per l'ipotesi di “scambio” di due tassi variabili cfr. Trib. Torino, 18 settembre 2007, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 337, con nota di P. BONTEMPI, *Gli obblighi di trasparenza dell'intermediario mobiliare nella conclusione di contratti di interest rate swap*).

<sup>97</sup> Infra in questo cap., § 5.

<sup>98</sup> Cfr. Trib. Milano, decr., 16 luglio 2013, in *www.leggiditalia.it*

<sup>99</sup> Supra cap. I, § 7.2

Le tipologie di *irs* più diffuse sono il *coupon swap* (o *plain vanilla swaps*) e il *basis swap*.

Mediante il *plain vanilla* una parte (*fixed rate payer*) si obbliga a versare, per un periodo prefissato, un flusso d'interessi calcolato sulla base di un tasso fisso applicato ad un capitale nozionale, corrispettivamente, l'altra (*floating rate payer*) è tenuta a pagare un flusso applicando un tasso variabile al medesimo capitale nozionale.

Quale classico esempio si può considerare l'accordo per il quale un contraente si obbliga a corrispondere annualmente il tasso fisso dell' 8% per cinque anni su un capitale di 200.000 dollari e, corrispettivamente, l'altro contraente si vincola a remunerare annualmente il tasso variabile (stabilito in base a parametri di riferimento pattuiti) calcolato sul medesimo capitale e per lo stesso arco temporale.

Il *fixed rate payer* viene anche definito come l'acquirente dello *swap*: prevedendo il rialzo dei tassi di interesse, egli intende fissare il costo di una passività ovvero indicizzare il rendimento di un'attività. Al contrario, il *floating rate payer* viene definito venditore dello *swap* il quale si attende un ribasso nei tassi di interesse e, pertanto, è intenzionato ad indicizzare il costo di una passività o fissare il rendimento di un'attività.

Nei *basis swaps*, invece, entrambe le parti si obbligano a versare dei flussi calcolati sulla base di tassi di interesse variabili, diversi per ciascun contraente e denominati sempre nella stessa valuta.

Poste le due più diffuse tipologie, si rilevano altre varietà innovative di *irs* rispondenti alle diversificate esigenze degli operatori, come, ad esempio: il *zero coupon swap* nel quale, durante il periodo di esecuzione dell'accordo sono esclusivamente effettuati i pagamenti a tasso variabile e solo alla scadenza dello stesso viene corrisposto l'importo calcolato in ragione del

tasso fisso<sup>100</sup>; il *forward interest rate swap*, nel quale il termine iniziale è differito rispetto al momento di stipulazione del contratto; l'*amortizing swap*, nel quale il capitale nozionale risulta variabile nel senso che si riduce progressivamente<sup>101</sup>, ovvero, l'*accruing swap* dove il capitale nozionale aumenta gradualmente durante la vita del contratto<sup>102</sup>.

Come accennato, i risvolti operativi degli *interest rate swaps* sono molteplici<sup>103</sup>. Possono impiegarsi su operazioni finanziarie di controllo e di gestione del rischio di variazione dei tassi di interesse (c.d. *hedging*), ovvero su operazioni finanziarie con intenti specificatamente speculativi (c.d. *trading*).

Orbene sul versante del controllo e gestione del rischio (c.d. *asset/liability management*) gli *irs* offrono la possibilità di “scambiare” rapidamente il profilo finanziario di una attività/passività a tasso fisso in una a tasso variabile e viceversa.

Altra rilevante applicazione degli *irs* consiste nella possibilità di gestire eventuali disallineamenti tra domanda e offerta in occasione di emissioni obbligazionarie, ovvero, di gestire i flussi finanziari attivi e passivi che interessano la medesima impresa.

Per la prima ipotesi può ricorrere l'esempio di un'emittente che per esigenze di bilancio sarebbe disposta ad emettere unicamente obbligazioni a tasso variabile, nonostante la presenza di una consistente domanda di

---

<sup>100</sup> In questo caso il venditore è gravato da un maggiore rischio di credito rispetto al “tradizionale” contratto di *swap*: solo alla scadenza del contratto potrà incassare l'ammontare fisso, di converso, sarà obbligato ad effettuare i pagamenti al tasso variabile nel corso della durata del contratto secondo le scadenze pattuite.

<sup>101</sup> Tale operazione viene di norma preferita per la copertura di finanziamenti che prevedono un rimborso graduale del capitale.

<sup>102</sup> Per approfondimenti cfr. M. LEVIS e M. PECETTO, *I contratti swap*, in *Il Sole 24 Ore*, Milano, 1996, 4453; F. CAPARRELLI, *I derivati*, Milano, 2001, 428 ss.; J. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano, 2012, 735 ss.

<sup>103</sup> In proposito vd. A. CIRILLO, *op. cit.*, 121-127; M. MORI, *op. cit.*, 83 ss.; G. PETRELLA, *op. cit.*, 87 ss..

obbligazioni a tasso fisso. Ebbene, mediante un *irs*, l'emittente potrebbe soddisfare la domanda del mercato, emettendo obbligazioni a tasso fisso e, nello stesso tempo, trasformarle in finanziamento a tasso variabile. Dunque indebitandosi sostanzialmente nella modalità preferita.

La seconda ipotesi, invece, si verifica generalmente quando un intermediario finanziario detiene dei titoli a medio/lungo termine a tasso fisso e dei finanziamenti a tasso variabile di pari importo. In tale contesto, mediante un *coupon swap*, l'intermediario ha la possibilità di neutralizzare il rischio di tasso di interesse pagando il tasso fisso, che incassa sui titoli, e ricevendo il tasso variabile, funzionale a remunerare il finanziamento.

Ciò posto, altra applicazione degli *irs* si riscontra nella possibilità di ridurre il costo dell'indebitamento sfruttando le *chances* di arbitraggio tra i differenti segmenti del mercato creditizio. Invero, usualmente le aziende con alto *rating* possiedono un vantaggio comparato nell'indebitarsi a tasso fisso, diversamente, quelle con basso *rating* beneficiano di un vantaggio comparato nel finanziarsi a tasso variabile<sup>104</sup>.

Ad esempio, la società Gamma, avente un *standing creditizio* basso, ha la possibilità di finanziarsi al tasso variabile pari all'Euribor<sup>105</sup> +2% e al tasso fisso del 7%; la società Omega, invece, di *rating* più elevato, può indebitarsi al tasso variabile pari all'Euribor +1% e al tasso fisso del 5%. Il differenziale tra i tassi praticabili nei confronti dei due enti è dunque maggiore nel mercato del tasso fisso (2%) rispetto a quello nel mercato del variabile (1%). A dette condizioni, per Gamma sarà più vantaggioso conseguire un finanziamento a

---

<sup>104</sup> Fermo restando che, in termini assoluti, le imprese con basso *rating* sono sempre in una posizione di svantaggio. Cfr., in generale, M. PIZZO, *L'interest rate swap nei conti e nei bilanci di impresa*, Padova, 1990, 14-18; F. PATERNOLLO e P. TARDINI, *Il rischio di interesse in Italia*, Milano, 1991, 20 ss.; L. TARQUINIO, "Financial derivatives". *Fair value e convergenza contabile internazionale*, Torino, 2003, 44-45; G. RISALITI, *op. cit.*, 166-167.

<sup>105</sup> Euribor è l'acronimo di *Euro Interbank Offered Rate*: è l'indice degli interessi dei depositi interbancari nell'area dell'euro.

tasso variabile, diversamente, Omega avrà più vantaggio a finanziarsi a tasso fisso.

Ciò fermo, qualora Gamma volesse accedere ad un finanziamento a tasso fisso e Omega a un finanziamento a tasso variabile, le parti potrebbero concludere un *irs* in forza del quale Gamma versa a Omega il tasso fisso del 5% e Omega corrisponde a Gamma il tasso variabile dell'Euribor +0,5%.

Di conseguenza, per effetto dello *swap*, Omega corrisponde per il finanziamento il tasso fisso del 5% ricevuto da Gamma e sostiene un costo effettivo dell'Euribor +0,5% invece dell'Euribor +1% che avrebbe pagato se avesse negoziato direttamente un prestito a tasso variabile. Viceversa, Gamma corrisponde l'Euribor +2% sul mutuo contratto a tasso variabile e, al contempo, riceve da Omega l'Euribor +0,5% e paga il tasso fisso del 5% in forza dello *swap*. Di modo che Gamma sostiene un costo effettivo del 6,5% invece del 7% che avrebbe dovuto corrispondere qualora avesse negoziato un prestito a tasso fisso.

Così entrambe le società ottengono il finanziamento mediante le modalità rispettivamente preferite ad un costo inferiore rispetto a quello stabilito dal mercato.

#### 4.2. *Interest rate and currency swaps.*

Diversamente dagli *interest rate swaps*, oggetto degli *interest rate and currency swaps*<sup>106</sup> (*ircs*) è lo scambio di flussi monetari denominati in due

---

<sup>106</sup> Per gli aspetti finanziari, *ex plurimis*, cfr. M. GABBRIELLI e S. DE BRUNO, *Capire la finanza*, Milano, 1987, 233; R. MASERA, *Swap e prodotti derivati. Rischi e rendimento*, in *Moneta e credito*, 1993, 107; F. METELLI, *Strumenti e tecniche per la gestione dell'esposizione ai tassi di interesse*, in *Notiziario economico della Banca San Paolo di Brescia*, 2, 1994, 48; E. MONTI e M. ONADO, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna, 1989, 416; F. PATERNOLLO e P. TARDINI, *op. cit.*, 20 ss.; C. VIOLA, *L'interest rate swap come strumento di gestione del rischio di interesse*, in *Quaderni AIAF* (Associazione italiana degli analisti finanziari), 1989; F. COLOMBINI, *Strumenti derivati e intermediari finanziari. Specificità e riflessi*

differenti divise. Qui l'effettivo trasferimento interessa non soltanto i flussi d'interesse ma anche i capitali nozionali espressi nelle differenti divise, sia all'inizio che al termine dell'operazione. Il valore iniziale di detti capitali è equivalente. Equivalenza economica dell'operazione che, tuttavia, deve intendersi non alla stregua di un cambio ufficiale, bensì in senso generico quale volontà espressa dai contraenti alla conclusione del contratto<sup>107</sup>.

Come gli *irs*, anche gli *ircs* sono generalmente utilizzati per la realizzazione di opportune politiche di *asset* o di *liability management*; tuttavia, i secondi permettono anche la gestione del c.d. rischio di cambio<sup>108</sup> connesso rispettivamente, a crediti, ovvero a debiti denominati in differenti valute. Tendono quindi ad ottimizzare i flussi finanziari connessi a investimenti e finanziamenti, espressi in valute differenti, che pure possono essere tra loro collegati. Si individuano tre principali fasi della dinamica contrattuale:

1. scambio iniziale dei capitali nozionali denominati in due valute diverse;
2. scambio periodico, durante il periodo di esecuzione del contratto, di due flussi di interesse maturati sulle divise inizialmente scambiate;
3. restituzione alla scadenza dei capitali inizialmente scambiati.

Al riguardo, in ragione delle modalità di determinazione dei relativi flussi di interesse si possono distinguere tre principali tipologie di *ircs*: fisso contro fisso (*straight currency swap*), variabile contro variabile (*currency basis swap*) e fisso contro variabile (*cross currency swap*)<sup>109</sup>.

---

*gestionali*, in *Riv. banc.*, 1, 1999, 111; D. MASPERO, *L'attività bancaria in derivati*, Roma, 2000, 38 ss.

<sup>107</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., 49.

<sup>108</sup> *Supra* cap. I, § 7.2

<sup>109</sup> Nel mercato sono anche presenti gli *swaps* valutari nei quali non si esegue lo scambio dei flussi di interesse, bensì solo lo scambio iniziale e finale dei capitali nozionali indicati in valute differenti.

Ciò posto, è evidente come aggiungendo il rischio di cambio, il rischio complessivo dell'operazione sia tendenzialmente superiore rispetto a quello insito negli *interest rate swap*. I contraenti difatti scambiano oltre ai flussi di interesse periodici anche i capitali nozionali. Il mutare dell'equivalenza economica tra i due capitali durante l'esecuzione del rapporto non incide tuttavia sulla validità e/o efficacia del contratto.

Pertanto, ad esempio, mediante uno *straight currency swap*, consegue un utile il contraente che consegnerà alla scadenza il capitale nozionale espresso nella divisa che si sarà deprezzata durante l'esecuzione del contratto. Tale contraente restituirà difatti un controvalore che è inferiore rispetto a quello inizialmente ricevuto, pagando per giunta interessi su di una divisa che progressivamente va indebolendosi ed incassandoli, viceversa, su di una valuta che si sta rafforzando. Vi sarà dunque un doppio beneficio: l'uno sul tasso di cambio, l'altro sul tasso di interesse.

Non si registrano dei predefiniti limiti alla durata del contratto in argomento. Si ritiene tuttavia necessaria una scadenza determinata quantomeno per la reciproca restituzione dei capitali (altrimenti non si tratterebbe di un *ircs*).

Un'ulteriore caratteristica è il reciproco pagamento periodico di una determinata somma a titolo di interessi denominata nella divisa ricevuta. La periodicità dei pagamenti intermedi è lasciata alla libera determinazione delle parti. In tal senso si potranno concordare prestazioni annuali, semestrali, trimestrali, mensili, giornaliere o, anche, ad intervalli irregolari. Non è oltretutto requisito essenziale che le reciproche prestazioni abbiano una medesima cadenza temporale.

Si può considerare l'ipotesi in cui la società A riceve dalla società B 100.000 dollari e trasferisce contestualmente a B l'equivalente in euro secondo il tasso di cambio pattuito di  $1 \text{ €} = 1,25 \text{ \$}$ , dunque, 80.000 euro. Le

parti stabiliscono una durata dello *swap* di cinque anni. Durante l'esecuzione A si impegna a pagare a B interessi computati sul capitale in dollari e, come corrispettivo, B si obbliga a corrispondere interessi determinati sul capitale in euro. Se, alla scadenza del contratto, il tasso di cambio fosse pari a 1 €= 1,33 \$, A restituirebbe il capitale di 100.000 dollari, che convertito al cambio alla scadenza equivale a 75.000 euro, incassando un importo netto di 5.000 euro, oltre ai flussi di interesse positivi.

#### 4.3. *Domestic currency swaps.*

Il *domestic currency swap* (*dcs*) è solitamente inquadrato nella categoria degli *swaps* di valute. Tuttavia, a dispetto della denominazione, il *dcs* si distingue sensibilmente dagli *swaps* in ragione dell'unica data di regolamento dei pagamenti.

I *dcs* ebbero una larga diffusione nel nostro Paese a partire dalla metà degli anni ottanta<sup>110</sup>. Il loro successo era principalmente legato alla possibilità di perseguire obiettivi economici normalmente ottenibili mediante contratti che, all'epoca, erano vietati dalla normativa valutaria italiana<sup>111</sup>.

Nella specie, il co. 2 lett. c) dell'art. 6 D.P.R. 31 marzo 1988, n. 148 (successivamente abrogato) vietava ai residenti italiani di effettuare, con contropartite estere, operazioni in cambi a termine o con opzione. Per ovviare a tale divieto venne congegnato un regolamento contrattuale che traspose l'intera operazione in valuta nazionale considerando la valuta straniera come un mero parametro di calcolo.

---

<sup>110</sup> Per un primo studio cfr. A. GULISANO, *Le operazioni di swap domestico*, in *Amministr. Finan.*, 11, 1987, 660.

<sup>111</sup> Cfr. F. CHIOMENTI, *op. cit.*, 46; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993, 289 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da F. Galgano, III, Torino, 1995, 2406.

Dunque, invece di concludere compravendite a termine di valute, i contraenti si obbligavano reciprocamente a corrispondere, ad un termine stabilito, un importo, in valuta nazionale, pari alla differenza tra il valore in lire di un capitale in divisa estera al tempo della conclusione del contratto ed il valore in lire dello stesso capitale in divisa estera in un termine successivo pattiziamente stabilito<sup>112</sup>. Oggetto del contratto non era più la divisa estera, bensì l'ammontare in lire della "differenza" tra il tasso di cambio al perfezionamento del contratto (solitamente concordato) e il tasso di cambio a pronti che si rileva alla scadenza del termine.

Nonostante la suindicata normativa fosse stata abolita nell'aprile del 1990, lo *swap* domestico continuò ad essere utilizzato nel mercato finanziario. La ragione è dovuta alla sua struttura e al suo funzionamento i quali implicano dei sensibili vantaggi rispetto al tipico contratto a termine di divise.

Il *dcs* consente difatti, da un lato, di liberare i contraenti dai rischi tipici della compravendita di divise, ossia il rischio di consegna, dall'altro, di ridurre i costi relativi al regolamento delle prestazioni con pieno scambio.

In altri termini, nonostante si modifichi l'oggetto del contratto, non più la divisa estera bensì il differenziale, mediante il negozio *de quo* si ottiene in via sintetica lo stesso risultato economico della compravendita a termine eliminando, però, i detti rischi<sup>113</sup>.

Lo *swap* domestico può essere pertanto definito come il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo in euro pari alla differenza positiva tra il valore in euro di un capitale in divisa estera al tempo del perfezionamento del contratto e il valore in euro

---

<sup>112</sup> Cfr. B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., 597; ID., *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio*, cit., 2449. Per una descrizione degli aspetti finanziari del contratto di *swap* domestico v. A. GULISANO, *op. cit.*, 660 ss.

<sup>113</sup> M. FERRARIO, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, in *Contr.*, 2000, 255 ss.

del medesimo capitale in divisa estera al termine pattuito. Corrispettivamente l'altro contraente si obbliga a versare al medesimo termine un importo in euro pari alla differenza negativa tra i medesimi valori<sup>114</sup>.

Oggetto è dunque l'obbligazione di pagamento in euro il cui ammontare è individuato in relazione al valore della valuta estera in momenti temporali diversi. Ammontare della prestazione dedotta e contraente obbligato che al momento del perfezionamento dell'accordo risultano, anche qui, del tutto incerti in ragione dell'altrettanta iniziale incertezza in ordine alla differenza finale fra i valori citati.

##### 5. *Il netting.*

Delineate le principali figure di contratti derivati, un elemento negoziale che spesso si riscontra nei relativi regolamenti contrattuali è la c.d. *netting clause*. Grazie ad essa le parti beneficiano di una sensibile riduzione del numero e dell'ammontare delle rispettive posizioni individuali da liquidare.

Si può riscontrare un *netting* bilaterale ovvero multilaterale. Il primo si rileva qualora due parti concordino di compensare le rispettive obbligazioni; il secondo, invece, si ravvisa allorché le obbligazioni di un aderente ad un sistema<sup>115</sup> siano compensate (o "nettate") in un'unica posizione

---

<sup>114</sup> Cfr. Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, in *Contr.*, 2005, 1004: «nel concetto di valore mobiliare ai fini dell'assoggettamento alla predetta legge rientra, quindi, anche il *domestic currency swap*, inteso come contratto aleatorio, con il quale due parti si obbligano, l'una all'altra, a corrispondere alla scadenza di un termine, convenzionalmente stabilito, una somma di denaro (in valuta nazionale) quale differenza tra il valore (espresso in valuta nazionale) di una somma di valuta estera al tempo della conclusione del contratto e il valore della medesima valuta estera al momento della scadenza del termine stabilito. Detto contratto, pertanto, [è] da distinguere rispetto alle operazioni di compravendita a pronti o a termine aventi direttamente ad oggetto valute».

<sup>115</sup> Ad esempio nel mercato italiano il *netting* è gestito con funzioni di controparte centrale dalla Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.a. (cfr. *supra* in questo capitolo § 2), mentre il sistema di liquidazione netta è gestito da Monte Titoli nell'ambito della piattaforma di liquidazione Express II.

(creditoria/debitoria), in cui il primo versi nei confronti dell'intero sistema in relazione a ciascuno strumento finanziario e/o a ciascuna divisa.

Ciò posto si rilevano più forme di funzionamento. La prima è il *netting of payments* mediante il quale le parti pattuiscono l'esecuzione di un solo pagamento netto qualora tra di loro sussistano reciproci debiti denominati nella stessa divisa e con pari scadenza.

In tale contesto, la compensazione esplica i suoi effetti solo al tempo dell'esecuzione dei pagamenti. Pertanto, in caso di pagamenti ad esecuzione differita nel tempo, rimangono invariate le relative obbligazioni tra i contraenti sino al momento della loro scadenza e (successiva) estinzione, che si attua, quantomeno parzialmente, mediante il *netting*.

Mentre il rischio di credito<sup>116</sup> permane nella sua interezza, si assiste ad un concreto vantaggio dell'impegno finanziario di ciascun contraente: un unico pagamento determina una sicura riduzione dei costi relativi all'esecuzione, nonché una diminuzione dell'ammontare dei capitali da movimentare con consequenziale riduzione dei rischi di consegna<sup>117</sup>. In altri termini, mediante il *netting of payments* i contraenti realizzano pattiziamente una forma di compensazione coincidente con quella legale<sup>118</sup> (artt. 1242 e 1243 c.c.) che si attua quando i crediti diventano liquidi ed esigibili.

Il *netting of obligations* consta, invece, di un meccanismo mediante il quale le reciproche obbligazioni di pagamento vengono sostituite da una sola obbligazione corrispondente al risultato netto delle rispettive posizioni.

Nella specie, l'operazione *de qua* si esplica attraverso due modalità: il *netting by novation* e il *close-out netting*.

<sup>116</sup> Sia di sostituzione sia di credito pieno (*supra* cap. I § 7.1).

<sup>117</sup> *Supra* cap. I § 7.1

<sup>118</sup> Cfr. C.M. BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, cit., 482 ss.; U. BRECCIA, *Le obbligazioni*, in *Tratt. Iudica, Zatti*, Milano, 1991, 791 ss.; P. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento*, in *Comm. Scialoja, Branca*, Bologna-Roma, 1982, 259 ss.; P. SCHLESINGER, *Compensazione*, in *Nsso Dig. It.*, III, Torino, 1959, 722.

Il *netting by novation* consiste essenzialmente in una novazione del credito derivante dai contratti dai quali originano le singole poste. Mediante tale clausola le parti convengono che qualora, alla medesima scadenza e divisa, entrambe risultino reciprocamente debentrici di determinati importi, le reciproche obbligazioni verranno novate in una sola gravante su quella che dovrà versare la differenza netta all'altra<sup>119</sup>.

In altri termini, le reciproche obbligazioni di pagamento verranno sostituite automaticamente con una sola obbligazione per un importo netto ogni qual volta si verifichi una situazione di reciprocità.

Nonostante siffatto esito si possa conseguire attraverso una compensazione volontaria di crediti non ancora esigibili, le clausole generalmente adottate nei contratti modello risultano talmente esplicite da non lasciare dubbi sulla volontà delle parti di novare le obbligazioni<sup>120</sup>.

Anche il *netting by novation* riduce il rischio di credito. L'ammontare dovuto dopo la novazione<sup>121</sup> è chiaramente la differenza tra le obbligazioni novate. Si riduce altresì il rischio di consegna per le medesime ragioni esaminate per il *netting of payments*.

---

<sup>119</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 465 s.

<sup>120</sup> *Op. ult. cit.*, 466, rileva come la scelta della novazione rispetto alla compensazione introduce una variabile superflua e pericolosa. Superflua, in quanto la novazione non aggiunge nulla di nuovo rispetto all'obbligazione novata (tantomeno è idonea a sanarne l'eventuale vizio di nullità). Inoltre, implicando la sostituzione dell'obbligazione originaria, tale istituto risulta passibile di eventuale revocabilità in sede fallimentare.

<sup>121</sup> In tema di novazione, cfr. C.M. BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, cit., 444 ss.; O. BUCCISANO, *Novazione*, in *EG*, XII, Roma, 1990, 127 ss.; ID., *La novazione oggettiva e i contratti estintivi onerosi*, Milano, 1968, 4 ss.; M. CANTILLO, *Le obbligazioni*, in *Giur. sist. Bigiavi*, Torino, 1992, 912 ss.; A. CAPUTO, *La novazione*, in *Le obbligazioni*, a cura di P. Fava, II, Milano, 2008, 853 ss.; N. DI PRISCO, *Novazione*, in *Tratt. Rescigno*, 9, I, Torino, 1999, 337; P. LAMBRINI, *La novazione*, in *I modi di estinzione*, a cura di A. Burdese e E. Moscati, III, in *Trattato delle obbligazioni* diretto da L. Garofalo e M. Talamanca, Padova, 2008, 473 ss.; A. MAGAZZÙ, *Novazione*, in *ED*, XXVIII, Milano, 1978, 779 ss.; C. NOBILI, *Le obbligazioni*, Milano, 2008, 143 ss.; P. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione dell'obbligazione diversi dall'adempimento*, cit., sub artt. 1230-1259, 5 ss.; P. RESCIGNO, *Novazione*, in *Nsso Dig. It.*, XI, Torino, 1965, 434 ss.; A. ZACCARIA, *Novazione*, in *Digesto civ.*, XII, Torino, 1995, 287 ss.

Permarranno tuttavia per l'intero le obbligazioni di pagamento espresse in valute differenti e/o con scadenze non coincidenti.

Il *close-out netting*<sup>122</sup>, invece, è governato da un funzionamento diverso rispetto al precedente, si basa sull'intuizione che la compensazione possa operare come tecnica di riduzione del rischio di credito, ovvero come tecnica di contenimento dei pregiudizi connessi al mancato buon fine dell'accordo<sup>123</sup>: a) non si attua in relazione al sorgere delle reciproche obbligazioni, bensì in presenza di determinati eventi, definiti in dettaglio, che sono perlopiù connessi a patologie negoziali, ovvero od altri accadimenti comunque influenti sulla stabilità della relazione contrattuale<sup>124</sup>; b) può riferirsi a qualsiasi tipologia di debito, rappresentato da qualsivoglia valuta e senza alcun vincolo riguardo alla scadenza.

Generalmente tali eventi sono ricondotti ad ipotesi o segnali di insolvenza, quali, ad esempio, un inadempimento, la cessazione delle garanzie, la vendita di una parte sostanziale delle attività.

Dunque alla venuta ad esistenza di uno o più eventi dedotti nel contratto, mediante un complesso di formule di matematica finanziaria e di operazioni di cambio, tutti i pagamenti dovuti tra le parti denominati in qualsiasi valuta e per qualsiasi scadenza sono convertiti in un unico pagamento denominato in un'unica divisa. Unico pagamento che quindi sostituisce ed estingue tutte le obbligazioni intercorrenti tra le parti.

---

<sup>122</sup> Il d.lgs. 21 maggio 2004, n. 140, attuando la direttiva 2002/47/CE in materia di contratti di garanzia finanziaria, ha concesso il riconoscimento positivo al *close-out netting*. Nella specie, la suddetta, direttiva identifica gli accordi di *close-out netting* come sane pratiche di gestione del rischio utilizzate comunemente nei mercati finanziari (140 considerando).

Precedentemente, anche le Istruzioni di vigilanza per le banche predisposte dalla Banca d'Italia (Titolo IV, Sezione II, Capitolo 2, paragrafo 5 e l'allegato B, paragrafo 3) avevano riconosciuto tale pattuizione.

<sup>123</sup> In definitiva il meccanismo compensativo soddisfa una funzione di garanzia in senso lato: consente al creditore di «evitare il rischio di adempiere, o dover adempiere, senza ricevere l'adempimento» (così P. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento*, cit., 258). In tal senso anche P. SCHLESINGER, *Compensazione*, cit., 722 ss.

<sup>124</sup> Per un'esauritiva disamina cfr. A. PERRONE, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca Borsa tit. cred.*, I, 51, 1998.

Si tratta pertanto di un effetto compensativo che integra una figura elaborata e sofisticata ma comunque riconducibile al “*pactum de compensando*” di cui all’art. 1252 comma 2 c.c.<sup>125</sup>, tenuto conto che la conversione e liquidazione di un portafoglio di operazioni eterogenee in un unico pagamento appare un meccanismo tanto fattibile quanto complesso.

Ciò posto le due formule di *netting of obligations* possono anche combinarsi tra di loro: un *close-out netting* può avere a monte anche un pagamento derivante da un *netting by novation*.

In ogni caso, le due formule differiscono tra loro per il fatto che il *netting by novation* è applicato automaticamente al verificarsi di un contesto di reciprocità tra obbligazioni di pagamento (aventi stessa divisa e medesima scadenza); il *close-out netting*, invece, opera esclusivamente al sorgere di determinate condizioni sussumibili in due gruppi: quello il cui verificarsi riconosce il diritto di un contraente ad avvalersi della pattuizione *de qua* mediante un’esplicita manifestazione di volontà (la dichiarazione di risoluzione); quello che viceversa opera automaticamente, senza necessità di ulteriore manifestazione di volontà<sup>126</sup>.

Tale distinzione, tuttavia, non sarebbe pienamente colta nella nozione di *close-out netting* - ex art. 1 co. 1, lett. f) d.lgs. 170/2004 - inserita nell’ambito della disciplina prevista per prevenire il rischio di successiva compromissione dell’effetto compensativo in sede fallimentare<sup>127</sup>. L’art. 7, d.lgs. 170/2004,

---

<sup>125</sup> F. MARTORANO, *Note sulla compensazione nel conto corrente bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1957, 319; P. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione*, cit., 381 s.; N. DI PRISCO, *I modi di estinzione diversi dall’adempimento*, in *Trattato Rescigno*, Torino, IX, 1984, 338 s.; S. MASCIANGELO, F. MORCAVALLO e F. VOMERO, *La compensazione*, in *Trattato delle obbligazioni*, a cura di A. Burdese e E. Moscati, Padova, III, 2008, 231 s.

<sup>126</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 465 ss.

<sup>127</sup> Parte della dottrina saluta con favore il riconoscimento positivo della clausola di *close out netting* nell’ordinamento. In tale contesto, l’efficacia di detta clausola è accolta non solo riguardo alla compensazione di crediti e debiti derivanti da una serie di obbligazioni finanziarie garantite, ma anche per la compensazione del valore nettato dell’esposizione di un contraente nei confronti dell’altro [Cfr. F. BRUNO e A. ROZZI, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari di derivati OTC (“over the counter”)*, in *Italia Soc.*, 10, 2007, 1235].

cit., nella specie, dispone la validità e l'efficacia della clausola *de qua* nonostante il coinvolgimento di uno dei due contraenti in una procedura concorsuale.

Orbene il *punctum dolens* della definizione normativa di cui all'art. 1 cit.<sup>128</sup> concerne il piano della portata e degli effetti prodotti dalla clausola in argomento: in caso di evento determinante l'escussione della garanzia finanziaria: 1) le obbligazioni diventano immediatamente esigibili e vengono convertite nell'obbligazione di versare un importo pari al loro valore corrente stimato, oppure esse sono estinte e sostituite dall'obbligazione di versare tale importo, ovvero 2) viene calcolato il debito di ciascuna parte nei confronti dell'altra con riguardo alle singole obbligazioni e viene determinata la somma netta globale risultante dal saldo e dovuta dalla parte il cui debito è più elevato, ad estinzione dei reciproci rapporti.

Mentre l'ipotesi al punto 2) corrisponde all'effetto previsto da un'ordinaria compensazione, non si comprende con chiarezza se la fattispecie di cui al precedente punto 1) contempra la sostituzione delle obbligazioni originarie con l'obbligazione di versare il solo saldo che ne derivi (dunque un'ipotesi di *netting by novation*), ovvero se si tratti di una mera liquidazione al valore corrente delle obbligazioni finanziarie. In quest'ultimo caso la compensazione opererebbe automaticamente sulle rispettive posizioni liquidate senza la necessità di un accordo compensativo<sup>129</sup>.

---

<sup>128</sup> Art. 1 co. 1, lett. f) d.lgs. 170/2004: «clausola di interruzione dei rapporti e pagamento del saldo netto, clausola di “*close-out netting*”: la clausola di un contratto di garanzia finanziaria o di un contratto che comprende un contratto di garanzia finanziaria oppure, in mancanza di una previsione contrattuale, una norma di legge in base alla quale, in caso di evento determinante l'escussione della garanzia finanziaria: 1) le obbligazioni diventano immediatamente esigibili e vengono convertite nell'obbligazione di versare un importo pari al loro valore corrente stimato, oppure esse sono estinte e sostituite dall'obbligazione di versare tale importo; ovvero 2) viene calcolato il debito di ciascuna parte nei confronti dell'altra con riguardo alle singole obbligazioni e viene determinata la somma netta globale risultante dal saldo e dovuta dalla parte il cui debito è più elevato, ad estinzione dei reciproci rapporti».

<sup>129</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 468.

## 6. *Derivati uniformi e derivati over the counter (OTC).*

Non limitata al mero piano classificatorio, bensì afferente alla stessa configurazione del regolamento contrattuale, è la distinzione tra derivati uniformi (o *standard*) e derivati *over the counter* (OTC).

Il derivato c.d. uniforme consiste in un contratto negoziato in un sistema multilaterale di negoziazione (art. 4, § 1, n. 14, dir. 2004/39/CE, c.d. direttiva *MIFID* di primo livello) governato da rigide regole di standardizzazione che determinano, oltre gli elementi essenziali, la quasi totalità della scheda contrattuale<sup>130</sup>. Unica variabile rilevante risulta il prezzo. Le domande e le offerte (quindi la negoziazione) hanno ad oggetto un regolamento già pienamente conformato<sup>131</sup>. L'autonomia delle parti è quindi fortemente limitata se non del tutto soppressa.

Come già osservato nel mercato *futures*<sup>132</sup>, in tale contesto ruolo fondamentale è svolto dalla Cassa di compensazione e garanzia (c.d. *Clearing house*) la quale assume la qualità di contraente diretto o indiretto<sup>133</sup> di ogni operatore per tutti i contratti stipulati. Discende da ciò che le posizioni<sup>134</sup> di acquisto e di vendita aperte dal medesimo operatore in relazione ad uno stesso tipo di contratto siano automaticamente ed immediatamente

---

<sup>130</sup> Ad esempio cfr. *supra* in questo capitolo § 1.

<sup>131</sup> U. CAPRARA, *Borse merci e mercati a termine*, Milano, 1978, 10.

<sup>132</sup> Cfr. *supra* in questo capitolo § 1.

<sup>133</sup> Gli operatori sono generalmente classificati in ragione della possibilità o meno di aderire alla Cassa. Si distinguono gli “aderenti generali” che aderiscono alla Cassa per conto proprio e per conto di terzi (operatori indiretti); gli “aderenti individuali”, che possono aderire alla Cassa solo per se stessi; “aderenti indiretti” che aderiscono alla Cassa mediante gli “aderenti generali”. Pertanto, esclusivamente gli aderenti generali e gli aderenti individuali versano direttamente i margini su un conto aperto presso la Cassa. Gli aderenti indiretti devono necessariamente ricorrere agli aderenti generali.

<sup>134</sup> Nel linguaggio convenzionale la vendita o l'acquisto di *futures* sono indicati con l'espressione “apertura di una posizione” sul mercato. La posizione del venditore è definita “*short*”, “*long*” la posizione dell'acquirente.

compensate<sup>135</sup>: l'operatore è contemporaneamente compratore e venditore nei confronti della *Clearing House*.

Una volta perfezionato, in virtù della sua elevata standardizzazione, il derivato negoziato su un mercato regolamentato può essere oggetto (come solitamente è) di successiva negoziazione sui mercati regolamentati al pari di altri strumenti finanziari (obbligazioni, azioni, etc). In altri termini, il contratto derivato *de quo* è un prodotto finanziario altamente liquido che, come tale, circola agevolmente ed è oggetto di frequenti scambi.

Per contro, mediante l'espressione "derivati *over-the-counter*" o "derivati OTC" si intende riferirsi a contratti derivati negoziati nell'ambito di un sistema di negoziazione non regolamentato<sup>136</sup>, ossia un mercato la cui disciplina non trova fondamento in un complesso di regole organiche<sup>137</sup>. In altri termini, si tratta di quei sistemi di negoziazione alternativa non annoverati nell'elenco dei mercati ufficiali di cui alla delibera Consob 10386/1996<sup>138</sup>. Risulta invece residuale l'ipotesi in cui il derivato sia concluso senza l'intervento di un intermediario finanziario<sup>139</sup>.

---

<sup>135</sup> *Infra* in questo capitolo § 5.

<sup>136</sup> D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 3, 2009, 30 ss.; ID., *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività di prestazione dei servizi di investimento*, *ivi*, 3, 2005, 575 ss.

<sup>137</sup> Ovverosia «un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema» (Comunicazione Consob n. 98097747 del 24 dicembre 1998 attuativa dell'art. 78 T.U.F.).

<sup>138</sup> Delibera n. 10386 del 18 dicembre 1996.

<sup>139</sup> Ancorché residuale, tale ipotesi pone due questioni, la prima in ordine alla riserva di attività (*ex art. 18 T.U.F.*, disposta soltanto se l'offerta è professionale e rivolta al pubblico), la seconda, concernente l'operatività dell'esclusione dell'eccezione di gioco *ex art. 23, comma 5 T.U.F.*, prevista solamente per il caso di conclusione del derivato nell'ambito di un servizio di investimento (cfr. G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. Impr.*, 2009, 1136).

Non essendo negoziato in un mercato regolamentato<sup>140</sup>, il derivato *over the counter* è perciò costituito da un contenuto del tutto definito dai contraenti nel pieno della loro autonomia contrattuale.

Di qui una tipologia di transazione peculiarmente personalizzata ai bisogni ed alle esigenze dell'investitore coinvolto ed avente ad oggetto, nella specie, scambi generalmente bilaterali, realizzati tra un investitore ed un intermediario finanziario disponibile a negoziare in contropartita diretta. Intermediario che di conseguenza ricoprirà altresì il ruolo di *market maker* (art. 1, comma 5-*quater*, d.lgs. 58/1998). L'autonomia contrattuale non soffre standardizzazioni quanto a scadenze, tipologia del sottostante ed importi.

La mancanza di un mercato regolamentato<sup>141</sup> e la sua alta personalizzazione fan sì che il derivato OTC, per sua natura, non sia oggetto di successive negoziazioni. In altri termini si tratta di un prodotto altamente illiquido. Il derivato *over the counter*, tendenzialmente, non sarebbe oggetto di circolazione.

Malgrado ciò sin dagli anni novanta, nell'intento di assicurare dei presupposti minimi di trasparenza negli scambi, sono stati realizzati sistemi di scambio per i derivati *OTC* tra i quali, ad esempio, l' *OTC Bulletin Board* (OTCBB), nel quale si registrano mediamente più di 3000 titoli con oltre 300 *market makers* operanti<sup>142</sup>.

È bene evidenziare come, in questo caso, il sistema centrale svolga esclusivamente il ruolo di connettere gli ordini di acquisto e di vendita generando una *network* di scambi nel quale, però, non assume come nei derivati "uniformi" la qualità di controparte nelle negoziazioni.

<sup>140</sup> *Supra* in questo cap., § 2.

<sup>141</sup> Per tale ragione, sotto la vigenza della L. n. 1/1991, parte della dottrina ne escludeva la natura di valore mobiliare (cfr. F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 48). Tuttavia tale indirizzo è stato successivamente superato: cfr. Cons. Stato, 10 maggio 1994, n. 525, in *Cons. Stato*, I, 1995, 1328.

<sup>142</sup> M. SPADA e P. COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente. Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2010, 406 s.

Nella prassi i mercati OTC sono predisposti mediante la cooperazione di uno o più operatori (*dealers*), generalmente istituti bancari di considerevoli dimensioni, che mantengono proposte in acquisto e in vendita per i partecipanti durante tutto il periodo delle contrattazioni, agendo così da *market makers*.

Le negoziazioni e la formazione delle relative quote si sviluppano attraverso un bollettino elettronico costantemente aggiornato, ovvero mediante il telefono. Tale quadro non è comunque sufficiente a qualificare tali transazioni come scambi organizzati di strumenti finanziari o sistemi di negoziazione (c.d. *trading facility*): sarebbe invero necessaria la presenza di una vera e propria organizzazione di regole e di struttura<sup>143</sup>.

In ogni caso si rileva come, nel corso degli anni, le dinamiche negoziali interne abbiano raggiunto una considerevole automatizzazione, cosicché, attualmente, i *market makers* sono avvantaggiati da linee comunicative istantanee tra di loro e con i loro maggiori clienti. Un investitore ha conseguentemente la possibilità di riscontrare in tempo reale la quotazione dei vari *dealers* con una percezione del mercato non dissimile da quella evincibile tramite un listino di un mercato regolamentato<sup>144</sup>.

Le transazioni che si realizzano in questo tipo di mercato sono prettamente bilaterali: interessano direttamente solo due dei contraenti/partecipanti al mercato, ossia, colui che propone la quota (venditore) e colui che l'accetta (compratore).

Di conseguenza ciascun partecipante, direttamente esposto al rischio di inadempimento della controparte, può unicamente compiere singole compensazioni bilaterali per ogni transazione. Ciò con un doppio proposito: a) contenere l'esposizione creditoria nei limiti dell'ammontare risultante dal

<sup>143</sup> L. SASSO, *L'impatto sul mercato dei derivati otc*, in *Giur. comm.*, 2012, 899 ss.

<sup>144</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, 239 ss.; B.M. RAGANELLI, *I mercati regolamentati italiani: la Borsa*, Roma, 2002, 8.

*netting*<sup>145</sup>; b) costituire delle garanzie, in strumenti finanziari o in moneta contante a tutela del rischio di inadempimento della controparte (c.d. *collateral agreements*), il cui valore può subire una riduzione (c.d. *haircut*) in relazione alla soglia di affidabilità dell'emittente dello strumento offerto in garanzia<sup>146</sup>. Il tutto però determina un sensibile aumento della complessità e delle interconnessioni del mercato.

In altri termini, la proliferazione dei contratti è una realtà derivante dalla circostanza per cui i grandi istituti finanziari (ossia i *market makers*), invece di limitare il rischio di esposizione chiudendo il contratto a rischio, ne aprono un altro o diversi altri a sua "copertura".

In aggiunta, i mercati OTC si contraddistinguono generalmente per l'assenza di quotazioni ufficiali e per un'informativa meno trasparente sulla quotazione dei diversi prodotti. Le informazioni concernenti i negozi perfezionati al loro interno, inoltre, sono conoscibili esclusivamente dai relativi sottoscrittori. Tale carenza informativa sulle posizioni ed esposizioni degli investitori e la ramificazione esponenziale degli scambi rendono gioco forza difficoltoso il ruolo di individuazione e prevenzione dei rischi gravante sulle autorità di vigilanza e sui *supervisors*.

Il risultato finale è dunque una complessa rete di negoziazioni bilaterali la cui opacità ostacola gli intermediari e le autorità di vigilanza nazionali ed internazionali nella effettiva comprensione, da un lato, dell'esposizione ai rischi di controparte<sup>147</sup> e operativo<sup>148</sup> e, dall'altro, del c.d. rischio sistemico, ossia del rischio di mercato del sistema nel suo complesso<sup>149</sup>.

---

<sup>145</sup> *Supra* in questo cap., § 5.

<sup>146</sup> Cfr. A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, cit., 123 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 446 ss.; F. BRUNO e A. ROZZI, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC*, cit., 1225 ss.

<sup>147</sup> *Supra* cap. I, § 7.1

<sup>148</sup> *Supra* cap. I, § 7.7.

<sup>149</sup> Cfr. la Comunicazione della Commissione europea 3 luglio 2009, in merito alla questione «Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi», COM(2009) 332, 6, in

Ciò posto, nonostante l'illustrato *discrimen* esistente tra i contratti negoziati su un mercato regolamentato e i derivati OTC, il legislatore speciale ha approntato un'elencazione che comprende indistintamente entrambe le contemplate tipologie.

L'interprete è tuttavia tenuto ad operare la delineata distinzione in ragione delle sensibili diversità strutturali che si riverberano, inevitabilmente, sul differente sviluppo delle dinamiche negoziali e delle relative eventuali patologie<sup>150</sup>.

Brevemente, si rileva una specifica diversità del contro-interesse dell'intermediario; si assiste all'etero, ovvero, all'auto regolamentazione del regolamento contrattuale; si registra l'imposizione della massima trasparenza informativa nei confronti dei gestori dei mercati regolamentati che fa il paio con la tendenziale opacità dei contenuti predisposti dal solo intermediario; alla liquidità dei derivati negoziati su mercati regolamentati corrisponde l'illiquidità degli strumenti *over the counter*<sup>151</sup>.

#### 7. *L'up-front payment.*

Nell'ambito dei contratti derivati simmetrici *over the counter*, non troppo di rado, si rinviene una pattuizione in forza della quale l'intermediario versa alla controparte una somma – c.d. *upfront* – al momento della stipula del derivato.

---

<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0332:FIN:EN:PDF>.

Mediante l'espressione "rischio sistemico" si intende riferirsi all'impatto macroeconomico a livello di sistema del *default* di una controparte. Tale espressione confuta pertanto il postulato "too big to fail": il *default* di una controparte finanziaria potrebbe potenzialmente impattare sul sistema con un effetto domino determinando successivi *default* a catena delle controparti coinvolte (P. LUCANTONI, *Osservatorio l'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati otc*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 642).

<sup>150</sup> *Infra* cap. IV.

<sup>151</sup> D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2011, 605 ss.

Nella specie tale stipula, con contestuale versamento dell'*up-front*, interviene a conclusione di un accordo mediante il quale i contraenti rinegoziano le condizioni di un derivato in essere, ovvero, più semplicemente, concludono *ab origine* un derivato con una (apparente) utilità per l'investitore versando, a favore di quest'ultimo, una determinata somma liquida<sup>152</sup>.

In proposito non vi sarebbe nulla di particolare qualora, come al di fuori dell'ipotesi *de qua*, si fosse al cospetto di un tipico contratto sinallagmatico per il quale un contraente versa un corrispettivo contro l'ottenimento di una prestazione.

Pertanto il pagamento di tale somma iniziale, l'*up-front* appunto, determina sensibili problemi di qualificazione e di efficacia della pattuizione *de qua* che, inevitabilmente, si ripercuotono sul versante delle eventuali patologie in cui potrebbe incorrere il derivato ad esso connesso. Appare dunque opportuno delineare i tratti salienti della fattispecie in argomento per poi proseguire il discorso relativo alla fase patologica nella più corretta sede<sup>153</sup>.

Ciò posto, sembra opportuno muovere dalla fattispecie apparentemente più complessa ma, in realtà, più idonea a palesare il meccanismo di tale elemento negoziale. Ebbene si tratta dell'ipotesi in cui le parti concludono un derivato al fine di rinegoziarne uno precedente che contestualmente si risolve, con una perdita per una parte per un ammontare pari all'*up-front* ricevuto dalla medesima in forza del nuovo contratto derivato.

In altri termini, mediante mutuo dissenso, i contraenti risolvono anticipatamente un contratto derivato calcolando il valore del *mark to market* dovuto da una parte all'altra, ossia, il costo di sostituzione che il cliente dovrà pagare per l'estinzione anticipata del contratto. *Mark to market* che coincide,

---

<sup>152</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 469.

<sup>153</sup> *Infra* cap. IV, § 3.2

dunque, con il valore attuale, in un dato momento storico, della perdita subita da una parte cui corrisponde il valore attuale dell'utile dell'altra<sup>154</sup>.

A questo punto, contestualmente alla risoluzione anticipata del primo derivato, i medesimi contraenti ne perfezionano un secondo nel quale il creditore risultante dalla risoluzione del primo versa alla controparte un importo pari al valore attuale del suo credito così maturato (il c.d. *up-front*). Inoltre, le parti stabiliscono che detto *up-front* si compensi con l'obbligazione di pagamento dovuta nel primo derivato da parte del "soccombente".

Al riguardo può considerarsi l'esempio di un investitore che perfeziona un *interest rate swap (irs)* con durata ventennale in forza del quale, preso come riferimento un capitale nozionale di €1.000.000, paga un tasso fisso del 5% annuo e riceve il tasso Euribor semestrale. Si può dunque ipotizzare che per i primi 6 anni l'investitore riceva ammontari tendenzialmente simili (Euribor semestrale al 5%) a quanto paghi ogni anno (tasso fisso 5%). Qualora l'investitore decidesse di risolvere anticipatamente l'*irs* in questo primo arco temporale, plausibilmente, nulla sarebbe dovuto tra le parti.

Se invece nei successivi tre anni l'Euribor semestrale si attestasse al 3%, l'investitore sarebbe obbligato a corrispondere all'anno più di quanto riceva (tasso fisso 5% contro Euribor semestrale 3%).

Orbene in quest'ultimo arco temporale, semplificando, se l'investitore risolvesse anticipatamente il derivato, con molta probabilità il valore attuale dell'*irs* sarebbe a suo sfavore per un ammontare corrispondente al differenziale scontato tra il tasso Euribor a lungo termine (3%) ed il tasso fisso dello *swap* in essere (5%), per ogni anno fino alla scadenza originaria del contratto.

---

<sup>154</sup> È in ogni caso evidente come i parametri di riferimento siano in continuo mutamento e, con il trascorrere del tempo, l'utile e la corrispettiva perdita possano invertirsi completamente.

Dunque (semplificando), se l'*irs* venisse risolto al nono anno, il valore attuale<sup>155</sup> di perdita sarebbe del 2% per undici anni. Invero, pagando il 5% rispetto al mercato corrente, l'investitore pagherebbe il 2% all'anno di più del mercato per i successivi undici anni ed è questo futuro ed incerto valore che verrebbe riconosciuto tra le parti in caso di estinzione anticipata.

Ciò posto, è evidente come tale valore di risoluzione dello *swap* rappresenti una perdita o un utile soltanto "potenziale": i tassi di riferimento sono caratterizzati da un'elevata volatilità, le loro condizioni possono mutare nel futuro annullando od invertendo i valori. Così, tornando all'esempio, prima della scelta volta alla risoluzione, l'investitore subirà tale "potenziale" perdita solamente se, sino alla scadenza, i detti tassi non subissero variazioni. Viceversa, la "potenziale" perdita diventerà "effettiva" soltanto nel caso di estinzione anticipata<sup>156</sup>.

Relativamente a ciò, possono dipendere da numerosi fattori le ragioni sottese alla scelta di trasformare una perdita/utile potenziale in un valore effettivo. Uno tra i più diretti potrebbe individuarsi nella circostanza per cui il contraente ritiene che in futuro la situazione non possa che peggiorare ulteriormente.

Appare parimenti evidente come non abbia rilevanza alcuna nel calcolo della perdita/utile il precedente andamento che lo *swap* ha osservato sino alla data di risoluzione. Gli eventuali utili pregressi maturati dalla parte

---

<sup>155</sup> Mediante l'espressione "valore attuale" si intende, a grandi linee, una grandezza pari al differenziale scontato tra l'originario tasso fisso del contratto di *swap* ed il tasso fisso di mercato per il periodo corrispondente alla vita residua del contratto.

Esemplificando, dopo 9 anni dalla conclusione di uno *swap* ventennale il tasso fisso di mercato da prendere in considerazione è quello in essere per le scadenze di 11 anni. Di conseguenza, se il tasso di mercato per la vita residua è inferiore al tasso del titolo, questo verrà venduto "sopra la pari" ricevendo un premio rispetto al valore nominale pari allo stesso differenziale. Viceversa, se il tasso di mercato è superiore a quello del titolo, quest'ultimo sarà venduto "sotto la pari" subendo uno sconto pari al differenziale tra il tasso corrente di mercato per la vita residua ed il tasso del titolo. (Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in *Giur. comm.*, 2011, 888).

<sup>156</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 889.

soccombente non concorrono infatti nel calcolo e quantificazione del valore attuale di risoluzione dello derivato *de quo*.

Proseguendo la fattispecie presa ad esempio, qualora l'investitore ritenesse che lo scenario possa peggiorare o, più semplicemente, volesse eliminare il rischio che possa peggiorare, allora cristallizzerà la perdita mediante la risoluzione anticipata dello *swap*. Di conseguenza, nell'ipotesi in cui l'investitore non avesse o non volesse impegnare le necessarie risorse finanziarie per chiudere il derivato in argomento, egli avrebbe la possibilità di concludere un nuovo *swap* (secondo *swap*) in base al quale riceve dalla controparte una somma (*up-front*) coincidente alla perdita "effettiva" del primo *swap*.

Le rappresentate motivazioni sono adattabili, mutando i parametri di riferimento, al contraente che, maturando un utile in forza del primo *swap*, intenda cristallizzarlo senza costringere la controparte ad esborsi di cassa: alla ragione che determina un contraente a cristallizzare l'utile corrisponde la ragione dell'altro di cristallizzare la perdita.

Per entrambi i contraenti non si registra un effettivo movimento fondi: la perdita e, viceversa, l'utile sono compensati con l'*up-front* del secondo *swap*. Ciò che invece muta per entrambe la parti, però, è il risultato in bilancio.



### CAPITOLO III

## INQUADRAMENTO NORMATIVO

#### 1. Premessa.

Le negoziazioni in derivati finanziari traggono origine da regole del commercio internazionale che codificano specifici modelli<sup>157</sup> usualmente riferiti ai sistemi di *common law*, tantoché la prassi contrattuale è solita indicare quale legge applicabile quella maggiormente *friendly*<sup>158</sup> degli Stati Uniti d’America, ovvero, più spesso, del Regno Unito.

Ciò premesso in linea generale, per l’esame che qui interessa, si rileva come i contratti derivati “circolanti” nel nostro ordinamento, conformati al richiamato modello anglosassone, sono “trapiantati” nell’ordinamento italiano senza preventivamente tenerne in alcun conto le ricadute e gli effetti<sup>159</sup> e, soprattutto, il rispetto della normative interne (prime tra tutte il T.U.F. e il Regolamento Intermediari Consob<sup>160</sup>).

Escluse le ipotesi negoziali che non presentino intersezione alcuna con la disciplina italiana, esterne alla trattazione, il contratto derivato sarà regolamentato dal diritto italiano in via esaustiva, ovvero concorrente, qualora:

1. I contraenti non scelgano di applicare una determinata legislazione straniera e, in virtù dei criteri di collegamento *ex art.*

---

<sup>157</sup> *Infra* in questo capitolo § 12.

<sup>158</sup> G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2010, 104.

<sup>159</sup> A. GENTILI, *Senso e consenso. Storia, teoria e tecnica dell’interpretazione dei contratti*, II, Torino, 2015, 642 ss.; G. DE NOVA, *Il contratto alieno e le norme materiali*, in *Riv. dir. priv.*, 2, 2009, 26.

<sup>160</sup> *Infra* in questo capitolo.

- 4, Legge 18.12.1984, n. 975 (Convenzione di Roma)<sup>161</sup>, si dovrà applicare la legge italiana (salvo altre convenzioni internazionali, in quanto applicabili<sup>162</sup>).
2. I contraenti scelgono di applicare la legislazione italiana *ex art.* art. 3, L. 18.12.1984, n. 975<sup>163</sup>.
3. I contraenti cui altrimenti si applicherebbe la legge italiana scelgono di regolare il contratto derivato mediante una legislazione straniera, ma posto il potere giurisdizionale del giudice italiano<sup>164</sup>, il contratto derivato debba rispettare le norme italiane ad applicazione necessaria<sup>165</sup> (sebbene derogano la legge straniera che regola il contratto) nonché i principi di ordine pubblico<sup>166</sup> e le norme imperative<sup>167</sup> del diritto italiano<sup>168</sup>.

## 2. *Le fonti. La categoria di contratti derivati.*

Oltre che dalla disciplina contrattualistica del diritto civile, salvo il distinguo di cui al successivo paragrafo, la negoziazione dei prodotti finanziari derivati è anche regolata, ma non soltanto, dal Testo Unico

---

<sup>161</sup> Espressamente richiamata dall'art. 57 della L. 31.05.1995, n. 218 (Legge di riforma del Diritto Internazionale privato): «le obbligazioni contrattuali sono in ogni caso regolate dalla Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, resa esecutiva con la legge 18 dicembre 1984, n. 875, senza pregiudizio delle altre convenzioni internazionali, in quanto applicabili».

<sup>162</sup> Tra gli Stati Membri dell'Unione Europea, la Convenzione di Roma è stata sostituita dal Regolamento CE del 17 giugno 2008 n. 593 (c.d. Roma I) sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali. Il regolamento è entrato in vigore il 17 dicembre 2009 e, dunque, si applica soltanto ai contratti stipulati dopo tale data.

<sup>163</sup> Art. 2, L. 31.05.1995, n. 218.

<sup>164</sup> Co. 2, art. 7 L. 18.12.1984, n. 975.

<sup>165</sup> Art. 17, legge 31.05.1995, n. 218.

<sup>166</sup> Art. 15, legge 31.05.1995, n. 218.

<sup>167</sup> Art. 7 Convenzione di Roma, art. 9 reg. CE 593/2008.

<sup>168</sup> G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, cit., 104. In tema si rinvia senza pretesa di completezza a F. MOSCONI e C. CAMPIGLIO, *Diritto internazionale privato e processuale – Vol. I: Parte generale e obbligazioni*, Torino, 2015; U. VILLANI, F. SBORDONE e M. DI FABIO, *Nozioni di diritto internazionale privato. Parte generale e obbligazioni*, Napoli, 2013; A. LUPONE, *Diritto internazionale privato (disposizioni generali)* (voce), in *ED*, agg. V, 2001.

dell'Intermediazione Finanziaria di cui al decreto legislativo 18 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.).

Tale materia risulta nel suo complesso riservata alla competenza dello Stato e, pertanto, esclusa dal potere normativo delle regioni, riguardando propriamente, *ex art. 117 Cost.*, oltre che la «tutela del risparmio e mercati finanziari», il fondamentale «ordinamento civile», cui certamente appartengono i «rapporti negoziali che rinvergono la loro fonte in categorie contrattuali che si collocano nell'ambito dei mercati mobiliari»<sup>169</sup>.

Il legislatore ha inteso concepire un complesso di regole idonee ad integrare uno speciale “statuto” di tutta la materia economico-finanziaria. Egli avrebbe altresì operato una scelta di rottura rispetto al precedente quadro normativo.

Ad una passata costruzione incentrata sulla descrizione del contenuto delle operazioni finanziarie, si predilige ora un approccio rivolto a regolare l'attività e non l'atto: dacché una disciplina degli intermediari ma non dei singoli contratti. A tal fine viene data, su un versante, una nozione ampia di prodotto finanziario nella quale ricomprendere ogni investimento di natura finanziaria [art. 1, comma 1, lett. u) T.U.F.]<sup>170</sup>, sull'altro, vi è l'attribuzione a determinate figure tipiche della qualifica di strumenti finanziari (art. 1, comma 2 T.U.F.).

---

<sup>169</sup> Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 1; in *Contr.*, 12, 2010, 1109, con nota di A.M. BENEDETTI, *La competenza statale sulla tutela della pubblica amministrazione - cliente nel settore dei derivati finanziario.*

<sup>170</sup> Ampiezza della nozione sostenuta, tra le altre, anche della Cass., Sez. Un. 3 giugno 2013, n. 13905, in *Giur. Comm.*, 2014, 6, II, 948: «Il diritto di recesso accordato all'investitore dal comma 6 dell'art. 30 d.lg. 24 febbraio 1998 n. 58, e la previsione di nullità dei contratti in cui quel diritto non sia contemplato, contenuta nel successivo comma 7, trovano applicazione non soltanto nel caso in cui la vendita fuori sede di strumenti finanziari da parte dell'intermediario sia intervenuta nell'ambito di un servizio di collocamento prestato dall'intermediario medesimo in favore dell'emittente o dell'offerente di tali strumenti, ma anche quando la medesima vendita fuori sede abbia avuto luogo in esecuzione di un servizio d'investimento diverso, ivi compresa l'esecuzione di ordini impartiti dal cliente in esecuzione di un contratto quadro, ove ricorra la stessa esigenza di tutela».

Qualifica di strumenti finanziari che, a sua volta, comporrebbe al suo interno una serie di figure le quali, nonostante reciproche evidenti differenze, si presterebbero ad essere raccolte in due macro categorie.

Nella prima categoria si includono gli strumenti di partecipazione ad operazioni collettive di finanziamento o di investimento come, ad esempio quote di fondi comuni, azioni, obbligazioni, ovvero la sottoscrizione di operazioni di tipo finanziario o creditizio<sup>171</sup>.

Sull'altro versante si collocherebbero, invece, i cosiddetti strumenti finanziari derivati caratterizzati per il fatto che il loro esito dipenderebbe dall'andamento di un valore sottostante, di natura reale o finanziaria e, pertanto, incerta<sup>172</sup>.

Ciò posto, in ragione della propensione transnazionale degli scambi sui prodotti finanziari e la conseguenziale esigenza di armonizzazione delle "regole del gioco", nonché dell'appartenenza dell'Italia all'Unione Europea, l'impianto normativo del T.U.F. è stato individuato come la sede naturale per la trasposizione interna della direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFiD), a mezzo del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164. Direttiva MiFiD a cui è stata data esecuzione a livello europeo mediante il Regolamento CE n. 1287/2006, nonché la direttiva 2006/73/CE.

---

<sup>171</sup> Come ad esempio i titoli negoziati sul mercato monetario o le forme di partecipazione al capitale di rischio di un'impresa. Questi ultimi sono anche ricompresi (art. 1, comma 1-bis, T.U.F.) nella definizione di "valori mobiliari", ossia, le categorie di valori oggetto di negoziazione sul mercato dei capitali, quali ad esempio: a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere; d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

<sup>172</sup> F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, cit., 5 s.

Orbene uno dei primi effetti rilevabili a seguito di quest'ultima novella è una migliore rimodulazione dell'assetto definitorio previsto in apertura del T.U.F.

Ferme le novità circa la definizione di “prodotti finanziari” e la rinnovata centralità attribuita alla nozione di “valori mobiliari”<sup>173</sup>, ciò che qui interessa concerne l'ampliamento e la precisazione delle definizioni relative agli strumenti finanziari derivati.

In relazione a ciò, si riscontra la omnicomprensiva formulazione normativa dell'art. 1, comma 3 T.U.F., la quale afferma che per strumenti finanziari derivati si intendono gli strumenti finanziari previsti dal comma 2, lettere *d)*, *e)*, *f)*, *g)*, *h)*, *i)* e *j)*, nonché gli strumenti finanziari previsti dal comma 1-*bis*, lettera *d)*.

“Strumenti finanziari derivati”<sup>174</sup> che sono oggetto, qualificandoli, di “contratti derivati” la negoziazione dei quali, *ex art.* 18, comma 1, T.U.F., esercitata a titolo “professionale”<sup>175</sup> nei confronti del pubblico, è riservata agli intermediari finanziari<sup>176</sup>.

In particolare, il legislatore speciale ricomprende nella nozione di strumenti finanziari derivati:

---

<sup>173</sup> Per approfondimento cfr. M. ONZA e L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 567 ss.

<sup>174</sup> Art. 1, comma 3 T.U.F. *Infra* in questo cap. § 2.1

<sup>175</sup> Solo un agente abilitato professionale può negoziare derivati nei confronti del pubblico, fuori da questa ipotesi chiunque può stipulare un derivato, cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere “contratti derivati”*, in *Giust. civ.*, 5, 2016, 15.

<sup>176</sup> Non sussiste invece riserva di attività alcuna qualora la negoziazione del derivato avvenga tra contraenti privati. Di conseguenza, non rinvenendosi una specifica normativa, il negozio *de quo* sarà assoggettato alla disciplina generale di cui all'art. 1322 c.c. in materia di contratti atipici e potrà, dunque, essere liberamente strutturato dalle parti in funzione delle loro esigenze e del loro volere. Ne discende come, per esempio, un contratto derivato concluso tra due società entrambe operanti nel settore industriale non presuppone alcun preventivo onere di informazione, né alcuna valutazione in ordine l'adeguatezza dell'operazione, né alcun obbligo di forma (Cfr. F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, cit., 11). *Infra* in questo cap. § 2.1

- a. contratti di opzione; contratti finanziari a termine standardizzati (*futures*); *swaps*; accordi per scambi futuri di tassi di interesse; altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse, rendimenti, altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti<sup>177</sup>;
- b. contratti di opzione; contratti finanziari a termine standardizzati (*futures*); *swaps*; accordi per scambi futuri di tassi di interesse; altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto<sup>178</sup>;
- c. contratti di opzione; contratti finanziari a termine standardizzati (*futures*); *swaps*; altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione<sup>179</sup>;
- d. contratti di opzione; contratti finanziari a termine standardizzati (*futures*); *swaps*; contratti a termine *futures*; altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli appena indicati, che non hanno scopi commerciali e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se

---

<sup>177</sup> Art. 1, comma 2, lett. d), T.U.F.

<sup>178</sup> Art. 1, comma 2, lett. e), T.U.F.

<sup>179</sup> Art. 1, comma 2, lett. f), T.U.F.

- sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini<sup>180</sup>;
- e. strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito<sup>181</sup>;
- f. contratti finanziari differenziali<sup>182</sup>;
- g. contratti di opzione; contratti finanziari a termine standardizzati (*futures*); *swaps*; contratti a termine sui tassi di interesse; altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione, altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, diversi da quelli indicati alle lettere precedenti, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini<sup>183</sup>;
- h. qualsiasi titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse, rendimenti, merci, indici, misure<sup>184</sup>.

---

<sup>180</sup> Art. 1, comma 2, lett. g), T.U.F.

<sup>181</sup> Art. 1, comma 2, lett. h), T.U.F.

<sup>182</sup> Art. 1, comma 2, lett. i), T.U.F.

<sup>183</sup> Art. 1, comma 2, lett. j), T.U.F.

<sup>184</sup> Art. 1, comma 1-bis, lett. d), T.U.F.

La delineata “categoria” legislativa, già amplissima, è oltretutto aperta<sup>185</sup>: il Ministro dell’economia e delle finanze, con apposito regolamento, può individuare altri contratti derivati<sup>186</sup> analoghi<sup>187</sup>.

Come già osservato<sup>188</sup>, i derivati possono essere contrattati nell’ambito di un sistema multilaterale di negoziazione, come previsto dalla normativa MiFID, assicurando così il massimo grado di liquidità.

Più frequente è tuttavia che i derivati vengano negoziati da un intermediario finanziario *over the counter* (OTC), ossia fuori da un mercato regolamentato. Residuale è invece la fattispecie in cui il derivato venga concluso senza l’intervento di un intermediario finanziario<sup>189</sup>.

A fronte di tipi sociali distinti (i derivati negoziati su un mercato regolamentato, da un lato, i c.d. derivati *over the counter* dall’altro), il legislatore speciale dispone il detto elenco in cui le due tipologie sono previste indiscriminatamente<sup>190</sup>.

---

<sup>185</sup> G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, cit., 44.

<sup>186</sup> Art. 1, comma 2-bis, lett. a) e b), T.U.F.: «Il Ministro dell’economia e delle finanze, con il regolamento di cui all’articolo 18, comma 5, individua: a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine; b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera j), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine».

<sup>187</sup> Art. 18, comma 5, T.U.F.: «Il Ministro dell’economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d’Italia e la Consob: a) può individuare, al fine di tener conto dell’evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività b) adotta le norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività previste dal presente articolo, nel rispetto delle disposizioni comunitarie».

<sup>188</sup> *Supra* cap. II, § 6.

<sup>189</sup> Ciononostante tale fattispecie interessa sotto il profilo della non operatività della riserva di attività come invece prevista per l’offerta professionale rivolta nei confronti del pubblico (art. 18 T.U.F.). In aggiunta, parte della dottrina ritiene che nell’ipotesi *de qua* non sia operante l’esclusione dell’operatività dell’eccezione di gioco che l’art. 23, comma 5 T.U.F., la quale sarebbe limitata all’ipotesi in cui la conclusione del derivato si realizzi nell’ambito di un servizio di investimento (cfr. G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, cit., 1136).

<sup>190</sup> D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 604.

Oltre a ciò si nota come la richiamata disciplina non si riferisca a singole fattispecie negoziali specificamente delineate. Si nota difatti come la tecnica normativa qui adottata sia evidentemente differente da quella solitamente prescelta dal legislatore nazionale: alla menzione dei singoli “strumenti finanziari derivati” non segue una descrizione sintetica delle rispettive strutture ed effetti paragonabile a quella del codice civile. Il legislatore speciale si limita invero a porre in rilievo alcune caratteristiche comuni che i contratti *de quibus* possono presentare<sup>191</sup>.

Se perciò risulta condivisibile sostenere l’atipicità delle richiamate figure di contratti derivati frutto di una multiforme pratica finanziaria<sup>192</sup>, e ancorché precisando che si tratti comunque di fattispecie “nominate”<sup>193</sup>, sarebbe tuttavia appropriato sussumerne una categoria contrattuale in ragione della presenza di sufficienti elementi normativi. Oltre che nel T.U.F., riferimenti in tal senso si riscontrerebbero anche in altre sedi del mercato finanziario tra le quali, su tutte, il Glossario delle Istruzioni di vigilanza della Banca d’Italia<sup>194</sup>.

A ciò si aggiunge un ulteriore riconoscimento operato dalla Corte Costituzionale la quale ha stabilito che: «le negoziazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari derivati si caratterizzano, sul piano strutturale, per essere connesse ad altre attività finanziarie (quali, ad esempio, titoli, merci, tassi, indici, altri derivati) dal cui “prezzo” dipende il valore dell’operazione compiuta. Ferme ovviamente le diversità legate al tipo di operazione

---

<sup>191</sup> Cfr. P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di D. Maffei, Milano, 2014, 198; L. PONTIROLI, *Contratti derivati e scommessa: come l’uso incontrollato di una metafora comprometta i rapporti tra diritto dei contratti e diritto dell’intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. priv.*, 2, 2015, 210.

<sup>192</sup> Cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, Torino, 2010, 354.

<sup>193</sup> Cfr. Trib. di Civitavecchia, ord., 8 giugno 2011, cit., «il contratto di swap su tassi di interessi è un contratto nominato tipico».

<sup>194</sup> Nel quale si intende per contratti derivati quei «contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa ecc. Il loro valore “deriva” da quello degli elementi sottostanti. Costituiscono prodotti derivati, ad esempio, i *futures*, le *options*, gli *swaps*, i *forwards rate agreement*».

prescelto, tali negoziazioni sono volte a creare un differenziale tra il valore dell'entità negoziata al momento della stipulazione del relativo contratto e quello che sarà acquistato ad una determinata scadenza previamente individuata»<sup>195</sup>.

Alla luce di ciò è pertanto ragionevole sostenere che, invece di disciplinare le singole fattispecie, il legislatore speciale abbia regolamentato i contratti derivati considerandoli alla stregua di una categoria contrattuale.

Le ragioni di una simile scelta potrebbe trarsi dalla non velata esigenza di perseguire la massima armonizzazione del diritto dei mercati finanziari dell'Unione Europea, obiettivo che potrebbe essere vanificato dall'impiego di diverse tecniche definitorie da parte degli Stati Membri.

Si può in ogni caso rilevare come una simile scelta normativa non sia peraltro nuova nell'ambito della legislazione extracodicistica, si possono al riguardo menzionare le leggi in tema di: subfornitura (l. 18 giugno 1998, n. 129), affiliazione commerciale (l. 6 maggio 2004, 129), cessione di crediti di impresa (l. 21 febbraio 1991, n. 52). A ben vedere si tratta anche qui di discipline riferite a categorie negoziali più o meno ampie alle quali è possibile ricondurre diversi regolamenti contrattuali sia tipici che atipici.

Per completezza, è necessario infine rilevare come il delineato quadro normativo sia oggetto di un sensibile processo di revisione ad opera della direttiva MiFID II (direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014) e del regolamento MiFIR (Regolamento EU n. 600/2014). MiFID II di cui è tuttavia previsto il recepimento in data 3 luglio 2017 e la successiva entrata in vigore, coincidente con quella del MiFIR, il 3 gennaio 2018. Sicché allo stato attuale la materia oggetto di studio è ancora regolata dal contesto normativo sopra indicato e pertanto a quest'ultimo si porrà riferimento nel prosieguo della trattazione.

---

<sup>195</sup> Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, cit.

2.1. [segue] *Contratti derivati e strumenti finanziari derivati.*

Nel descritto quadro, parte della dottrina<sup>196</sup> assume una sensibile diversità concettuale tra “contratti derivati” e “strumenti finanziari derivati”.

Invero l’attributo “derivati” sarebbe stato assegnato dal legislatore a determinati “strumenti finanziari” per rendere applicabili soltanto a questi le speciali norme che ne regolano l’attività negoziale.

La tesi *de qua* è avvalorata dalle seguenti argomentazioni.

La definizione di “strumenti finanziari derivati”, di cui all’art. 1 T.U.F. antecedente la novella del 2007, non contemplava una definizione della categoria: era presente una mera elencazione (non esaustiva della categoria contratti derivati) di caratteristiche di alcune tipologie di contratti in tal modo ricondotti ad una sorta di quattro prototipi (*financial futures*, contratti di pronti contro termine, contratti a termine e contratti di opzione).

Come illustrato<sup>197</sup>, la successiva definizione di cui alla novella del 2007 fornisce un’elencazione più completa di fattispecie contrattuali riferite a valori mobiliari (lett. *d*), merci (lett. *e, f, g*), variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, beni, diritti, obblighi, indici e misure (lett. *j*), a cui si aggiungono i contratti derivati per trasferire il rischio di credito (lett. *h*) e i contratti differenziali (lett. *i*). Una definizione di strumenti finanziari derivati per altro aperta ed estensibile ai sensi degli artt. 38 e 39 del Regolamento della Commissione Europea 10 agosto 2006, n. 1287/2006. Invero «si considera che un contratto derivato [...] ha le caratteristiche di altri strumenti finanziari

---

<sup>196</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell’essere “contratti derivati”*, cit., 15; ID., *Strumenti finanziari derivati*, in *ED*, 2013, 914; ID., *I contratti derivati finanziari*, cit., 635 ss.

<sup>197</sup> *Supra* in questo capitolo § 2.

derivati se è soddisfatta» una delle tre condizioni di cui al comma 3° dell'art. 38, del Reg. 1287/2006, cit.<sup>198</sup>.

Nella specie, ai sensi dell'art. 39, Reg. 241/2006 cit., un contratto derivato relativo ad uno dei seguenti elementi:

- a) larghezza di banda delle telecomunicazioni;
- b) capacità di stoccaggio di merci;
- c) capacità di trasmissione o trasporto relativa a merci, tramite cavi, condotte o altri mezzi;
- d) una prestazione in denaro, un credito, una licenza, un diritto o un'attività simile che siano direttamente collegati alla fornitura, alla distribuzione o al consumo di energia derivata da fonti rinnovabili;
- e) una variabile geologica, ambientale o altra variabile fisica;
- f) qualsiasi altra attività o diritto di natura fungibile, che non sia un diritto a ricevere un servizio, che siano in grado di essere trasferiti;
- g) un indice o una misura relativi al prezzo, al valore o al volume delle operazioni su qualsiasi attività, diritto, servizio o obbligo,

---

<sup>198</sup> Le tre condizioni sono «a) il contratto è regolato in contanti o può essere regolato in contanti a discrezione di una o più parti, per ragione diversa dall'inadempimento o altro evento che determini la risoluzione; b) il contratto negoziato in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione; c) le condizioni di cui al paragrafo 1 sono soddisfatte in relazione al contratto».

Il par. 1 art. 38 cit. stabilisce che un contratto ha le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati e non ha scopi commerciali se soddisfa le condizioni seguenti: «a) risponde ad uno dei seguenti gruppi di criteri: i) è negoziato in un sistema di negoziazione di un paese terzo che svolge una funzione analoga a quella di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; ii) indica espressamente che è negoziato in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema di negoziazione analogo di un paese terzo o è soggetto alle regole di un tale mercato o sistema; iii) indica espressamente che è equivalente ad un contratto negoziato in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema di negoziazione analogo di un paese terzo; b) è compensato da una stanza di compensazione o da un altro soggetto che svolga le stesse funzioni di controparte centrale, o vi sono disposizioni per il pagamento o la fornitura di margini in relazione al contratto; c) è standardizzato cosicché il prezzo, il lotto, la data di consegna o altri termini sono stabiliti principalmente con riferimento a prezzi pubblicati regolarmente, a lotti standard o a date di consegna standard».

è considerato strumento finanziario se soddisfa una delle condizioni indicate nel terzo comma del citato art. 38.

Di qui la dimostrazione che secondo la *ratio legis* europea vi sarebbero contratti derivati che non sono strumenti finanziari derivati.

Stesso riscontro, dunque conferma, si avrebbe nella legislazione italiana in forza del co. 2-*bis*, art. 1, T.U.F. e il co. 5, dell'art. 18, T.U.F., in forza dei quali si offre un agevole ed immediato meccanismo per ricomprendere nell'elencazione degli "strumenti finanziari derivati" i nuovi "contratti derivati" sviluppati nella prassi dei mercati finanziari.

Lo scopo è evidente: l'inserimento dei nuovi "contratti derivati" nell'elencazione degli "strumenti finanziari derivati" determina la riserva nella negoziazione dei primi in favore dei soggetti regolamentati (imprese di investimento e banche), garantendo così una maggiore tutela agli operatori e il rafforzamento del mercato finanziario. Di modo che, a contrario, i contratti derivati che non sono strumenti finanziari derivati potrebbero essere negoziati *professionalmente e al pubblico* da qualsiasi soggetto non regolamentato<sup>199</sup>.

In conclusione, alla luce del T.U.F. *ante* e *post* MIFID nonché degli artt. 38 e 39 del Reg. della Commissione EU n. 1287/2006, la definizione di "strumenti finanziari derivati" considera il fenomeno planetario dei "contratti derivati finanziari" con lo scopo di sottoporre questi ultimi ad un regime speciale di negoziazione, nel caso in cui tali contratti siano negoziati professionalmente nei confronti del pubblico.

Al di fuori di queste ipotesi la negoziazione dei contratti derivati sarà regolata dalle norme generali del diritto, dunque dal regime civilistico ordinario<sup>200</sup>.

---

<sup>199</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, cit., 15.

<sup>200</sup> *Op. ult. cit.*, 17.

### 3. La riserva di negoziazione.

Confermando la scelta a suo tempo adottata dalla legge n. 1 del 2 gennaio 1991, il co. 1, art. 18 T.U.F. stabilisce che «l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei "servizi e delle attività di investimento" è riservato alle imprese di investimento e alle banche».

A sua volta, il co. 5, art. 1, T.U.F. stabilisce che per « "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari (inclusi gli strumenti finanziari derivati<sup>201</sup>): a) negoziazione per conto proprio<sup>202</sup>; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente; d) gestione di portafogli<sup>203</sup>; e) ricezione e trasmissione di ordini<sup>204</sup>; f) consulenza in materia di investimenti<sup>205</sup>; g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione<sup>206</sup>».

---

<sup>201</sup> Categoria di strumenti finanziari al cui interno si pone quella degli strumenti finanziari derivati (v. in questo cap. § 2 e 2.1).

<sup>202</sup> «Per "negoziazione per conto proprio" si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker*» (art. 1 comma 5-bis T.U.F.).

«Per "*market maker*" si intende il soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti » (art. 1 comma 5-quater T.U.F.).

<sup>203</sup> «Per "gestione di portafogli" si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti» (art. 1 comma 5-quinquies T.U.F.).

<sup>204</sup> «Il servizio di cui al comma 5, lett. e), comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione)» (art. 1 comma 5-sexies T.U.F.).

<sup>205</sup> «Per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione » (art. 1 comma 5-septies T.U.F.).

<sup>206</sup> « Per "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione" si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di

Pertanto, allorché uno di siffatti servizi o attività abbia ad oggetto strumenti finanziari derivati e sia svolto professionalmente e nei confronti del pubblico, diviene un'attività riservata per legge alle «imprese di investimento e alle banche»<sup>207</sup>.

Oltre a queste ultime, *ex co.* 3, art. 18 T.U.F., anche «gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 106 del testo unico bancario possono esercitare professionalmente nei confronti del pubblico, nei casi e alle condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, i servizi e le attività previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere *a)* e *b)*, limitatamente agli strumenti finanziari derivati, nonché il servizio previsto dall'articolo 1, comma 5, lettere *c)* e *c-bis)*».

In ragione dell'illustrato assetto normativo, pertanto, la riserva di attività, *ex art.* 18 T.U.F., non opera, su un versante, nei confronti del soggetto professionale che negozi strumenti finanziari derivati “non” nei confronti del pubblico, sull'altro, nei confronti del soggetto che agisce “non” professionalmente (dunque occasionalmente) nei confronti del pubblico<sup>208</sup>.

Come esempio della prima fattispecie si può considerare l'ipotesi del professionista che svolga le negoziazioni esclusivamente con contraenti appartenenti al stesso gruppo societario<sup>209</sup>. Nell'ambito della seconda

---

interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti » (art. 1 comma 5-*octies* T.U.F.).

<sup>207</sup> Le imprese di investimento si identificano nelle: a) società di intermediazione mobiliare (SIM), ovvero sia le imprese distinte da banche e intermediari finanziari *ex art.* 106 T.U.B., autorizzate nello svolgimento di servizi o attività di investimento, con sede legale e direzione generale in Italia; b) imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie. Imprese, diverse dalla banca, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento, con sede legale e direzione generale in uno Stato comunitario, diverso dall'Italia, ovvero, in uno Stato extracomunitario (cfr. F. ANNUNZIATA, “*Impresa di investimento*”, in *ED*, 2011, 571 ss.).

<sup>208</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *Strumenti finanziari derivati*, cit., 912.

<sup>209</sup> Cfr. in tal senso *co.* 2, art. 9 d.m. Economia e Finanze 17 febbraio 2009, n. 29: «non configurano operatività nei confronti del pubblico le attività esercitate esclusivamente nei confronti del gruppo di appartenenza».

fattispecie, invece, si colloca l'ipotesi del soggetto che "occasionalmente"<sup>210</sup> offra al pubblico un prodotto finanziario contenente anche uno strumento finanziario.

In aggiunta è previsto un regime particolare qualora una controparte sia un ente pubblico<sup>211</sup>.

In conclusione, affinché possa applicarsi il regime speciale risulta necessario che la negoziazione si riferisca a contratti derivati che integrino "strumenti finanziari derivati", e sia svolta professionalmente e nei confronti del pubblico da parte di imprese di investimento, banche, ovvero intermediari finanziari *ex co. 3 art. 18 T.U.F.*

Di conseguenza vi sono ipotesi per le quali esistono contratti derivati non sottoposti ad alcun regime speciale:

a) contratti derivati che non integrano "strumenti finanziari derivati";

b) contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati conclusi tra contraenti che non rivestono la qualifica di banche, imprese di investimento, enti pubblici, intermediari finanziari;

c) contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra parti che operano professionalmente in contratti derivati "non" nei confronti del pubblico;

d) contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati tra contraenti che operano in via occasionale nei confronti del pubblico<sup>212</sup>.

In tali ipotesi i relativi contratti derivati e/o strumenti finanziari derivati non saranno sottoposti ad alcun regime particolare; l'unico limite

---

<sup>210</sup> Di converso, un'attività si intende svolta in modo "professionale" qualora abbia i caratteri della stabilità, abitudine e non occasionalità.

<sup>211</sup> *Infra* cap. IV, § 6 ss.

<sup>212</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *Strumenti finanziari derivati*, cit., 913.

all'autonomia negoziale (art. 1322 c.c.) discenderà dalle norme generali di cui titoli I e II del libro IV del codice civile.

Si specifica, inoltre, come non sia soggetta ad alcuna riserva di attività l'emissione di strumenti finanziari derivati: l'emissione, in tal senso, non sarebbe ricompresa tra «servizi e le attività di investimento»<sup>213</sup>.

#### 4. *Il regime speciale. Il rapporto cliente – intermediario finanziario.*

Al di fuori delle negoziazioni con parti professionali o qualificate<sup>214</sup>, la prestazione di servizi di investimento è eseguita in un rapporto contrattuale connaturato da una rimarchevole asimmetria informativa. In gran parte ciò si deve ad un accentuato tecnicismo dei prodotti finanziari, difficilmente comprensibile dalla massa degli investitori/risparmiatori, nonché da una molteplicità di fattori estrinseci, solo relativamente predeterminabili, dai quali dipende il valore finale dello strumento finanziario.

Di converso la professionalità e, soprattutto, le risorse informative dell'intermediario finanziario gli consentono una cognizione pressoché completa delle operazioni realizzate e degli strumenti finanziari collocati, negoziati o gestiti.

Il deficit conoscitivo gravante sul cliente al dettaglio<sup>215</sup> determina, oltretutto, una difficoltà di questi sia nell'opera di valutazione comparativa di servizi e prodotti proposti da *competitors* dell'intermediario offerente, sia nella scelta tra le numerose modalità di investimento disponibili. In questi casi, il rapporto di intermediazione finanziaria è dunque caratterizzato da un

---

<sup>213</sup> In questo senso cfr. *op. loc. ult. cit.*; L. PICARDI, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2006, 362 ss.; R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, I, 2008, 1169 ss.

<sup>214</sup> *Infra* in questo cap., § 6.

<sup>215</sup> *Infra* *ivi*.

evidente squilibrio di conoscenze (e di potere contrattuale) in termini non dissimili ad altre relazioni giuridiche<sup>216</sup>.

Di più. Qui l'esigenza di tutela della parte debole non si arresta sul piano meramente negoziale: la corretta allocazione del risparmio individuale è strettamente connessa all'efficienza dei mercati e del tessuto economico-finanziario nel suo complesso<sup>217</sup>.

Tutto ciò giustifica la predisposizione di presidi di matrice, oltre che privatistica, anche pubblicistica, contraddistinti da una pervasività tendenzialmente crescente. Una contraria logica di libera autoregolamentazione negoziale cozzerebbe con le insopprimibili distorsioni di una realtà inefficiente e distante dagli schemi teorici del mercato perfetto<sup>218</sup>. La politica legislativa ha perciò adottato una disciplina tendente ad arginare tali distorsioni mediante una regolamentazione rivolta alla distribuzione e la circolazione delle informazioni tra i diversi attori<sup>219</sup>.

In base a tali premesse, la disciplina vigente rappresenta il risultato dell'opera armonizzatrice avviata a livello comunitario dalle direttive

---

<sup>216</sup> Sul tema v. G. GRISI, *Informazione (Obblighi di)*, in *ED*, Annali IV, 2011, 611 ss.; A.M. BENEDETTI, *Contratto asimmetrico*, in *ED*, Annali V, 2012, 370 ss.

<sup>217</sup> Analoga dinamica si riscontra infatti nella disciplina consumeristica in cui la prevista tecnica rimediabile rende il consumatore arbitro della propria tutela e, di riflesso, agente razionale del mercato. Invero il mantenimento della concorrenzialità del mercato non sarebbe esclusivo appannaggio delle politiche economiche e monetarie, bensì si perseguirebbe anche attraverso le singole negoziazioni mediante un decalogo di condotte delle parti in sede di conclusione e di esecuzione dei contratti (cfr. S. MAZZAMUTO, *Il contratto europeo nel tempo della crisi*, in *Europa e dir. priv.*, 3, 2010, 601 ss.; E. BATTELLI, *L'attuazione della direttiva sui consumatori tra rimodernizzazione di vecchie categorie e « nuovi » diritti*, in *Europa Dir. Priv.*, 3, 2014, 927 ss.; G. GRISI, *Lo ius poenitendi tra tutela del consumatore e razionalità del mercato*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001, 569 ss.).

<sup>218</sup> Cfr. M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2011, 214.

<sup>219</sup> Cfr. A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina Mifid*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di A. Perrone, Milano, 2008, 1 ss.; ID., *Gli obblighi di informazione*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, 499 s.; ID., *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003, 2 ss.; ID., *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, *Banca borsa tit. cred.*, I, 2006, 372 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati*, Padova, 2008, 147 ss.

2004/39/CE e 2006/73/CE (c.d. direttive MiFID<sup>220</sup> di primo e secondo livello), e conclusasi, nell'ordinamento italiano, mediante la novella del 2007 al testo unico della finanza (T.U.F.), nonché l'adozione da parte della Consob di un nuovo regolamento intermediari (reg. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190, successivamente per brevità anche "Reg. Int."), con evidenti novità rispetto alla precedente versione<sup>221</sup>.

La risultante è un coacervo di obblighi informativi tendenti, oltre che alla trasparenza delle qualità e condizioni di erogazione dei servizi offerti<sup>222</sup>, anche e, soprattutto, alla conoscenza di ogni profilo finanziariamente rilevante degli strumenti negoziati. Il tutto con il proposito di favorire un'efficiente allocazione delle risorse e una altrettanto efficiente scelta dei centri recettivi del risparmio<sup>223</sup>.

Ciò posto, in prima analisi, potrebbe individuarsi nell'emittente il soggetto naturalmente deputato ad adempiere alle esigenze informative connesse al proposto strumento finanziario: i dati informativi forniti fluirebbero, così, senza filtri, tra il primo e l'investitore. La disciplina *de qua* predilige tuttavia un differente "rapporto informativo", più diretto, più facilmente accessibile da parte dell'investitore e più personalizzato: il rapporto con l'intermediario.

Rapporto, quest'ultimo, dove già il dovere generale di correttezza e buona fede<sup>224</sup>, orientato ai crismi del professionista qualificato, obbligherebbe

---

<sup>220</sup> Acronimo di *Market in financial Instruments Directive*.

<sup>221</sup> Reg. Consob 1 luglio 1998, n. 11522.

<sup>222</sup> F. LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contr. Impr.*, 2011, 1142 ss.; ID., voce "Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari", in *Digesto Delle Discipline Pubblicistiche. Sezione Commerciale*, VI Aggiornamento, Torino, 2012, 713 ss.

<sup>223</sup> M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., 215.

<sup>224</sup> Sul tema della buona fede cfr. F. PIRAINO, *Il controllo giudiziale di buona fede sulla clausola risolutiva espressa*, in *Contr.*, 2016, 659 ss.; ID., *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015, 147 ss.; A. GENTILI, *Il diritto come discorso*, Milano, 2013, 406 ss.; ID., *L'abuso del diritto come argomento*, in *Riv. Dir. Civ.*, 3, 2012, 297 ss.; M. ZACCHEO, *Diritto Privato e buona fede in Il Diritto Privato oggi. Atti del I Convegno della SISDIC*, Napoli, 2006, 809 ss.; S.

l'intermediario alla protezione<sup>225</sup> della sfera giuridico patrimoniale del cliente (in ragione della sua classe di appartenenza<sup>226</sup>), specie sul versante informativo, per favorire il compimento di scelte appropriate e consapevoli<sup>227</sup> nella direzione dell'investimento.

In ogni caso si osserva come la citata normativa articoli nel dettaglio, in ragione della categoria di investitore considerata<sup>228</sup>, contenuto ed estensione dei doveri informativi *de quibus*, colorando il rapporto con prescrizioni più particolareggiate e nitide rispetto a quelle che promanerebbero dalla semplice operatività della detta clausola generale di buona fede e correttezza.

Ebbene l'art. 21 T.U.F. codifica i principi fondamentali che si esplicano nell'obbligo: *a)* di comportarsi «con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati»; *b)* di «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati».

---

MAZZAMUTO, *Il contratto di diritto europeo al tempo della crisi*, cit., 3, 2010, 601; C. CASTRONOVO, *Vaga culpa in contrahendo: invalidità responsabilità e la ricerca della chance perduta*, in *Europa Dir. Priv.*, 1, 2010, 1 ss.

<sup>225</sup> Sul tema dell'obbligo di protezione della sfera giuridica della controparte contrattuale cfr. F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, cit., 181 ss.; F. LONGOBUCCO, *Obblighi di protezione e regole di concorrenza nella contrattazione di (e tra) impresa (e)*, in *Contr. Impr. Europa*, 2010, 41 ss.; A. DI MAJO, *L'obbligazione protettiva*, in *Europa Dir. Priv.*, 1, 2015, 1 ss.; ID., *Giustizia e «materializzazione» nel diritto delle obbligazioni e dei contratti tra (regole di) fattispecie e (regole di) procedura*, *Europa Dir. Priv.*, 3, 797 ss.; S. MAZZAMUTO, *Le nuove frontiere della responsabilità contrattuale*, in *Europa Dir. Priv.*, 3, 2014, 713 ss.; L. NIVARRA, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, in *Europa Dir. Priv.*, 1, 2014, 45 ss.; C. CASTRONOVO, *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Europa Dir. Priv.*, 1, 2011, 55 ss.; ID., *Vaga culpa in contrahendo: invalidità responsabilità e la ricerca della chance perduta*, cit., 1 ss.; ID., *Ritorno all'obbligazione senza prestazione*, in *Europa Dir. Priv.*, 3, 2009, 679 ss.

<sup>226</sup> *Infra* in questo cap. § 6 e cap. IV, § 2 ss.

<sup>227</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 121; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Milano, 2008, 139.

<sup>228</sup> Il tema sarà successivamente approfondito, *infra* in questo cap. § 6 e cap. IV, § 2 ss.

Affiora sin da subito la duplice funzione assolta dai doveri in argomento: la microprotezione dell'investitore su un versante, la difesa metaindividuale del mercato<sup>229</sup> nel suo complesso, sull'altro<sup>230</sup>.

Le funzioni sono strettamente interconnesse; difatti, la prima trova nella seconda una rilevante componente di rafforzamento<sup>231</sup>, ma anche di limite: la condotta dell'intermediario deve perseguire la salvaguardia del mercato non meno dell'interesse del singolo cliente<sup>232</sup>.

Il reg. Consob n. 16190/2007 presenta un'analogia dialettica: si riscontrano innanzitutto le proposizioni di principio che delineano, secondo una prospettiva individualista, le "qualità" dell'informazione (corretta, chiara e non fuorviante: co. 1 art. 27) nonché la "funzione" da assolvere (mettere in condizione il cliente di prendere decisioni consapevoli: co. 2 art. 27)<sup>233</sup>. Secondo la prospettiva metaindividuale, nondimeno, la disciplina ammette la possibilità che il flusso ed il contenuto delle informazioni vengano forniti mediante un formato standardizzato (co. 2, art. 27). Ciò in ossequio ad un sistema necessariamente efficientista che configura la tutela del singolo cliente innestandola in un modello centrato sulla trasparenza "nei confronti del mercato"<sup>234</sup>.

---

<sup>229</sup> In proposito si evidenzia come un'inadeguata informazione determini squilibri e disfunzioni non solo al livello negoziale bensì anche sul piano del mercato. L'impossibilità di confronto delle informazioni impedisce invero il funzionamento di un mercato concorrenziale ed efficiente (cfr. A. NERVI, *La nozione giuridica di informazione e la disciplina di mercato. Argomenti di discussione*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 843 ss.).

<sup>230</sup> Cfr. A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano, 2008, 100 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 122; per la disciplina previgente cfr. F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 152 ss.

<sup>231</sup> Cfr. A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, cit., 100 ss.

<sup>232</sup> A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., 376 s.

<sup>233</sup> Cfr. A. PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., 378 ss.; U. MORERA, *I rapporti banca-cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009, 45.

<sup>234</sup> A. PERRONE, *op. loc. ult. cit.*

Di qui una protezione che appare conformata non già al “cliente”, individualmente e soggettivamente considerato, bensì alla “clientela”, ossia il cliente medio componente della categoria<sup>235</sup> di investitori alla quale le informazioni sono dirette.

Medesimo “dualismo” si registra per la disciplina dei conflitti di interesse la quale si colloca su un piano non negoziale, bensì procedimentalizzato nel quadro dell’attività organizzativa dell’intermediario mediante uno schema (delineato dall’art. 21, co. 1-*bis*, t.u.f.) di gestione organizzativa “a monte” dei conflitti stessi: la tutela del singolo cliente è assorbita nell’obbligo gravante sull’intermediario di predisporre strutture operative la cui esplicitazione è riservata allo stesso<sup>236</sup>.

5. *Diligenza, correttezza e trasparenza e loro trasposizione nelle regole tecniche di condotta e di organizzazione interna.*

L’art. 21, co. 1, lett. a), T.U.F, non solo esprime il rapporto speciale tra cliente e intermediario, ma identifica in generale le fondamenta sulle quali si erge il costrutto degli obblighi di condotta gravanti su quest’ultimo: diligenza, correttezza e trasparenza<sup>237</sup>.

Come già delineato<sup>238</sup>, la correttezza si sostanzia in una regola di governo della discrezionalità di cui gode il soggetto intermediario. Regola quindi immanente che troverebbe una sua concreta specificazione nelle

<sup>235</sup> *Infra* in questo cap., § 6.

<sup>236</sup> A. PERRONE, *Obblighi di informazione*, cit., 29 ss.; A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009, 53 ss.; S. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva Mifid, Banca borsa tit. cred.*, I, 2007, 121 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 127 ss.; S. GUADAGNO, *I confini dell’informazione precontrattuale e la “storia infinita” dei contratti di intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, I, 2009, 289 ss. Diversa la tutela accordata (questa volta a livello spiccatamente individuale) dal regolamento previgente, su cui v., per tutti, F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 276 ss.

<sup>237</sup> Il tutto fatta salva la specifica articolazione degli obblighi di condotta gravanti sull’intermediario in ragione delle classi di investitori, *infra* in questo cap. § 6 e cap. IV, § 2 ss.

<sup>238</sup> *Supra* in questo capitolo § 4.

numerose (ma non sempre esaustive) regole di condotta, codificate in peculiari adempimenti stabiliti nella normativa primaria e secondaria<sup>239</sup>.

Il comportamento corretto dovrà altresì essere diligente, dunque valutato, in ragione della natura dell'attività svolta, alla stregua del parametro di cui all'art. 1176, co. 2 c.c.

La "trasparenza" è il terzo parametro con valenza precettiva. Nella specie, si tratterebbe di un canone con funzioni di precipua integrazione e ampliamento degli obblighi informativi così come tecnicamente previsti.

Obblighi informativi che, a loro volta, rappresentano il fulcro attorno al quale ruota tutto il sistema delle regole di condotta<sup>240</sup>. Tra questi spicca immediatamente la norma regolante il flusso d'informazione investitore-intermediario (e viceversa): l'intermediario deve «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che siano sempre adeguatamente informati» [lett. b), co. 1 art. 21 t.u.f.]. Da qui l'inizio della procedura determinativa degli obblighi di informazione standardizzati (c.d. *know your customer rule*) che dunque specificano, in via concreta, le dette clausole generali di diligenza, correttezza e trasparenza.

Si tratta di obblighi informativi che permeano l'esecuzione dei servizi di investimento, ma che possono completamente prescindere dal rapporto contrattuale stesso: gli intermediari devono invero perseguire un contegno utile affinché i clienti siano «sempre adeguatamente informati» anche al di fuori del rapporto negoziale. Lo conferma l'art. 21, co. 1, lett. c), T.U.F., il

---

<sup>239</sup> Cfr. F. SANTORO, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. società*, 1994, 796; A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1993, 292 ss., il quale evidenzia come la concretizzazione giudiziale delle regole di correttezza e diligenza presenti i consueti margini di imprevedibilità ed incertezza; C. RABITTI BEDOGNI, *Commento sub art. 21, comma 1, lett. a e b*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 173; M. MIOLA, *Commento sub art. 21*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, *Intermediari e mercati*, Torino, 2002, 165 s.

<sup>240</sup> Cfr. F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 195 ss.

quale dispone l'obbligo, per gli intermediari, di «utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti».

Il grado di specificazione segue un *climax* ascendente, il riferimento si rinviene (in recepimento della direttiva MiFID di 2° livello, 2006/73/CE) nel Reg. Int., al libro III, «Prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori», parte II, «Trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi/attività di investimento e dei servizi accessori», capo I, «Informazioni e comunicazioni pubblicitarie e promozionali, e contratti», negli artt. 27-36.

Le anzidette disposizioni riportano numerose regole di dettaglio che regolano modalità, contenuto, termini di adempimento e finalità degli obblighi informativi. Il proposito è chiaro: proteggere l'investitore (in ragione della sua categoria di appartenenza) ponendolo nella condizione di comprendere i rischi connessi all'investimento contemplato.

Il com. 2, art. 27 Reg. Int. inquadra le “finalità” della disciplina *de qua*: assicurare ai clienti (o potenziali clienti) informazioni appropriate affinché questi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano adottare delle decisioni in modo consapevole<sup>241</sup>.

Le “condizioni” affinché le informazioni trasmesse possano riconoscersi «corrette, chiare e non fuorvianti», sono stabilite dal successivo art. 28 Reg.

---

<sup>241</sup> Al riguardo, autorevole dottrina sostiene come più che decisione consapevole, vi sarebbe una sostituzione dell'intermediario all'apprezzamento del cliente secondo in linea con le esigenze e bisogni da quest'ultimo espresse (R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche*, in *Giust. civ.*, 4, 2014, 1116; cfr. *infra* cap. IV, § 2.1).

Int. il quale contempla regole in parte provenienti dal sistema precedente e in parte del tutto nuove<sup>242</sup>.

Riguardo il “contenuto”, fermo il corollario della «probabile comprensibilità dell’informazione per un investitore medio del gruppo al quale appartiene» [art. 28, 2° co., lett. c), Reg. Int.], i successivi articoli regolano un’analitica informazione che investe: l’intermediario e la tipologia di servizi prestati (art. 29, Reg. Int.); la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro (art. 30, reg. int.), con particolare riguardo alle modalità di custodia del patrimonio del cliente, nonché la sussistenza di garanzia e/o privilegi gravanti sul patrimonio stesso; le informazioni sulla natura e i rischi degli strumenti finanziari negoziati (art. 31, Reg. Int.) e le informazioni sui costi e gli oneri connessi alla prestazione dei servizi<sup>243</sup>.

Delle “modalità” e “termini” di adempimento si occupa, invece, l’art. 34 Reg. Int. il quale ripartisce gli specifici obblighi di cui agli artt. 29-32 tra le distinte fasi precontrattuale o di esecuzione. Lo strumento scelto per la comunicazione deve consistere in un «supporto duraturo», (art. 36, 1° co., Reg. Int.), ovvero, in costanza delle condizioni di cui all’art. 36, 2° co., Reg. Int., si può anche ammettere «un sito *internet*». Nella specie l’informazione deve essere trasmessa su un supporto cartaceo, salvo che il cliente acconsenta esplicitamente all’utilizzo di un differente formato che, in ogni caso, non comprometta la corretta esecuzione degli obblighi *de quibus*.

---

<sup>242</sup> Nella specie i commi 4, 5 e 6, in linea con la normativa in tema di offerta al pubblico, si riferiscono alle informazioni relativi a risultati passati, elaborazioni di dati storici o stime di risultati futuri (Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 124). In tema di informazioni chiare ed intelleggibili in giurisprudenza cfr.: Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Contr.*, 2005, 1010, e in *Corr. giur.*, 2005, 1273 ss., per il quale viola il principio di trasparenza: l’utilizzo di caratteri ed incomprensibili; la numerazione non progressiva delle clausole; l’importo del corrispettivo del recesso addebitabile al cliente determinabile soltanto attraverso calcoli particolarmente complessi; Trib. Firenze, 30 maggio 2004, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 537 e in *Giur. it.*, 2005, 754 ss., il quale rileva la violazione dell’obbligo di trasparenza se la comprensione della clausola del contratto concernente la quantificazione dell’importo da rimborsare richiede «una certa capacità matematica».

<sup>243</sup> Cfr. P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 257 s.

In tale contesto la preliminare e doverosa acquisizione delle informazioni fornite dal cliente, nel nuovo sistema, risulta funzionale alla classificazione dello stesso in una determinata categoria di clientela. La conseguenza è l'applicazione di criteri di adeguatezza e appropriatezza per i diversi tipi di servizi in ragione della categoria di appartenenza.

Come si osserverà nel prosieguo, la qualità e quantità di informazioni è infatti mutevole, in relazione alla tipologia di cliente e del servizio prestato. Da ciò si desume pertanto l'esistenza non di un unico tipo di rapporto cliente-intermediario, bensì di tipi qualitativamente diversi di rapporto in ragione, per l'appunto, della categoria di appartenenza dell'investitore<sup>244</sup>.

L'informazione si colloca così al centro del sistema, il complesso e dinamico sistema prescrittivo delle regole di condotta mira alla sua realizzazione. Un'informazione perciò sempre più funzionale alla chiarezza e certezza dei rapporti giuridici<sup>245</sup>.

*6. La classificazione dei clienti: controparti qualificate, clienti professionali e clienti al dettaglio.*

L'asimmetria informativa caratterizzante il rapporto cliente-intermediario è un dato variabile, la sua effettiva dimensione dipende dalle caratteristiche soggettive statiche e dinamiche dell'investitore.

Sul versante statico rilevano le competenze e conoscenze professionali, le esperienze nel settore finanziario di riferimento. Su quello dinamico, invece, rilevano gli strumenti normativi di cui l'investitore può avvalersi per implementare conoscenze e capacità. Proprio in relazione a quest'ultimo profilo, il T.U.F. attribuisce alla Consob un potere di regolamentazione dei profili in esame tenendo conto anche delle «differenti esigenze di tutela degli

---

<sup>244</sup> *Infra* in questo cap., § 6 e cap. IV, § 2 ss.

<sup>245</sup> Cfr. G. GRISI, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Napoli, 1990, 327 ss.

investitori connesse con le qualità e l'esperienza professionale dei medesimi» (art. 6, co. 2 T.U.F.).

Consegue un'intensità graduata dei delineati obblighi informativi definita in base alla categoria dei clienti al dettaglio o dei clienti professionali alla quale appartiene l'investitore considerato. Si rinviene così una disciplina scandita in tre livelli di tutela corrispondenti al crescente bisogno di protezione del (potenziale) cliente.

Prima annotazione è il superamento del sistema delle dichiarazioni autoreferenziali proprie della disciplina *ante* MiFID. Il precedente art. 31 Reg. Int. limitava difatti la tutela ad un'attestazione scritta proveniente dall'investitore (persona fisica o società), mediante la quale quest'ultimo dichiarava il suo livello di conoscenze ed esperienze nel settore finanziario di riferimento (con esclusione, chiaramente, degli intermediari e soggetti abilitati). Discendeva da ciò la questione delle conseguenze del difetto di veridicità delle dichiarazioni rese sul punto dall'investitore.

Sul tema si riscontra una recente pronuncia della Corte di Legittimità per la quale, ai fini della classificazione dell'investitore nell'ambito della categoria di operatore qualificato, la dichiarazione scritta dello stesso (società o persona giuridica) attestante il possesso della competenza ed esperienza richieste nel settore dei valori mobiliari (art. 31 vecchio Reg. Int.), «esonera l'intermediario da ulteriori verifiche, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso». È fatta comunque salva la facoltà dell'investitore di allegare circostanze comprovanti la discordanza tra contenuto della dichiarazione e situazione reale. In ogni caso, la dichiarazione *de qua* non esplica effetto confessorio, bensì può costituire

«argomento di prova che il giudice, *ex art. 116 c.p.c.*, può porre alla base della propria decisione, anche come unica fonte di prova»<sup>246</sup>.

Ad ogni modo, la questione è superata<sup>247</sup>. Il sistema *post* MiFID ha prodotto una nuova disciplina articolata su una classificazione tripartita fondata sul grado di conoscenza ed esperienza dell'investitore/cliente: «clienti al dettaglio», «clienti professionali» e «controparti qualificate».

Non è più sufficiente una dichiarazione autoreferenziale: l'intermediario deve obbligatoriamente valutare in concreto il livello di conoscenza ed esperienza dell'investitore e, quindi, inserirlo in una delle tre categorie di riferimento. Di qui l'applicazione del relativo statuto normativo.

Nei confronti delle controparti qualificate, fatte salve quelle relative alla disciplina del conflitto di interessi, sono disapplicate la quasi totalità delle regole di condotta. Disapplicazione parziale interessa invece i clienti professionali<sup>248</sup>. La protezione risulta di converso massima per i clienti al dettaglio.

La classificazione *de qua* è inoltre, “mobile”<sup>249</sup>. Fatte salve determinate eccezioni, l'investitore può domandare il passaggio ad una categoria

---

<sup>246</sup> Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Danno e resp.*, 2009, 1067 ss. Nello stesso senso, cfr. Trib. Vicenza, 12 febbraio 2008, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 203, con nota di C. TATOZZI, *La nozione di “operatore qualificato” tra vecchie incertezze e nuovi assetti normativi*; Trib. Verona, 22 giugno 2007, in *Contr.*, 2007, 1093; Trib. Milano, 20 luglio 2006, in *Nuova giur. comm.*, 2007, I, 809 ss., con nota di D. TOMMASINI, *La dichiarazione “autoreferenziale” di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*. In argomento; cfr. anche C. MOTTI, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008, 1172; G. SALATINO, *Contratti swap. Dall'“operatore qualificato” al “cliente professionale”: il trattamento delle dichiarazioni “autoreferenziali”*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2009, 201 ss. Cfr. *contra*, F. ROZZI e A. ROZZI, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della MiFID*, in *Soc.*, 2007, 283, secondo i quali non sarebbe corretto addossare all'intermediario la lacunosità o l'incompletezza delle informazioni rilasciate dal legale rappresentante.

<sup>247</sup> *Rectius*: questione superata per i nuovi contratti, attuale, invece, per quelli perfezionati sotto la vigenza del vecchio Reg. Int.

<sup>248</sup> È mantenuta l'applicazione della regola di adeguatezza, nonché le norme in materia di conflitti di interesse e di *best execution*. Risulta invece disapplicata la regola dell'appropriatezza. *Infra* in questo capitolo § 7, 8, 10.

<sup>249</sup> P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 260.

differente, superiore o inferiore. Ciò anche limitatamente a singoli strumenti o prodotti, servizi, attività. Conseguo come, nel rapporto con un medesimo intermediario, uno stesso cliente possa ricevere un differente trattamento informativo in relazione ai rispettivi rapporti o operazioni negoziali<sup>250</sup>.

Tuttavia il transito tra le differenti categorie non è libero. Per il passaggio ad una categoria “superiore”, mentre è esclusa la richiesta di *upgrade* a “controparte qualificata”, è ammessa quella per “cliente professionale”. È però ora necessario il soddisfacimento di una serie di requisiti, anche procedurali, per l’adeguata e seria valutazione delle conoscenze ed esperienze del richiedente.

Riguardo il transito ad una categoria inferiore (da controparte qualificata o cliente professionale a cliente al dettaglio), risulta necessario il perfezionamento di un accordo scritto ove siano riportati i servizi, i prodotti e le operazioni ai quali applicare lo statuto normativo dei clienti al dettaglio.

In tale contesto l’art. 35 Reg. Int. stabilisce che gli intermediari comunicano su supporto duraturo ai clienti la loro classificazione nonché li informano circa l’eventuale diritto a richiedere una diversa classificazione e circa gli eventuali limiti che ne deriverebbero sotto il profilo della loro tutela.

Ciò posto, le delineate categorie di clienti sono positivamente regolamentate da un costante rinvio della normativa primaria a quella secondaria.

In forza del potere regolamentare attribuito alla Consob (sentita la Banca d’Italia) *ex art. 6, co. 2-quater, lett. d) T.U.F.*, per le “controparti qualificate” l’art. 58 Reg. Int. dispone la completa disapplicazione delle regole di condotta di cui agli artt. 27-56 Reg. Int. Il collocamento di un

---

<sup>250</sup> La c.d. “regola degli “ascensori”(F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 150, nt. 43).

investitore in tale categoria dipende da caratteristiche sia soggettive sia dalla tipologia dei servizi prestati.

Ebbene in riferimento ai servizi prestati, l'art. 6, co. 2-*quater*, lett. d) cit. specifica che la disapplicazione delle regole di condotta investe unicamente la prestazione dei servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto del cliente e ricezione e trasmissione di ordini. Il medesimo art. 6, co. 2-*quater*, lett. d), stabilisce poi l'elenco dei soggetti abilitati che rientrano nella categoria delle controparti qualificate: 1) imprese di investimento, banche, imprese di assicurazioni, Oicr, gestori di fondi pensione, intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106 e 113 del testo unico bancario, società di cui all'articolo 18 del testo unico bancario, istituti di moneta elettronica, fondazioni bancarie, Governi nazionali e loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, banche centrali e organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; 2) imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; 3) imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purché esse siano garantite da membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati; 4) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione; 5) categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea.

L'allegato 3 del Reg. Int. si occupa invece di indicare gli investitori che possono essere collocati nella categoria dei "clienti professionali". Categoria

costruita sulla presunzione che tali soggetti posseggano «l’esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assumono».

In pieno recepimento delle direttive MiFID, il legislatore nazionale individua due sottocategorie: 1) i clienti professionali di diritto; 2) i clienti che “su richiesta” possono essere trattati come clienti professionali. I commi 2-*quinquies* e 2-*sexies*, art. 6 T.U.F. conferiscono, rispettivamente, alla Consob il potere di individuare “i clienti professionali privati”, al Ministero dell’economia e delle finanze, invece, “i clienti professionali pubblici”. Ad entrambi i detti enti è inoltre demandato il compito di stabilire i criteri di identificazione dei soggetti che «su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta».

Ai sensi della parte I, all. 3 Reg. Int., si intendono clienti privati professionali “di diritto”: 1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri<sup>251</sup>; 2) le imprese di grandi dimensioni, definite tali in base all’attivo di bilancio o al fatturato netto<sup>252</sup>, nonché 3) gli investitori istituzionali la cui attività principale sia l’investimento in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

Di converso, ai sensi della parte II, all. 3 del Reg. Int., sono classificati clienti professionali “su richiesta” quei clienti che soddisfino determinate

---

<sup>251</sup> a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio.

<sup>252</sup> Imprese che presentano, a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

1) totale di bilancio: €20.000.000; 2) fatturato netto: €40.000.000; 3) fondi propri per un ammontare pari a €2.000.000.

condizioni e facciano un'espressa richiesta in tal senso. La procedura di richiesta è strutturata mediante un sistema di dichiarazioni reciproche.

In primo luogo l'intermediario dovrà eseguire una valutazione particolareggiata considerando, su un versante, la competenza, l'esperienza e le conoscenze del cliente in relazione alla natura delle operazioni e/o dei servizi previsti, sull'altro, che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume.

Al riguardo, un criterio di valutazione della competenza e delle conoscenze del cliente è dato dal possesso dei requisiti di professionalità previsti per dirigenti e amministratori degli enti autorizzati dalle direttive finanziarie comunitarie.

In ogni caso, nell'ambito di tale valutazione dovrà riscontrarsi la sussistenza di almeno due dei requisiti quantitativi e/o di esperienza professionale tassativamente indicati<sup>253</sup>, quali: a) il cliente ha effettuato operazioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre, nei quattro trimestri precedenti: b) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contanti, supera i 500.000 euro: c) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che implichi la conoscenza delle operazioni e dei servizi previsti. In caso di persone giuridiche, la valutazione *de qua* è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima.

Ad ogni modo la normativa non consente agli intermediari di presumere che i clienti richiedenti possiedano le conoscenze ed esperienze equivalenti a quelle dei clienti professionali di diritto.

---

<sup>253</sup> Parte II.1, all. 3 del reg. intermediari.

Come affermato, si tratta perciò di un meccanismo differente rispetto al sistema previgente. Non sono più sufficienti delle mere dichiarazioni di tipo autoreferenziale compiute dall'investitore, è bensì necessario un riscontro concreto della sussistenza dei parametri di legge<sup>254</sup>.

A ciò si aggiunge una rigorosa procedura formale per lo scambio di informazioni e di consensi funzionali per rendere possibile il passaggio “su richiesta” di categoria (parte II.2, all. 3 del Reg. Int.). In tal senso, il cliente deve manifestare all'intermediario per iscritto la volontà di essere trattato come cliente professionale rispetto ad un determinato servizio, operazione di investimento, tipo di operazione o di prodotto, ovvero a titolo generale. A sua volta, per iscritto e in forma chiara, l'intermediario ha l'obbligo di avvisare il cliente di tutte i diritti di indennizzo e le protezioni che potrebbe perdere. Infine, mediante un documento separato dal contratto, il cliente dovrà comunicare per iscritto di essere a conoscenza di queste conseguenze.

Si giunge così al “cliente al dettaglio” (o c.d. *retail*) il quale è individuato mediante una definizione residuale e negativa: un cliente che non sia un cliente professionale (di diritto o su richiesta) o una controparte qualificata.

Confluiranno perciò in quest'ultima categoria le persone fisiche, le persone giuridiche, gli enti, i professionisti, dotati di una marginale conoscenza ed esperienza in materia di strumenti finanziari.

Il cliente *retail* è supportato dal più elevato livello di protezione sia nella fase precontrattuale sia nella fase della prestazione di servizi di

---

<sup>254</sup> Sistema accolto positivamente da R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L'attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010, 10 s. Per le perplessità relative alla concreta applicazione di alcuni requisiti per la classificazione dell'investitore cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova direttiva MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009, 21; U. MORERA, *op. cit.*, 44.

investimento. Ad esso è applicata tutta la disciplina in materia di regole di condotta e gli obblighi informativi di cui dall'art. 27 sino all'art. 56 Reg. Int.

Di converso, qualora sia la controparte qualificata ovvero il cliente professionale a richiedere un trattamento equiparato al cliente *retail*, la disciplina *de qua* dispone la necessità di un semplice accordo scritto con l'intermediario in forza del quale le parti individuino i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica la detta disciplina (art. 35 co. 3 Reg. Int.).

#### 7. Regole di condotta e tipologia di servizi: l'adeguatezza.

Ferma l'illustrata classificazione del cliente, l'intensità del contegno informativo gravante sull'intermediario è anche commisurata alla tipologia dei servizi di investimento offerti e/o negoziati.

Le clausole generali di diligenza, correttezza e trasparenza (art. 21 T.U.F.) sono così in tal senso specificate ed attualizzate dai dettami contenuti nel titolo II del Reg. Int., il quale prevede la disciplina dell' "adeguatezza", "appropriatezza" e "mera esecuzione o ricezione di ordini".

Anche nella previgente disciplina l'adeguatezza (o c.d. *suitability rule*) rappresentava un parametro guida dell'azione dell'intermediario; essa però si riferiva a tutti i servizi di investimento prestati a favore del cliente. In proposito la *suitability rule* era prevista dall'art. 29 vecchio Reg. Int., rubricato «operazioni non adeguate», secondo il quale era precluso all'intermediario il compimento di operazioni con o per conto degli investitori «non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione». Preclusione tuttavia superabile con l'acquisizione del "consenso informato" del cliente.

Nel sistema *pre-MiFID*, difatti, l'intermediario poteva in ogni caso eseguire operazioni "inadeguate" a condizione che: a) l'investitore fosse esplicitamente informato dall'intermediario delle circostanze e ragioni per le

quali non era opportuno procedere all'operazione proposta; b) l'investitore, nonostante ciò, impartisse l'ordine per iscritto o su altro supporto equivalente (se via telefono mediante registrazione su nastro magnetico) con un espresso riferimento alle avvertenze ricevute (co. 1, art. 28, lett. a), vecchio Reg. Int.)<sup>255</sup>.

Il recepimento delle direttive MiFID rinnova il descritto assetto imprimendo due essenziali mutamenti al principio di adeguatezza. In primo luogo i nuovi artt. 39 e 40 Reg. Int. sanciscono prescrizioni più rigorose in ordine all'indagine ed assolvimento del requisito *de quo* che, ora, non può più eludersi mediante il consenso scritto del cliente all'esecuzione di operazioni inadeguate: in caso di giudizio di inadeguatezza dell'operazione, ovvero, reticenza dell'investitore è imposta all'intermediario la rigorosa astensione. In secondo luogo, l'osservanza ed applicazione della regola dell'adeguatezza è circoscritta ai soli servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli<sup>256</sup>.

---

<sup>255</sup> Le previgenti dichiarazioni autoreferenziali dell'investitore avevano l'effetto di ridurre sensibilmente, se non di annullare del tutto, l'intero sistema di protezione. Nella specie la *suitability rule* racchiudeva due contegni obbligatori gravanti sull'intermediario [1° co., art. 21, lett. b), T.U.F.] informarsi riguardo le conoscenze ed esperienze finanziarie del cliente (c.d. *know your customer rule*); 2) conseguire una conoscenza approfondita in ordine le caratteristiche dello strumento finanziario oggetto dei servizi di investimenti prestati e quindi informare il cliente (c.d. *know your merchandise rule*). In esecuzione di ciò, *ex co. 1, art. 28, lett. a)*, vecchio reg. int., l'intermediario doveva chiedere nella fase precontrattuale all'investitore «notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché la sua propensione al rischio». Di qui una *know your customer rule* funzionale alla verifica dell'adeguatezza dell'operazione *ex art. 1° co., art. 29, vecchio reg. int.*

Un buon sistema protettivo tuttavia vanificato dall'ottenimento da parte dell'intermediario finanziario del c.d. "consenso informato" del cliente. "Consenso informato" efficace e liberatorio delle responsabilità dell'intermediario pur in ipotesi di cliente reticente nel fornire le informazioni o di palese inadeguatezza delle operazioni. Di qui le numerose pronunzie giurisprudenziali a difesa del c.d. risparmio tradito. Per approfondimenti cfr. F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 201 ss.; D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., 575 ss. e spec. 582; R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 169 ss.; M. DE MARI e L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in *Foro it.*, I, 2002, 858 ss.

<sup>256</sup> In argomento cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 150, nt. 43; R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di*

Ciò posto, affinché possa ritenersi assolto il requisito dell'adeguatezza, l'art. 39 Reg. Int. dispone che le informazioni riguardanti i clienti oggetto di assunzione da parte degli intermediari devono riguardare: a) la conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio; b) la situazione finanziaria; c) gli obiettivi di investimento.

I commi successivi all'art. 39 cit. precisano inoltre che «le informazioni di cui alla lettera a) includono: a) i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; b) la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite; c) il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del cliente (2° comma). Le informazioni di cui al comma 1, lettera b), includono, ove pertinenti, dati relativi a: fonte e consistenza del reddito del cliente, suo patrimonio complessivo, suoi impegni finanziari (3° comma). Le informazioni di cui al comma 1, lettera c), includono dati sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, le sue preferenze in materia di rischio, il suo profilo di rischio e le finalità dell'investimento, ove pertinenti (4° comma)».

Qualora i servizi di consulenza e gestione *de quibus* vengano invece prestati ad un cliente professionale, ex co. 2, art. 40 Reg. Int., gli intermediari «possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze », ai fini dell'adeguatezza e sotto il profilo di comprensione dei rischi<sup>257</sup>.

---

*gestione collettiva*, cit., 10 ss. F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. privato*, 2008, 25 ss.

<sup>257</sup> Sul tema cfr. G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di "consulenza in materia di investimenti" (art. 1, comma 5o, lett. f, d. lgs. n. 58 del 1998)*, in *Contr. impr.*, 2009, 338; F.S. COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella*

Di più. Per ciò che riguarda i rapporti con i “clienti professionali di diritto”, ai sensi del co. 3, art. 40 Reg. Int., gli intermediari hanno la facoltà di presumere che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento. Di modo che l’adeguatezza si arresterebbe ad una mera valutazione di corrispondenza dell’operazione agli obiettivi di investimento<sup>258</sup>.

Si giunge infine alla tutela massima riservata al cliente *retail*. Qui oltre l’obbligo di riscontrare il rispetto del canone all’adeguatezza dell’operazione mediante i crismi *ex art. 40 Reg. Int.*, come accennato, l’intermediario che non ottenga le informazioni di cui al presente articolo dovrà astenersi dal prestare i menzionati servizi (co. 6 art. 39 Reg. Int.).

Seppur soltanto ai servizi di consulenza e di gestione, si assiste pertanto ad una rilevante evoluzione della disciplina. Lo scambio di “informazioni formali” non è più sufficiente per superare l’omesso, ovvero, insufficiente riscontro positivo circa l’adeguatezza dell’investimento<sup>259</sup>.

Rispetto a tale evoluzione normativa si rileva la questione se l’intermediario debba arrestare la sua indagine all’esame dei meri profili di “legittimità formale” delle dichiarazioni trasmesse dal cliente, ovvero, debba proseguirla anche nel “merito” e, quindi, riscontrare la fondatezza e la veridicità delle informazioni medesime in concreto. Il co. 5 dell’art. 39 Reg. Int. propenderebbe per la seconda opzione: «gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete».

---

*normativa secondaria*, in *Foro it.*, 5, 2008, 57 ss.; M. DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. banca e mercato fin.*, I, 2008, 402 ss.

<sup>258</sup> P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 266.

<sup>259</sup> R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 15.

In particolare, in forza della detta disposizione si evincerebbe come l'intermediario sarebbe obbligato ad una "gestione dinamica" del profilo dell'investitore: le informazioni rilasciate dal cliente dovranno essere integrate con quelle in suo possesso, inoltre quest'ultimo dovrà richiedere al cliente di confermare, modificare o completare le informazioni già comunicate<sup>260</sup>. Grava, in ogni caso, sul cliente l'onere di informare la controparte circa eventuali cambiamenti del suo assetto giuridico-patrimoniale che potrebbero influire sul già formato giudizio di adeguatezza.

#### 8. *L'appropriatezza.*

Differentemente dalla *suitability rule*, già contemplata nel sistema *ante-MiFID*, la normativa *post-MiFid* prevede ora la regola dell'appropriatezza, di cui agli artt. 41 e 42 reg. int., la quale disciplina la prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli.

Nella specie essa impone all'intermediario di acquisire delle informazioni relative all'esperienza e conoscenza del cliente nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o richiesto. Sono pertanto escluse attività conoscitive concernenti la capacità finanziaria e gli obiettivi di investimento del cliente<sup>261</sup>.

Un accertamento, questo, reso possibile mediante le informazioni richieste e trasmesse dai clienti o potenziali clienti, che ai sensi dell'art. 41 Reg. Int., gli intermediari hanno l'obbligo di richiedere *ex ante* ovvero, a necessità, durante lo svolgimento del rapporto contrattuale.

La natura delle informazioni qui richieste permette di cogliere la sensibile differenza della regola *de qua* rispetto alla *suitability rule*.

---

<sup>260</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 135.

<sup>261</sup> P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 268.

Quest'ultima è polarizzata sull'esame di elementi oggettivi quali la corrispondenza dell'operazione agli obiettivi di investimento o il livello di rischio presentato. L'appropriatezza, invece, è principalmente protesa verso l'elemento soggettivo: l'esperienza maturata dall'investitore nel settore finanziario oggetto di interesse<sup>262</sup>. Un accertamento, questo, che in ogni caso già di partenza presenta percepibili difficoltà cognitive<sup>263</sup>.

In aggiunta, differentemente dalla *suitability rule*, ai fini dell'appropriatezza è possibile omettere la considerazione delle capacità dell'investitore di sostenere le conseguenze finanziarie delle operazioni da eseguirsi. Si assiste di conseguenza ad una tangibile attenuazione delle garanzie e tutele predisposte<sup>264</sup>. La valutazione dell'appropriatezza si risolve, così, in una valutazione dell'adeguatezza conoscitiva<sup>265</sup>.

Attenuazione che è senz'altro confermata da un'ulteriore confronto: nella regola dell'adeguatezza l'omessa trasmissione delle informazioni, ovvero il giudizio di inadeguatezza dell'operazione da prestare determina come osservato, un insuperabile obbligo di astensione a carico dell'intermediario. Diversamente, un giudizio di non appropriatezza, ovvero l'impossibilità di formularne uno per l'insufficienza delle informazioni, *ex co.* 3 e 4, art. 42 Reg. Int., non implica il divieto a carico dell'intermediario di dar corso all'operazione, bensì produce l'unico effetto di gravare quest'ultimo dell'obbligo di avvertire il cliente che lo strumento o il servizio sono ritenuti inappropriati.

Si ripropone perciò la soluzione delle “dichiarazioni ad incastro” praticata nel sistema *ante*-MiFID con riferimento alla regola di adeguatezza:

---

<sup>262</sup> V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2010, 297.

<sup>263</sup> P. FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, in *www.ilcaso.it, Sezione II - Dottrina, opinioni e interventi*, 2007.

<sup>264</sup> F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa*, cit., 44.

<sup>265</sup> F. SARTORI, *op. loc. ult. cit.*

affinché il giudizio negativo o l'impossibilità di esprimerne uno siano superati, oltre alle dette doverose avvertenze dell'intermediario, è sufficiente un consenso da parte dell'interessato di voler in ogni caso procedere nell'operazione "sconsigliata"<sup>266</sup>.

Anche nel presente contesto la portata della regola della appropriatezza è modulata dalla classificazione dell'investitore nelle varie tipologie di clienti. Ai sensi del co. 2 art. 42 Reg. Int., gli intermediari godono della facoltà di presumere che la clientela professionale sia dotata di un livello di esperienza e conoscenza idoneo per effettuare le operazioni richieste.

Ciò fermo, si rileva l'ulteriore insidia a detrimento della tutela dell'investitore: la facoltà riconosciuta all'intermediario di ricorrere a forme standardizzate di comunicazione. Ebbene tali modalità, se da un lato potrebbero inficiare un'effettiva scelta consapevole da parte del cliente, dall'altro, potrebbero mostrarsi sufficienti all'intermediario per documentare di aver operato secondo la diligenza dovuta<sup>267</sup>. In altri termini sussiste il pericolo che un "consenso informato", formalmente espresso dall'investitore tale non sia, e tuttavia consenta all'intermediario di adempiere all'onere probatorio *ex co.* 6 art. 23, t.u.f.

Un idoneo correttivo potrebbe individuarsi nelle clausole generali di correttezza e diligenza le quali imporrebbero all'interprete di verificare in ogni caso la condotta dell'intermediario alla stregua dei detti canoni<sup>268</sup>. Si tratta tuttavia di scelte di politica legislativa. Il legislatore *post*-MiFID ha evidentemente inteso riservare all'investitore una tutela meno intesa per i

---

<sup>266</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, cit., 23, il quale valuta positivamente tale prescrizione volta a superare la scarsa esperienza dell'investitore in relazione alla peculiarità dell'operazione. Critico sulla effettività della soluzione scelta dal legislatore F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa*, cit., 44, nonché M. RESCIGNO, *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009, 157.

<sup>267</sup> F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 196.

<sup>268</sup> V. SANTOCCHI, *op. cit.*, 298.

servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli: il livello di rischio connesso a questa tipologia di servizi sarebbe quindi inferiore.

La consulenza e la gestione individuale di portafoglio presentano in tal senso un considerevole rischio a causa, la prima, della capacità dell'intermediario di indirizzare e di determinare le scelte di investimento del cliente; la seconda, della maggiore discrezionalità di cui l'intermediario dispone. L'obbligo di astensione sussiste perciò solo nell'esecuzione di questi due servizi di investimento. Di converso, l'intermediario ha la possibilità di liberarsi dalla responsabilità mediante la formale (standardizzata) comunicazione all'investitore circa la sua incapacità di valutare l'appropriatezza dell'operazione, nonché l'acquisizione da quest'ultimo del consenso alla sua esecuzione.

In conclusione, nonostante il compiuto raffronto, si potrebbe ritenere come la *suitability rule* abbia avuto un forte impatto sul regime di responsabilità dell'intermediario, a patto di riconoscere una portata estesa del concetto "consulenza" tale da ricomprendere anche la c.d. consulenza incidentale, cioè quella implicitamente prestata nell'ambito di un altro servizio di investimento.

L'avvento della novella MiFID ha invece prodotto una nuova e differente qualificazione della consulenza. Non più un servizio accessorio ma un vero e proprio servizio di investimento, consistente nella «prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo ad una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente» (art. 1, co. 5-*septies*, T.U.F.).

Per l'effetto, si avrebbe consulenza ogni qualvolta l'intermediario segnali all'investitore un'operazione come adatta, ciò indipendentemente dalla circostanza che avvenga nell'ambito di altro servizio di investimento. Di conseguenza, anche se un servizio come quello di negoziazione dovrebbe in linea di principio sottrarsi alla regola di adeguatezza, sarebbe da questa regolato in virtù della funzione attiva e propositiva svolta dall'intermediario<sup>269</sup>. Di qui una distinzione tra adeguatezza e appropriatezza ridimensionata alla stregua di una responsabilità dell'intermediario non esclusivamente fondata sulla tipologia di servizio prestato.

9. *Le operazioni di execution only.*

La disciplina delle operazioni di *execution only* rappresenta il completamento del rapporto tra regole di adeguatezza ed appropriatezza *post-MiFID*.

In costanza di limitate circostanze di rischio per l'investitore, connesse a determinate tipologie di servizi e strumenti, il legislatore ha da ultimo tracciato un sistema che favorisce, da un lato una più rapida modalità di esecuzione dell'operazione, dall'altro un sensibile beneficio sul fronte del

---

<sup>269</sup> Cfr. M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola felice (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati otc)*, in *Swaps tra banche e clienti*, a cura di D. Maffei, Milano, 2014, 270 ss.; P. FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, cit., 170 ss.; G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di "consulenza in materia di investimenti"*, cit., 2009, I, 330 ss.

Nonostante riguardi i soli prodotti illiquidi, rileva la comunicazione Consob 2 marzo 2009, n. 9019104: «l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) "su misura" per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti». Tale soluzione non pienamente condivisa da M. RESCIGNO, *Il prodotto è tossico*, cit., 159, che conclude con un ben più integrale divieto di perfezionare contratti derivati. Per una concezione della consulenza in senso stretto cfr. A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitto di interesse*, cit., 28.

contenimento dei costi del servizio<sup>270</sup>. Nella specie si tratta di operazioni relative alla mera trasmissione o esecuzione di ordini senza che venga fornita alcuna indicazione dall'intermediario.

Tuttavia v'è da rilevare che l'opera creativa della giurisprudenza<sup>271</sup> aveva già considerato, nonché regolato, questo tipo di operazioni per le quali si escludeva ogni verifica di adeguatezza qualora l'intermediario non avesse svolto alcun ruolo attivo, ed avesse preventivamente definito i limiti quantitativi nonché la tipologia di strumenti finanziari e di operazioni che potevano considerarsi automaticamente adeguati.

Oggi in riferimento alla mera esecuzione e ricezione di ordini, l'art. 43 Reg. Int. stabilisce la disapplicazione di alcune delle regole che caratterizzano la prestazione di servizi di investimento.

Nello specifico la richiamata disposizione sancisce che nella prestazione di servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini, l'intermediario può omettere di ottenere le informazioni e di eseguire la valutazione di appropriatezza, quando ricorrono le seguenti condizioni: *a)* i suddetti servizi sono connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, a strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato), OICR armonizzati ed altri strumenti finanziari non complessi; *b)* il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente; *c)* il cliente o potenziale cliente è stato chiaramente informato che, nel

---

<sup>270</sup> Sul tema cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 137; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 45, il quale lamenta sul punto uno scadimento della qualità di esecuzione dei servizi di investimento con conseguenziale aumento dei costi sociali ed effetti pregiudizievoli per il mercato.

<sup>271</sup> Cfr. Trib. Genova, 22 aprile 2005, in *www.ilcaso.it*. Cfr. *contra* Cass., 25 giugno 2008, n. 17340, in *Giur. it.*, 2009, 889 ss., con nota di P. FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento al vaglio della Corte di Cassazione*, dove si afferma l'obbligo per l'intermediario di procedere alla valutazione di adeguatezza riguardo tutti i servizi di investimento. Una soluzione, questa, che tuttavia sembrerebbe superata nell'ottica della novella in argomento.

prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni. L'avvertenza può essere fornita utilizzando un formato standardizzato; d) l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitto di interessi.

#### 10. *La best execution.*

La *best execution* rappresenta il principio per il quale l'intermediario è obbligato a garantire al cliente l'esecuzione degli ordini alle migliori condizioni in relazione ad alternative sedi di negoziazione. È un principio di origine anglosassone che nel sistema precedente si esplicava nell'obbligo di concentrazione delle operazioni nei mercati regolamentati<sup>272</sup>.

A seguito dell'abolizione dell'obbligo di concentrazione e la conseguente nascita di sedi alternative di negoziazione<sup>273</sup> (c.d. *alternative trading venues*), la *best execution* impone all'intermediario di adottare tutte le idonee e ragionevoli accortezze necessarie a perseguire il "miglior risultato possibile" per il cliente, in relazione a: prezzo, costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento, dimensioni, natura dell'ordine e/o qualsiasi altra

---

<sup>272</sup> Nella previgente normativa, la *best execution rule*, ancorché non codificata a livello di legislazione primaria, poteva desumersi, nella vigenza della l. Sim, dall'art. 24, co. 1, reg. n. 5387, e dall'art. 32, co. 3, vecchio Reg. Int., il quale sanciva che gli intermediari autorizzati «eseguono in conto proprio o in conto terzi le negoziazioni alle migliori condizioni possibili con riferimento alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse». Migliori condizioni possibili riferite a «prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente». Cfr. in proposito, cfr. F. MAZZINI, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Dir. banca e merc. fin.*, I, 2008, 729 s.; F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 239 ss.

<sup>273</sup> Tra le varie sedi di negoziazione si segnalano: i mercati regolamentati disciplinati (artt. 61 ss. T.U.F.); i sistemi multilaterali di negoziazione (77-bis T.U.F.); gli internalizzatori sistematici (78 T.U.F.); i *market makers*; i *liquidity provider*; i negozianti per conto proprio.

considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione (co. 1 art. 45 Reg. Int.)<sup>274</sup>.

Gli artt. artt. 45-48 Reg. Int. disciplinano il principio *de quo* scandendolo in specifici obblighi a carico dell'intermediario in relazione alla tipologia di servizi prestati. Specifici obblighi rivolti in particolare al rispetto di requisiti organizzativi nonché procedurali.

Il risultato consiste nell'esplicitazione di strategie di esecuzione degli ordini (c.d. *execution policy*) che prendano in considerazione la selezione delle sedi di negoziazione e del loro concreto utilizzo, in funzione delle tipologie di strumenti finanziari o di operazioni da compiersi, nonché in relazione alle caratteristiche del cliente (co. 2 art. 45 Reg. Int.). Tale criterio può essere derogato qualora il cliente manifesti specifiche preferenze in merito alla scelta delle sedi di esecuzione.

Allorché l'intermediario esegua un ordine per conto di un cliente *retail* la selezione delle sedi di negoziazione è condotta adottando quale termine di raffronto il corrispettivo totale comprendente, oltre al costo dello strumento finanziario, anche i costi relativi all'esecuzione (co. 5, art. 45 Reg. Int.).

Anche in tale ambito, ruolo preminente è rappresentato dagli obblighi informativi. Gli intermediari devono (co. 2, art. 46 Reg. Int.): 1) fornire al cliente informazioni appropriate circa la strategia di esecuzione degli ordini adottata, specificando se detta strategia preveda la possibilità che gli ordini siano eseguiti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione; 2) ottenere il consenso esplicito e preliminare del cliente prima di procedere all'esecuzione degli ordini al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.

---

<sup>274</sup> Il principio della *best execution* è previsto dall'art. 21 della direttiva MiFID 2004/39/CE, nonché dagli artt. 44-46 della direttiva MiFID 2006/73/CE. Sul tema v. R. MORONI, *La "best execution" degli ordini in mercati azionari frammentati*, in *Banca, impresa, società*, 3, 2006, 349 ss.

Per quanto concerne invece i servizi di ricezione e trasmissione di ordini e gestione di portafogli (art. 48 Reg. Int.), oltre al rispetto dei criteri anzidetti, l'osservanza della *best execution* si concretizza in una strategia di trasmissione degli ordini che identifichi, per ciascuna categoria di strumenti, i soggetti ai quali gli ordini sono trasmessi in ragione delle strategie di esecuzione adottate da questi ultimi (co. 2, art. 48 Reg. Int.).

La procedura in argomento prevede altresì una periodica verifica ed aggiornamento (almeno annuale) delle misure e della strategia di esecuzione in modo da identificare e, se del caso, correggere eventuali carenze. Ciò in particolar modo riguardo alla sopravvenienza di circostanze idonee ad influire sulla capacità di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini dei clienti, nel contesto delle sedi incluse nella strategia di esecuzione.

Posta la variabilità e la soggettività degli elementi e criteri alla base dei rappresentati obblighi, parte della dottrina rileva come non sia del tutto agevole una chiara lettura circa la effettiva portata della *best execution*.

Nello specifico, in un eventuale giudizio di responsabilità dell'intermediario, si evidenzia la difficoltà intrinseca alla dimostrazione, *ex post*, del perfetto adempimento della regola in discorso, ossia, in base alle conoscenze date, della diligente scelta della migliore esecuzione possibile nell'ambito della, anche ristretta, cerchia di sedi di negoziazione preventivamente selezionate<sup>275</sup>.

### *11. Il conflitto di interessi.*

Il conflitto di interessi si sostanzia in una situazione specifica data dall'incompatibilità obiettiva (diretta o indiretta) dell'interesse

---

<sup>275</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 140.

dell'intermediario rispetto a quello di cui il cliente è portatore<sup>276</sup>. Una situazione, questa, non troppo infrequente. La prestazione di servizi di investimento è infatti costellata da potenziali conflitti di interesse.

Semplificando, le ipotesi più comuni sono: l'investimento proposto abbia ad oggetto prodotti finanziari emessi o collocati da società appartenenti al gruppo dell'intermediario; il medesimo intermediario offre differenti servizi in potenziale reciproco conflitto (ipotesi di conflitto da c.d. "polifunzionalità"); l'intermediario propone servizi svolti da altri intermediari del gruppo; l'intermediario stesso è controparte diretta del cliente perché compie operazioni con il proprio patrimonio, ovvero, sintetizza e/o propone e vende al cliente un derivato OTC.<sup>277</sup>

La questione in simili ipotesi potrebbe risolversi vietando all'intermediario di agire per conto del cliente. In tale prospettiva si erano orientate legislazione e giurisprudenza degli anni'80 e, per alcuni profili, anche la legge n. 1/1991 (c.d. legge "Sim") laddove all'art. 6, co.1, lett. g) vietava alle Sim di effettuare operazioni, con o per conto della clientela, in presenza di un interesse (diretto o indiretto) in conflitto con il cliente, salvo: 1) una comunicazione per iscritto al cliente su "la natura e l'estensione" dell'interesse nell'operazione e 2) l'ottenimento di una preventiva ed espressa autorizzazione per iscritto all'operazione in conflitto<sup>278</sup>.

<sup>276</sup> App. Milano, 25 gennaio 2008, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 2, II, 150.

<sup>277</sup> Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 6, II, 748: «La contrattazione in derivati *over the counter*, a differenza di quella in derivati uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente, che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, della qualità di offerente e di consulente e dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale e portatore di un proprio interesse economico, a costruire e proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato (o rinegoziato) in termini geneticamente (o successivamente) alterati in sfavore del cliente. Il conflitto di interesse sussiste anche quando la stessa banca si trovi ad avere in vigore operazioni eguali e contrarie con altri soggetti. Tale eventuale funzionalità, pur esaurendosi a puro livello finanziario senza assumere alcuna rilevanza a livello civilistico fa peraltro emergere, almeno in linea astratta, ulteriori aspetti di conflitto di interesse».

<sup>278</sup> In tema cfr. M.C. MERANI, *Il problema del conflitto di interessi nell'intermediazione mobiliare, I valori mobiliari*, a cura di G. Alpa, Padova, 1991, 325 ss.

La successiva disciplina ha preferito una soluzione diversa: non più divieti, ma controlli e regole organizzative. Una scelta quindi conciliativa tra le esigenze del mercato e le esigenze di tutela degli investitori. Un modesto sistema, si osserva, che condurrebbe ad un'abnorme informazione precontrattuale tanto più inutile quanto più ampia: il rischio concreto, sepolto da un elenco sterminato di conflitti meramente potenziali, potrebbe sfuggire all'investitore, il quale sottoscriverebbe la dichiarazione con un grado di attenzione molto simile, se non identico, all'approvazione delle clausole vessatorie di cui all'art. 1341 c.c.<sup>279</sup>

Primo passo nella nuova direzione è rappresentato dalla direttiva 93/22/CE sui servizi di investimento (c.d. Isd) la quale, imponendo all'intermediario di organizzarsi per ridurre l'insorgere dei conflitti di interesse, ha appunto segnato l'allontanamento dal precedente strumento dell'autorizzazione-informata. Il tutto veniva così trasposto nella precedente versione dell'art. 21, 1° co., lett. c), T.U.F. il quale consentiva all'intermediario di agire in conflitto a condizione che si fosse assicurato ai clienti "trasparenza ed equo trattamento"<sup>280</sup>.

L'odierna normativa *post-MIFID*<sup>281</sup>, proseguendo la scelta di gestione e non eliminazione dei conflitti, specifica e disciplina il funzionamento del rilevante legame intercorrente tra regole di condotta e regole di organizzazione interna dell'intermediario.

Ebbene a livello sistematico si nota come la disciplina *de qua* si ponga nell'ambito dei criteri generali di natura organizzativa *ex co. 1-bis*, art. 21

---

<sup>279</sup> R. LENER, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2010, 314.

<sup>280</sup> Sulla disciplina dei conflitti di interesse *pre-MiFID* si rinvia, per tutti, a F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 276 ss.

<sup>281</sup> In tema cfr. L. ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, I, 2005, 844 ss.; S. SCOTTI CAMUZZI, *op. cit.*, 123, il quale qualifica come endemica, se non fisiologica la presenza di conflitti di interessi; S. FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducement*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2009, 136 ss.

T.U.F. e reg. 29 ottobre 2007 emanato congiuntamente dalla Banca d'Italia e dalla Consob (successivamente, per brevità, anche “reg. cong.”). Si tratta di una disciplina fondamentale che prescinde dalla classificazione del cliente come *retail*, professionale o controparte qualificata. La classificazione del cliente determina esclusivamente un diverso grado di dettaglio delle informazioni fornite in caso di inadeguatezza delle misure organizzative preventive (co. 4, art. 23 reg. cong.)<sup>282</sup>.

Il procedimento consta di due fasi: una prima, interna all'intermediario, “ricognitiva ed organizzativa”, che impone di adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti che potrebbero sorgere con il cliente o tra i clienti, e gestirli adottando misure organizzative idonee ad evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti [art. 21, co. 1-*bis*, lett. a), t.u.f.]; una seconda eventuale, di “carattere informativo” in favore dei clienti, resa necessaria qualora l'intermediario ritenga che le misure adottate non garantiscano, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato. In questo caso egli deve informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura e delle fonti dei possibili conflitti di interesse [art. 21, co. 1-*bis*, lett. b), t.u.f.].

Ai fini dell'identificazione dei conflitti di interesse, l'art. 24 reg. cong., in linea con le indicazioni della MiFID, fornisce, come criterio minimo, un susseguirsi di fattispecie sintomatiche di un possibile conflitto di interessi che in ogni caso, non esimerebbero l'intermediario da una più ampia e concreta indagine<sup>283</sup>.

---

<sup>282</sup> Per la non rilevanza della tipologia di cliente cfr. considerando n. 25 direttiva 2006/73/CE e D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2008, 587.

<sup>283</sup> P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 273.

In particolare, gli intermediari devono considerare se, a seguito della prestazione di servizi, essi, un soggetto rilevante<sup>284</sup>, o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto: a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria in danno del cliente; b) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo; c) abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato; d) svolgano la medesima attività del cliente; e) ricevano o possano ricevere da persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo<sup>285</sup>, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite.

Ciò posto, *ex art. 25 co. 2° reg. cong.*, l'intermediario deve elaborare e formulare per iscritto idonee politiche di gestione dei conflitti di interesse, le quali, in linea con il principio di proporzionalità, dovranno attenersi ai seguenti criteri: 1) consentire di individuare, in relazione ai servizi e alle attività di investimento prestati, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interessi idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti; 2) definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti.

Il tutto garantendo che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività che implicano un conflitto di interesse svolgano la loro attività con un appropriato grado di indipendenza, tenuto conto delle dimensioni e dell'attività

---

<sup>284</sup> Un componente degli organi aziendali, un dirigente, un dipendente, un promotore o chi presti particolari servizi all'intermediario [art. 2, co. 1, lett. p), reg. cong.].

<sup>285</sup> Cfr. R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 16. L'A. rileva come la fattispecie degli incentivi vada integrata con l'art. 52 Reg. Int. il quale individua le caratteristiche delle "commissioni e competenze" che possono legittimamente corrispondersi all'intermediario in quanto: 1) normalmente previste per l'erogazione del servizio; 2) sono funzionali al miglioramento della qualità del servizio prestato, e il cliente ne sia adeguatamente informato; 3) non confliggono con il dovere di agire in modo onesto, equo, professionale, al servizio dell'interesse del cliente.

dell'intermediario e del suo gruppo nonché della rilevanza del rischio che gli interessi del cliente siano danneggiati. (art. 25, 3° co., reg. cong.).

In proposito, per garantire tale indipendenza, gli intermediari possono adottare procedimenti funzionali a: *a)* impedire o controllare lo scambio di informazioni tra soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportano un conflitto di interessi; *b)* garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti; *c)* eliminare ogni connessione diretta tra le retribuzioni dei soggetti rilevanti che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare tra loro situazioni di potenziale conflitto di interessi; *d)* impedire o limitare l'esercizio di un'influenza indebita sullo svolgimento da parte di un soggetto rilevante di servizi o attività di investimento; *e)* impedire la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante a distinti servizi o attività di investimento, quando la partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse.

L'art. 26 reg. cong. stabilisce inoltre l'obbligo in capo all'intermediario di istituire un registro nel quale indicare, in relazione alle differenti tipologie di investimento, le esistenti o potenziali rispettive situazioni di conflitto d'interesse. La tenuta e l'aggiornamento di detto registro sarebbe di competenza della nuova funzione aziendale di controllo di conformità (c.d. *compliance*) di cui all'art. 16 reg. cong.<sup>286</sup>

Qualora, nonostante ciò, l'organizzazione approntata si rivelasse in concreto inadatta a neutralizzare il considerato conflitto di interessi, allora l'intermediario risulterà gravato dell'obbligo di informare il cliente (c.d. *disclosure*)<sup>287</sup>.

---

<sup>286</sup>R. LENER, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, cit., 328.

<sup>287</sup>*Contra*, per una diversa interpretazione della norma, D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, cit., 599, secondo cui «se l'intermediario non è tenuto ad informare il cliente, non è perché una situazione di pericolo dipende dalla presenza di un interesse in conflitto c'è, ma non deve essere comunicata, bensì è perché (e solo se) le misure

Vi sarebbe in tal modo un accrescimento della tutela riconosciuta all'investitore attraverso il c.d. principio di affidamento: l'intermediario sarà onerato del compito di riconoscere ed amministrare i rilevati conflitti di interesse. Principio di affidamento utilizzabile poi, *ex post*, come parametro di riferimento nella fase di valutazione giudiziale del comportamento dell'intermediario<sup>288</sup>.

Di converso si osserva come l'illustrata disciplina sembrerebbe conferire più opacità alla gestione del conflitto: solo se le misure organizzative e di gestione si rivelassero inefficaci il cliente sarà reso edotto del conflitto<sup>289</sup>. Un'informativa che in ogni caso potrebbe rilevarsi abnorme e generica tanto da indurre l'investitore a non considerarla affatto, il tutto a grave detrimento della tutela a quest'ultimo riservata.

## 12. La contrattualistica ISDA.

Nel panorama internazionale, l'ISDA rappresenta il modello contrattuale maggiormente impiegato in tema di operazioni in derivati *Over The Counter*. Lo sviluppo dell'ISDA nasce dall'esigenza, da un lato, di contenere i costi impliciti connessi alla definizione di ogni nuova operazione in derivati OTC, dall'altro, di disporre di uno strumento adatto a mitigare i rischi, compreso quello sistemico.

---

organizzative hanno sortito l'effetto di prevenire la stessa insorgenza della situazione di conflitto di interessi (...) e pertanto non ci sarebbe nulla da comunicare».

<sup>288</sup> Così R. LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, cit., 19.

<sup>289</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 133; S. SCOTTI CAMUZZI, *op. cit.*, 129, «quella di organizzare in compartimenti stagni (o separare con muragli cinesi) le varie attività di un operatore polifunzionale è misura atta – in teoria – ad evitare il conflitto di interessi, non a gestirlo quando vi sia»; A. ANTONUCCI, *op. cit.*, 20, che non accoglie l'attuale «privatizzazione dell'eterotutela» consegnata nelle mani dell'intermediario; D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, cit., 595, il quale sostiene che «l'organizzazione sarà uno solo degli elementi del giudizio complessivo di responsabilità».

In passato, i partecipanti al mercato dei derivati negoziati *Over The Counter* erano soliti definire di volta in volta, tramite uno specifico contratto *ad hoc*, le clausole contrattuali di ciascuna operazione, approvando sia i profili economici sia quelli non economici applicabili alla perfezionanda operazione. Una siffatta pratica negoziale implicava però un rilevante dispendio di tempo e di costi di transazione, dovuti alla rinegoziazione volta per volta delle singole statuizioni negoziali.

Di qui l'esigenza di uno schema generale così da limitare le negoziazioni successive alle sole clausole essenziali inerenti le specifiche operazioni. Non più dunque una reiterata negoziazione *ab origine* dei termini generali dell'accordo, soprattutto nell'ambito di reiterate operazioni tra le medesime parti contraddistinte da pattuizioni quasi del tutto identiche se non nei termini e nel corrispettivo.

È invalsa così la tendenza ad una vera e propria "standardizzazione" mediante l'utilizzo da parte di operatori e intermediari di modelli contrattuali uniformi. Contratti *standard*, che considerano e regolano dettagliatamente i compositi aspetti della fattispecie (modalità di conclusione delle singole operazioni, ipotesi di inadempimento, eventuale estinzione anticipata del contratto) per far fronte ad esigenze di medio-lungo periodo.

Si tratta di formulari contrattuali per operatività in derivati che usualmente consistono in contratti normativi, ossia, patti mediante i quali i contraenti disciplinano il regolamento da applicarsi nella futura ipotesi in cui scelgano liberamente di concludere negozi derivati. In altri termini, i contraenti perfezionano *una tantum* l'accordo normativo per poi stabilire successivamente gli elementi essenziali della singola operazione da perfezionare.

Ciò posto, a livello mondiale sono presenti plurimi schemi contrattuali finalizzati alla conclusione di operazioni in derivati. Tra tale moltitudine si

contraddistinguono per notorietà i contratti sviluppati dall'*International Swap and Derivatives Association* (ISDA), l'associazione che riunisce i principali operatori del mercato dei derivati a livello mondiale. Inizialmente la contrattualistica ISDA aveva ad oggetto principalmente la disciplina degli *swaps*, attualmente è utilizzata per la preponderanza delle operazioni in derivati concluse a livello mondiale<sup>290</sup>.

Anche qui non vi è alcuna imposizione giuridica nell'utilizzo della contrattualistica ISDA. È solo una ragionevole opportunità offerta per chi opera in derivati: è una modulistica completa e costantemente aggiornata con ricorrenza annuale.

Appare a questo punto opportuno esaminarne, seppure in via esemplificativa, la struttura e le principali caratteristiche.

Nella configurazione proposta dall'ISDA tre sono i documenti che regolano un contratto derivato: *a)* il *Master Agreement* (contratto quadro); *b)* le *Confirmations* (lettere di conferma); *c)* le *Definitions*.

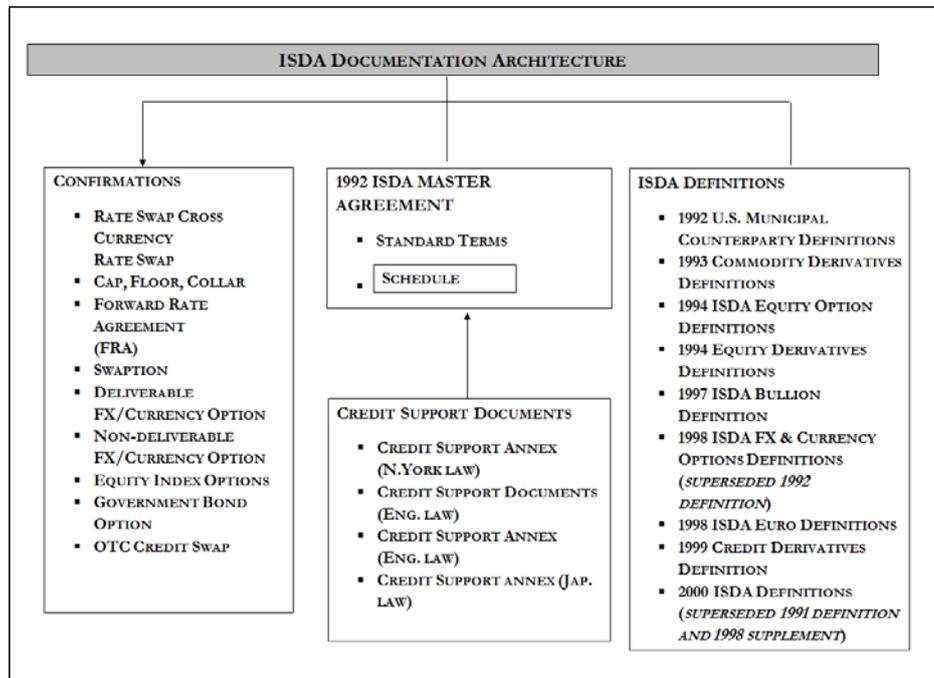
---

<sup>290</sup> L'ISDA fu appunto creata per gli *swaps* al fine di ridurre i tempi di negoziazione e le relative spese legali, uniformare la documentazione semplificando la contrattualistica, nonché fornire una guida relativa aspetti tecnici.

Già nella primavera del 1985, l'ISDA aveva pubblicato negli Stati Uniti il *Code of Standard Wording, Assumptions and Provisions for Swaps* (anche detto *Code*), una sorta di terminologia uniforme per le operazioni in *dollar rate swaps*, le più diffuse di allora. I vantaggi erano chiari: in precedenza, di fronte ad un nuovo meccanismo contrattuale, le parti rischiavano di non intendersi nella fase di negoziazione o anche di scontrarsi su questioni terminologiche (*battle of forms*) o di natura interpretativa.

La prima edizione del 1985, è stata poi sostituita con una più ampia e completa del 1986. È invece del 1987 il primo *master agreement* di *interest rate swap* (il c.d. *Rate Swap Master*) varato da un gruppo di esperti ISDA con sede a New York. Nello stesso anno, un altro gruppo ISDA di Londra elaborava il *Master Agreement* di *interest rate e currency swap* (il c.d. *Rate e Currency Swap Master*) nonché un nuovo *Code* di riferimento: le c.d. *Interest Rate and Currency Definitions*. Nel 1991 l'*ISDA Definitions* sostituiva il *Code* del 1987.

Nel 1992, si giunge a due *Master Agreements*: l'uno con propensione spiccatamente internazionale (il c.d. *Multicurrency Cross-Border*), l'altro per un maggiore uso domestico (il c.d. *Local Currency Master*). Entrambi con oggetto non più le sole operazioni di *swap*, bensì tutti i più importanti contratti derivati. Infine, nel 2002 è stato pubblicato l'*ISDA Master Agreement* destinato a sostituire il 1992 *ISDA Master Agreement (Multicurrency-Cross Border)* (Cfr. P. MESSINA, *I contratti bancari finanziari*, Torino, 2013, 261, nt. 29).



(<http://www.lawgazette.com.sg/>)

### 12.1. [segue] Il Master Agreement.

Il *Master Agreement* rappresenta il principale documento. Svolge la funzione di stabilire la disciplina regolante tutte le future operazioni che le parti decideranno di concludere.

In ogni caso la conclusione del *Master Agreement* non implica il perfezionamento di un contratto derivato; la sua funzione è infatti quella di regolamentare future transazioni in derivati ed i relativi contenuti negoziali, senza tuttavia obbligare le parti alla successiva stipula degli stessi.

È composto da un contenuto fisso, usualmente non oggetto di negoziazione, e da un contenuto variabile e personalizzabile, mediante il quale i contraenti si accordano in ordine all'operatività di determinate clausole piuttosto di altre. Detto contenuto variabile è incluso in

un'appendice, la c.d. *Schedule*, allegata all'*ISDA Master Agreement*, che ne forma parte integrante.

È quindi la *Schedule* il vero oggetto di negoziazione. Nella specie, essa è suddivisa in 5 sezioni: *Part 1 (Termination Provisions)*, *Part 2 (Tax Representations)*, *Part 3 (Agreement to deliver documents)*, *Part 4 (Miscellaneous)*, *Part 5 (Other provisions)*.

La *Part 1* comprende le cd. *Termination Provisions*<sup>291</sup> ossia i patti aventi ad oggetto gli eventi che determinano l'estinzione anticipata dei rapporti contrattuali in essere. In forza di essi, al verificarsi di determinati eventi incidenti sull'originario assetto di interessi (i c.d. *Termination Events* e/o *Events of Default*), la parte non inadempiente ha il diritto di risolvere (automaticamente<sup>292</sup> o previa diffida) sia il *Master Agreement*, sia tutte le operazioni ad esso sottese. Cosicché, mediante il calcolo e la consequenziale liquidazione di tutte le operazioni in essere mediante compensazione (*set-off*) delle perdite e dei guadagni in relazione a ciascuna operazione risolta (congiuntamente a qualsiasi altra somma a qualunque titolo dovuta), il contraente fedele determina l'importo netto da regolare, effettuando o ricevendo il pagamento del solo saldo netto<sup>293</sup>.

Tra i *Termination Events* si annoverano: il pregiudizio fiscale sopravvenuto (*Tax Event*), l'illegittimità sopravvenuta dei rapporti contrattuali (*Illegality*), il pregiudizio fiscale (*Tax Event Upon Merger*) e patrimoniale derivanti da un'operazione straordinaria (*Credit Event Upon Merger*).

Fra i più rilevanti *Events of Default* si segnalano, invece: gli inadempimenti contrattuali (*Breach of the Agreement*), gli eventi

---

<sup>291</sup> Artt. 5 e 6 del *Master Agreement*.

<sup>292</sup> Ad esempio mediante la clausola di *Automatic Early Termination*: clausola risolutiva espressa in forza della quale al verificarsi degli eventi ivi richiamati si produce l'automatica estinzione anticipata dei rapporti in essere tra le parti.

<sup>293</sup> Si tratta del c.d. *close out netting*, *supra* cap. II § 5.

pregiudizievoli rispetto alle garanzie prestate (*Credit Support Default*), l'omesso pagamento o mancata consegna di documentazione (*Failure to Pay or Deliver*), la decadenza dal beneficio del termine ovvero risoluzione di altri rapporti di natura finanziaria (*Cross Default*), la non veridicità delle dichiarazioni (*Misrepresentation*), le operazioni straordinarie pregiudizievoli (*Merger Without Assumption*); la soggezione a qualsiasi procedura concorsuale (*Bankruptcy*)<sup>294</sup>.

Posta tale distinzione, dalla prassi si rinviene come le principali *Termination Provisions* oggetto di negoziazione sono quelle relative ad eventi di *Cross Default*: pattuizione in forza della quale nel caso in cui sia dichiarata l'insolvenza per una obbligazione, lo stato di insolvenza viene esteso a tutti i rapporti in essere tra le parti, così determinando la risoluzione (*acceleration*) anticipata del *Master Agreement* e di tutte le *Transactions* in essere.

Si concede altresì ai contraenti la facoltà di indicare ulteriori eventi dai quali possa scaturire la risoluzione delle operazioni in derivati in essere (i c.d. *Additional Termination Event*).

La *Part 2 (Tax Representations)* comprende una sequela di dichiarazioni fiscali relative al domicilio, nonché l'eventuale applicazione di trattati internazionali finalizzati a limitare o evitare la doppia imposizione fiscale ovvero l'applicazione di una *withholding tax*<sup>295</sup>.

La *Part 3 (Agreement to deliver documents)* stabilisce i documenti che le parti dovranno scambiarsi per il perfezionamento del *Master Agreement* e di ciascuna *Confirmation*. Per ciò che concerne la documentazione aggiuntiva (*Other documents to be Delivered - Part 3 - b*), la prassi internazionale vi include solitamente lo scambio dei documenti attestanti i poteri di

---

<sup>294</sup> In ogni caso la sopravvenienza di un *Event of Default* o di un *Termination Event* potrebbe determinare l'estinzione anticipata dei rapporti contrattuali con modalità ed effetti diversi a seconda delle ipotesi (artt. 5 e 6 dell'*ISDA Master Agreement*).

<sup>295</sup> Ritenuta alla fonte.

rappresentanza del firmatario (ad es. la delibera del Consiglio di Amministrazione conferente il potere di firma e/o un documento contenente uno *specimen* di firma – c.d. *incumbency certificate*). In questa sezione, spesso, è altresì richiesta la consegna di una *legal opinion* di uno studio legale (solitamente indipendente), che esamini approfonditamente i profili giuridici del regolamento contrattuale posto in essere.

La *Part 4 - (Miscellaneous)* prevede tutte le pattuizioni aventi ad oggetto le modalità operative ed esecutive dei rapporti contrattuali scaturenti dall'*ISDA Master Agreement* e dalle singole *Confirmations*. In particolare essa ha ad oggetto i recapiti delle parti comprese le loro eventuali filiali, la definizione dei *process agent*, l'indicazione di eventuali *Credit Support* (ad. es. garanzie), la previsione della legge applicabile e del foro competente. La previsione *standard* dell'*ISDA* individua quale legge applicabile la legge inglese o, in alternativa, la legge dello Stato di New York e quale foro competente quello inglese, ovvero, dello Stato di New York<sup>296</sup>.

La *Part 5 (Other provisions)*, l'ultima, racchiude le previsioni specificamente concordate dalle parti per integrare l'intero apparato documentale dell'*ISDA Master Agreement* alle proprie necessità operative.

## 12.2. [segue] Le *Confirmations*.

La conclusione di ciascun contratto derivato ai sensi del *Master Agreement* è dunque rappresentata dalla cosiddetta *Confirmation*, ossia un documento contenente i termini e le condizioni della singola operazione come ad esempio: il nozionale di riferimento ed il suo ammontare, le divise, la

---

<sup>296</sup> Il recepimento in Italia del *close-out netting* è avvenuto mediante il d.lgs. n. 170/2004 (modificato con il d.lgs. n. 48/2011) che ha recepito la c.d. *Collateral Directive* (Direttiva n. 2002/47/CE). Nella specie l'art. 7 prevede espressamente che la clausola di *close-out netting* «è valida ed ha effetto in conformità di quanto dalla stessa previsto, anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione nei confronti di una delle parti».

definizione di giorno lavorativo, il termine di scadenza, i tassi di interesse, la *trade date*, lo *strike price*. In altri termini, la *Confirmation* consiste in un'elencazione di elementi contrattuali, perlopiù economici, pertinenti ad ogni singola operazione conclusa<sup>297</sup>.

Nel *Master Agreement* non vi è pertanto alcun riferimento al contenuto della *Confirmation*, in quanto, al momento della sua sottoscrizione, le parti ancora tendenzialmente non sanno se stipuleranno operazioni in derivati, ed eventualmente, per quale importo, con quali scadenze, *etc.*

### 12.3. [segue] *Le Definitions.*

Le *Definitions* svolgono una funzione prettamente interpretativa. Contenute in un documento separato, illustrano e definiscono i termini tecnici del *Master Agreement* e della *Confirmation*. Relativamente a ciò, nel 2003, l'ISDA ha pubblicato le *Credit Derivatives Definitions* comprendenti le definizioni dei termini contrattuali ordinariamente impiegati dagli operatori riguardo ai contratti derivati di credito.

### 13. *Il regolamento EMIR.*

Già precedentemente vi è stata occasione di rimarcare l'alto grado di opacità dei derivati negoziati al di fuori dei mercati regolamentati (OTC)<sup>298</sup>: solo le parti direttamente coinvolte sono a conoscenza delle rispettive

---

<sup>297</sup> A tal proposito, si osserva come il punto 3 della Sezione 1 *User's Guide to the 1992 ISDA Agreement*, specifica come le *Confirmations* hanno la mera funzione di fissare i termini e le condizioni delle singole transazioni concluse.

<sup>298</sup> *Supra* cap. II, § 6.

esposizioni sicché risulta arduo, se non impossibile, determinare e quantificare l'entità dei rischi connessi all'operazione considerata<sup>299</sup>.

Per arginare tale fenomeno, mediante regolamento 4 luglio 2012, n. 468 c.d. EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), il legislatore europeo ha delineato una cornice normativa protesa ad attenuare tali rischi e migliorare la trasparenza dei contratti derivati.

Al detto regolamento, per la sua attuazione, ha fatto seguito un sistema normativo multilivello altamente tecnico e dettagliato, funzionale ad evitare il *gold plating*. Il risultato finale è riconponibile attorno i seguenti provvedimenti: 1) il richiamato regolamento EMIR «sugli strumenti finanziari derivati, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni», la cui entrata in vigore è avvenuta il 17 agosto 2012; 2) i tre regolamenti di esecuzione, nn. 1247, 1248 e 1249, pubblicati in G.U.C.E. il 21 dicembre 2012; 3) i sei *Regulatory Technical Standards* predisposti dall'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), EBA (*European Banking Authority*) o congiuntamente da ESMA, EBA ed EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*), in attuazione degli obblighi nascenti dal regolamento EMIR, e adottati dalla Commissione europea come regolamenti delegati di esecuzione, nella specie, i nn. 148/2013, 149/2013, 150/2013, 151/2013, 152/2013 e 153/2013, pubblicati il 23 febbraio 2013 ed entrati in vigore il 13 marzo 2013<sup>300</sup>.

Nonostante le conseguenze scaturenti dalla violazione della normativa *de qua* si apprezzino maggiormente sul versante delle sanzioni

---

<sup>299</sup> A. PERRONE, *I contratti derivati «over the counter»*, in *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati, società*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 284 s.

<sup>300</sup> Di supporto alla tecnicismo ed alla complessità della regolamentazione EMIR, l'ESMA pubblica regolarmente sul proprio sito - [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu) - le c.d. *Q&A* (*Questions and Answers*); a sua volta la Commissione sul suo sito - [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu) - pubblica le *Frequently Asked Questions*.

amministrative<sup>301</sup>, una breve illustrazione dei caratteri salienti della regolamentazione EMIR risulterà tuttavia opportuna per una migliore comprensione della dinamica sottesa alle negoziazioni in derivati OTC.

Ebbene la delineata regolamentazione abbraccia tre specifici temi: 1) la compensazione obbligatoria presso le controparti centrali [c.d. *Central Counterparties* (CCPs)] di determinate categorie di strumenti finanziari derivati OTC, contrattati da intermediari finanziari o da controparti non finanziarie qualificate in relazione all'ammontare delle transazioni in derivati (art. 10, Reg. n. 648/2012); 2) l'obbligo di compensazione bilaterale del rischio derivante da derivati non assoggettabili a compensazione obbligatoria (art. 11, Reg. n. 648/2012); 3) l'obbligatoria segnalazione a repertori di dati sulle negoziazioni [c.d. *Trade Repositories* (TRs)] di tutte le informazioni inerenti le negoziazioni in derivati OTC<sup>302</sup>.

Ciò posto, per gli strumenti finanziari derivati OTC che superino determinate soglie, la nuova disciplina stabilisce l'obbligo di compensazione (*clearing*), presso controparti centrali (c.d. *Central Counterparties* - CCPs) autorizzate in tal senso dalle competenti autorità europee. Al riguardo, si intende con il termine compensazione la procedura finalizzata «a determinare le posizioni, tra cui il calcolo delle obbligazioni nette, e ad assicurare la disponibilità degli strumenti finanziari o del contante, o di entrambi, per coprire le esposizioni risultanti dalle posizioni» (art. 2, comma 1°, n. 3, Reg. n. 648/2012).

La definizione della controparte centrale è invece contenuta nell'art. 2, comma 1°, n. 1, Reg. n. 648/2012, in virtù del quale la CCP è un ente dotato di personalità giuridica che si interpone tra le controparti di contratti negoziati

---

<sup>301</sup> Art. 193-*quater* T.U.F.

<sup>302</sup> Per questi ultimi due temi vd. P. LUCANTONI, *Osservatorio l'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati OTC*, cit., 642 ss.

su uno o più mercati finanziari, agendo come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti di ciascun acquirente.

La normativa EMIR stabilisce inoltre i requisiti soggettivi e le regole di condotta che le CCPs dovranno rispettare per essere autorizzati, quali controparti centrali, nella prestazione della detta attività di compensazione. A ciò si aggiungono i regolamenti delegati che stabiliscono precisi requisiti di governo, societario organizzativi e prudenziali che le CCPs avranno l'onere di rispettare al cospetto delle autorità nazionali competenti all'emanazione dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività di compensazione. Nello specifico si evidenziano: il Reg. delegato n. 153, del 23 febbraio 2013, concernente le norme operative di regolamentazione necessarie alla costituzione, gestione e corretto funzionamento delle CCPs; il Reg. delegato n. 152, del 23 febbraio 2013, il quale disciplina le norme tecniche di regolamentazione relative ai requisiti patrimoniali delle controparti centrali.

### *13.1. La compensazione con le controparti centrali: i requisiti soggettivi.*

Non tutte le operazioni in derivati OTC sono soggette al delineato meccanismo di compensazione obbligatoria. Affinché possa applicarsi la disciplina *de qua* il regolamento EMIR indica determinati requisiti soggettivi ed oggettivi di applicazione.

Riguardo il profilo soggettivo, ai sensi dell'art. 4, reg. EMIR, sono assoggettate alla compensazione obbligatoria le controparti finanziarie e le controparti non finanziarie, qualificate in ragione del superamento della soglia di compensazione e del c.d. *hedging test*.

Le controparti finanziarie risultano dall'elenco di cui al co. 1, n. 8), art. 2, Reg. 648/2012 cit. In aderenza al *considerando* 25 del Reg. n. 648/2012, si considerano controparti finanziarie le imprese di investimento, gli enti

creditizi, le compagnie di assicurazione e di riassicurazione, gli OICVM<sup>303</sup>, gli enti pensionistici e i fondi di investimento alternativi gestiti da gestori di fondi di investimento alternativi.

Nella categoria “controparte non finanziaria” sono invece ricomprese in negativo, dal successivo n. 9), co. 1, art. 2, Reg. n. 648/2012, tutte quelle imprese stabilite nell’Unione Europea diverse dagli enti di cui ai punti 1) e 8) del medesimo art. 2. Perciò tutte le imprese diverse dalle controparti finanziarie, dalle CCPs, dai TRs<sup>304</sup> e dalle società di gestione di sedi di negoziazione.

Posta la definita categoria, affinché le controparti non finanziarie risultino assoggettate all’obbligo di compensazione *de quo* risulta necessario il soddisfacimento di due ulteriori requisiti, uno quantitativo l’altro qualitativo. Il primo consiste nel superamento di una determinata soglia di compensazione misurata in base al valore nozionale delle posizioni in derivati OTC. Il secondo, invece, riguarda, in negativo, l’esclusione dal precedente computo gli strumenti finanziari derivati con finalità di copertura dei rischi (c.d. *hedging test*).

Sul versante quantitativo, a sua volta l’art. 11 Reg. delegato n. 149/2013 stabilisce i valori delle soglie di compensazione distinguendo in base alla tipologia dei derivati considerati<sup>305</sup>. Dal superamento di tali soglie scaturisce l’obbligo gravante sulla controparte non finanziaria di compensare tutti i derivati conclusi. In aggiunta, mediante i documenti conosciuti con

---

<sup>303</sup> Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, ossia, i Fondi comuni di investimento mobiliare aperti, italiani ed esteri, e le società di investimento a capitale variabile (SICAV).

<sup>304</sup> *Trade Repositories*: repertori di dati sulle negoziazioni.

<sup>305</sup> L’obbligo di compensazione scatta così al superamento della soglia di: a) 1 miliardo di euro in valore nozionale lordo per i contratti derivati OTC su crediti; b) 1 miliardo di euro in valore nozionale lordo per i contratti derivati OTC su azioni; c) 3 miliardi di euro in valore nozionale lordo per i contratti derivati OTC su tassi di interesse; d) 3 miliardi di euro in valore nozionale lordo per i contratti derivati OTC su tassi di cambio; e) 3 miliardi di euro in valore nozionale lordo per i contratti derivati OTC su materie prime e per altri derivati OTC non contemplati alle lettere da a) a d).

l'espressione *Q&A*, l'ESMA<sup>306</sup> ha integrato la disciplina in argomento specificando i complessi sistemi sottesi al calcolo delle suddette soglie<sup>307</sup>.

A tal proposito mediante la *OTC answer 3*, articolata in lettere dalla a) alla e), l'ESMA sottolinea in primo luogo la necessità di calcolare le rispettive posizioni in valute differenti dall'euro utilizzando un cambio aggiornato [*OTC A. 3*, lett. (a)]; per giunta, alla lett. e), esplicita che la controparte finanziaria abbia l'obbligo di considerare le posizioni nette risultanti dal *netting*<sup>308</sup> per controparte e per contratti e sommando il valore assoluto delle posizioni così ottenute; nel conteggio della detta soglia dovranno altresì computarsi i contratti compensati su base volontaria [*OTC A. 3*, lett. (b. 2)].

Giungendo al requisito qualitativo, come accennato, dovrà scomputarsi dal calcolo della soglia di compensazione il valore nozionale dei contratti derivati aventi finalità di copertura<sup>309</sup>. Finalità di copertura (*hedging*) individuata nella capacità di «ridurre i rischi direttamente legati all'attività commerciale o di finanziamento di tesoreria della controparte non finanziaria», che l'art. 10, Reg. n. 149/2013 riscontra in via oggettiva ogniqualevolta il derivato soddisfi il c.d. *hedging test*. Nella specie, il derivato dovrà soddisfare di per sé o in combinazione con altri, direttamente o tramite strumenti strettamente correlati, uno dei seguenti criteri: a) coprire i rischi derivanti dalla potenziale variazione del valore di attività, servizi, fattori di produzione, prodotti, materie prime o passività che, nel corso normale dell'attività, la controparte non finanziaria o il suo gruppo possiede, produce, fabbrica, trasforma, fornisce, acquista, commercializza, vende o noleggia o

<sup>306</sup> *European Securities and Markets Authority*.

<sup>307</sup> Cfr. [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1959\\_qa\\_on\\_emir\\_implementation.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1959_qa_on_emir_implementation.pdf)

<sup>308</sup> Per *netting* di contratti e di controparte deve intendersi l'operazione di compensazione totale o parziale di contratti omogenei in considerazione di tipologia di derivato, sottostante e scadenza, con la sola eccezione della posizione assunta e del valore nozionale della controparte.

<sup>309</sup> *Supra* cap. I § 6.

assume o di cui *prevede ragionevolmente* il possesso, la produzione, fabbricazione, trasformazione, fornitura, acquisto, commercializzazione, noleggio, vendita o assunzione; *b)* coprire i rischi derivanti dal *potenziale impatto indiretto* sul valore delle attività, servizi, fattori di produzione, prodotti, materie prime o passività, di cui alla lettera a), dovuto alla fluttuazione di tassi di interesse, tassi di inflazione, tassi di cambio o rischio di credito; *c)* il contratto costituisce un contratto di copertura in conformità agli *International Financial Reporting Standards (IFRS)*.

Ciò posto, parte della dottrina osserva come il delineato sistema, nella sostanza, presenti più di un *vulnus* applicativo<sup>310</sup>.

I riportati dati sottesi alla verifica delle finalità di copertura del derivato, considerati dalla disciplina *de qua* come “oggettivi”, in realtà, sembrerebbero retti da giudizi ampiamente discrezionali in quanto fondati su proiezioni fornite dalla controparte non finanziaria, senza contraddittorio alcuno con le autorità di vigilanza. Di qui un serio rischio che il congegnato sistema di compensazione centrale venga di fatto vanificato.

A ciò si aggiunge che, fermo l’obbligo di notifica in caso di superamento della soglia [art. 10, comma 1°, lett. a), Reg. n. 648/2012], la controparte non finanziaria diviene obbligata alla compensazione per i contratti futuri solamente nell’ipotesi in cui il superamento di soglia si registri sul valore medio del portafoglio per un periodo di 30 giorni lavorativi per una delle categorie di contratti considerata [art. 10, comma 1°, lett. b), Reg. n. 648/2012]. Obbligo di compensazione che, poi, è cogente per i contratti perfezionati entro i soli successivi quattro mesi dalla data di emersione del suddetto obbligo [art. 10, comma 1°, lett. c), Reg. n. 648/2012]<sup>311</sup>. La

---

<sup>310</sup> Cfr. P. LUCANTONI, *Osservatorio l’organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati OTC*, cit., 646 s.

<sup>311</sup> L’obbligo di verifica dell’avvenuto superamento della soglia è applicabile dal 15 marzo 2013, data di entrata in vigore dei regolamenti delegati.

controparte non finanziaria ha inoltre diritto a vedersi cessare l'obbligo di compensazione qualora dimostri un eventuale successivo rientro nella soglia (art. 10, comma 2°).

Sono in più esentate dall'obbligo di compensazione le operazioni infragruppo<sup>312</sup> (art. 4, par. 2, Reg. n. 648/2012). La *ratio* è chiara: evitare che l'obbligo di compensazione dissuada le controparti a compiere transazioni finalizzate ad un'efficiente gestione di gruppo del rischio e/o della liquidità.

Le operazioni esentate sono in ogni caso assoggettate agli obblighi di segnalazione e di mitigazione del rischio previsti dall'*EMIR*.

In conclusione, in relazione ai soli profili soggettivi, l'obbligo di compensazione vige (*ex art. 4, comma 1° Reg. n. 648/2012*) per i contratti conclusi tra: 1) tra due parti finanziarie; 2) tra una controparte finanziaria e una controparte non finanziaria la cui media mobile a trenta giorni lavorativi delle sue posizioni superi la soglia; 3) tra due controparti non finanziarie la cui media mobile a trenta giorni lavorativi delle posizioni è superiore alla soglia; 4) tra una controparte finanziaria o una controparte non finanziaria, la cui media mobile a trenta giorni lavorativi delle posizioni superi la soglia, ed una controparte stabilita in un paese terzo che però sarebbe sottoposto all'obbligo di compensazione se fosse stabilito nell'Unione; 5) tra due contraenti stabiliti in Stati terzi che sarebbero sottoposti all'obbligo di compensazione se fossero stabiliti nell'Unione, a condizione che il contratto espliciti la sua efficacia diretta, rilevante e prevedibile nell'Unione, ovvero qualora l'obbligo *de quo* risultasse necessario per evitare l'elusione della regolamentazione EMIR.

---

<sup>312</sup> Definite dall'art. 3, Reg. n. 648/2012.

*13.2. [segue] i requisiti oggettivi: le categorie di derivati soggette a compensazione obbligatoria.*

Posti i requisiti soggettivi, la disciplina EMIR provvede altresì ad individuare le categorie di derivati assoggettabili al su illustrato obbligo di compensazione. Come del resto confermato dal *considerando* 15 del Reg. n. 648/2012, non tutti i contratti derivati OTC sono assoggettabili all'obbligo di compensazione mediante le CCPs.

Si tratta di un regolamentazione multilivello percettibilmente complessa: la normativa primaria individua i soli criteri generali, i *Technical standards* elaborati dall'ESMA orientano poi la Commissione nel decidere: l'inclusione di una categoria di derivati OTC nell'obbligo di compensazione; il *dies a quo*; l'eventuale graduale inclusione; la durata residua minima dei contratti stipulati o novati prima della data di decorrenza dell'obbligo di compensazione.

Nella specie, i *considerando* 16 e 17 del Reg. EMIR stabiliscono i criteri che l'ESMA deve osservare nell'individuare le categorie da includere nell'obbligo di compensazione.

Orbene su un versante, l'Autorità europea dovrebbe tener conto «delle caratteristiche specifiche dei contratti derivati OTC conclusi con emittenti di obbligazioni garantite o con gruppi di copertura per le obbligazioni garantite». Sull'altro «dovrebbe inoltre tener debito conto di altre pertinenti considerazioni – soprattutto dell'interconnessione fra le controparti che fanno uso delle categorie di contratti derivati OTC in questione e dell'impatto sui livelli di rischio di credito di controparte – e promuovere pari condizioni di concorrenza nel mercato interno conformemente all'articolo 1, paragrafo 5, lettera d), del regolamento (UE) n. 1095/2010».

Ad ogni modo l'EMIR non provvede alla puntuale indicazione delle categorie di derivati soggette a compensazione. Il legislatore europeo si limita ad indicare una duplice differente metodologia.

Secondo la prima (c.d. *bottom-up*) si attribuisce alle controparti centrali il compito di individuare le categorie di derivati OTC che abbiano quelle adeguate caratteristiche di standardizzazione e di liquidità del mercato, tali da renderle idonee alla compensazione centrale. Specificatamente le CCPs presentano all'Autorità nazionale competente (CNA) la richiesta di autorizzazione ad effettuare il *clearing* di una determinata tipologia di derivati. La CNA, a sua volta, trasmette la sua decisione all'ESMA la quale, compiuta una consultazione pubblica ed assunto il parere dell'ESRB (*European Systemic Risk Board*), esercita la potestà di confermare o meno tale scelta ed armonizzarla a livello europeo (art. 5, co. 2°, Reg. n. 648/2012). La normativa prevede inoltre un sistema di graduazione temporale dell'entrata in vigore delle norme (c.d. *phase-in*).

Mediante la seconda (c.d. *top-down*), invece, è l'Autorità centrale europea che individua la categoria di derivati oggetto di compensazione centrale. Di sua iniziativa, dopo consultazione pubblica e dopo aver consultato l'ESRB, l'ESMA notifica alla Commissione le nuove categorie di derivati che dovrebbero essere soggette all'obbligo di compensazione.

Nonostante l'ampiezza di tale potere discrezionale, il legislatore europeo determina alcune criteri base che l'ESMA dovrà osservare nell'individuazione delle categorie di derivati compensabili, quali: *a)* il grado di standardizzazione dei termini contrattuali e dei processi operativi della categoria di derivati OTC interessata; *b)* il volume e la liquidità della categoria di derivati OTC interessata; *c)* la disponibilità di informazioni eque,

affidabili e generalmente accettate per la determinazione dei prezzi della categoria di derivati OTC interessata (par. 4, art 5, Reg. n. 648/2012)<sup>313</sup>.

*14. I derivati OTC non soggetti a compensazione centrale e la segnalazione ai repertori di dati sulle negoziazioni.*

Posta l'incessante formazione di nuovi derivati OTC (talvolta estremamente illiquidi), l'illustrata disciplina EMIR giustamente ha realizzato un sistema obbligatorio di compensazione con controparti centrali rivolto ai soli determinati derivati OTC aventi adeguati profili di standardizzazione.

Posta tale scelta, il legislatore europeo ha tuttavia previsto una ulteriore regolamentazione per quei derivati OTC i quali, ancorché non assoggettabili a compensazione con controparti centrali, sono tuttavia idonei ad una compensazione di tipo bilaterale.

Una disciplina, quest'ultima, protesa perciò ad attenuare il rischio di credito di controparte, in quanto i partecipanti dovrebbero seguire procedure di gestione dei rischi improntate ad scambio tempestivo e accurato di garanzie adeguatamente segregate (*considerando* 24 Reg. n. 648/2012).

Anche qui l'ESMA si occupa di predisporre la regolamentazione tecnica finalizzata ad un corretto e preciso scambio di garanzie per la gestione dei rischi connessi alle operazioni non compensate. Il tutto tenendo conto delle analisi sui rischi di controparte e sistemici (art. 11, Reg. n. 648/2012).

---

<sup>313</sup> L'art 7, Reg. delegato n. 149/2013, specifica ulteriormente gli elementi che concorrono a individuare i requisiti concernenti la standardizzazione, e impone all'ESMA la valutazione: a) se i termini contrattuali della categoria di contratti derivati OTC interessata includono una documentazione giuridica comune, compresi accordi-quadro di compensazione, definizioni e termini e conferme standardizzati, che stabilisce specifiche contrattuali di uso comune tra le parti; b) se i processi operativi della categoria di contratti derivati OTC interessata subiscono un trattamento automatizzato nella fase post-negoziazione e sono esposti agli eventi del ciclo di vita secondo modalità comuni e in base a un calendario ampiamente concordato dalle parti.

La complessa normativa tecnica può riassumersi in due gruppi di norme. Il primo, avente efficacia su tutte le controparti, finanziarie e non finanziarie, stabilisce i seguenti obblighi: 1) conferma tempestiva delle condizioni del contratto; 2) riconciliazione del portafoglio; 3) compressione del portafoglio; 4) risoluzione delle controversie. Il secondo, invece, riferito alle sole controparti finanziarie e alle controparti non finanziarie qualificate, esplica le tecniche di valutazione del *mark to market* dei contratti e di scambio delle garanzie<sup>314</sup>.

A completamento del rappresentato quadro normativo, per una più ampia trasparenza possibile, si collocano le norme che estendono a tutte le tipologie di derivati OTC gli obblighi di completa trasmissione delle informazioni concernenti le operazioni compiute a qualificati enti denominati «repertori di dati sulle negoziazioni» [c.d. *Trade Repositories* (TRs)]. Enti aventi compiti di raccordo con le rispettive autorità di vigilanza<sup>315</sup>.

---

<sup>314</sup> Cfr. P. LUCANTONI, *Osservatorio l'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati OTC*, cit., 648 ss.

<sup>315</sup> *Op. ult. cit.*, 458.

## CAPITOLO IV

### GLI ELEMENTI ESSENZIALI DEL CONTRATTO DERIVATO

#### 1. *Premessa*

Posta l'importante varietà tipologica dei contratti finanziari derivati, una loro lettura unitaria mediante il prisma degli elementi essenziali<sup>316</sup> del contratto civilistico potrebbe risultare da principio un'operazione particolarmente complessa. Ciononostante appare possibile procedere all'individuazione di alcuni elementi centrali i quali, ancorché non esaustivi, consentono comunque di precisarne le principali caratteristiche.

#### 2. *L'accordo.*

Per nota disposizione codicistica il contratto consiste nell'accordo di due o più parti per costituire, regolare o estinguere tra loro un rapporto giuridico patrimoniale.

In rapporto a tale primo elemento essenziale, è particolarmente significativo l'usuale contesto di emissione in cui si manifesta il consenso perfezionativo del contratto finanziario derivato. Si osserva invero come il derivato sia usualmente concluso mediante l'attività di un intermediario finanziario nell'ambito della prestazione di servizi di investimento forniti da quest'ultimo.

Da ciò l'importante legame tra “servizi di investimento” e “strumenti finanziari” – di cui i derivati costituiscono una *subspecies*<sup>317</sup> – dal quale

---

<sup>316</sup> In tema vd. G. SPOTO, *Gli elementi essenziali del negozio giuridico*, in *Manuale di diritto civile*, a cura di F. Caringella e L. Buffoni, Roma 2009, 179 ss.

<sup>317</sup> *Supra* cap. III, § 2.1

consegue una specifica disciplina dei secondi allorquando siano appunto conclusi in costanza della prestazione di servizi di investimento ad opera di soggetti abilitati<sup>318</sup>.

Il singolo negozio si inserisce infatti in un particolare contesto soggettivo costituito da un'attività professionale – ordinariamente di impresa – che ne determina un mutamento qualitativo (in ragione della tipologia del cliente<sup>319</sup>) tale da giustificare un differente trattamento normativo rispetto ad altri negozi che apparentemente abbiano gli stessi elementi strutturali<sup>320</sup>. Ciò si deve ad un interesse generale orientato ad una disciplina speciale per ragioni sistemiche (stabilità) ed equitative (tutela): nella prospettiva scelta si approfondirà la seconda.

Una conferma in tal senso si trae dall'assenza di alcun intrinseco valore d'uso del derivato, il quale non è idoneo alla immediata soddisfazione di un bisogno della “vita reale”. Il suo sarebbe un mero valore di scambio. Di qui la necessità di una disciplina speciale del rapporto che venga incontro alle esigenze dell'investitore e del mercato, nella sua dimensione macroeconomica (art. 21, co. 1, lett. a, T.U.F.), per la gestione del rischio specifico connesso alla “finanziarietà” del contratto derivato<sup>321</sup>.

---

<sup>318</sup> Cfr. G. ALPA, *sub art. 23*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, diretto da G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, 256 ss.

<sup>319</sup> Di cui si dirà tra poco.

<sup>320</sup> Cfr., P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1969 (rist. 2001), 205; T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa*, Milano, 1962, 157; B. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, 47 e 112; A. DALMARTELO, *I contratti delle imprese commerciali*, Padova, 1954; G. OPPO, *Note sulla contrattazione d'impresa*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 1995, 629; G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *ED* (V Aggiornamento), Milano, 2001, 747; A. SCOTTI, *Obblighi di buona fede e correttezza dell'intermediario finanziario nei rapporti con la clientela professionale*, in *Corr. giur.*, 2013, 1105; G. TERRANOVA, *I principi e il diritto commerciale*, in questa *Riv. Dir. Comm.*, I, 2015, 208.

<sup>321</sup> P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 1998, 193; R. COSTI e L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, VIII, 2004, 45-46; E. GABRIELLI e R. LENER, *Mercati strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, I, 2011, 28.

Del resto il negozio, come rapporto, intercede tra soggetti i quali, anche se a rigore non considerati tra gli elementi essenziali (1325 c.c.), sono in ogni caso i termini imprescindibili mediante cui il negozio si forma. Risultano perciò logicamente necessari per l'esistenza stessa del contratto<sup>322</sup> e, come tali, su di esso possono influire nei termini di cui di seguito.

Ora, rimarcata in generale l'importanza dei soggetti, la disciplina speciale si giustifica anche e soprattutto per i problemi insiti nell'affidamento (inevitabile e necessario) che, in ragione del servizio reso, una particolare categoria di investitori ripone nella prestazione professionale dell'intermediario<sup>323</sup>.

In proposito, come illustrato<sup>324</sup>, la scelta del legislatore è stata orientata all'attenzione della dinamica dei rapporti (e dei potenziali conflitti) in relazione ai servizi resi, nonché alla protezione dell'investitore rispetto alle possibili conseguenze derivanti dal *deficit* conoscitivo parametrato alla sua classe<sup>325</sup> di appartenenza<sup>326</sup>.

---

<sup>322</sup> Cfr. F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1983, 129 s.

<sup>323</sup> Cfr., in tal senso, Comunicazione Consob N. 0097996/14, del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*, la quale recepisce le due *opinions* dell'ESMA relative alle regole di condotta degli intermediari nelle fasi di strutturazione e distribuzione di prodotti complessi alla clientela *retail* (*opinion* del 7 febbraio 2014, e *opinion* del 27 marzo 2014).

La recente crisi dei mercati finanziari ha inoltre determinato una sempre più crescente attenzione del legislatore alle esigenze di protezione dell'investitore. Tutto ciò trova il suo culmine nella recente Direttiva 2014/65/UE, c.d. MiFID II. Cfr. A. BROZZETTI, *La negoziazione dei prodotti illiquidi*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, 305; F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca e Borsa*, 2008, I, 20; N. MOLONEY, *EU Securities and financial markets regulation*, Oxford, 2014, 320 ss.

Sulla regole di condotta degli intermediari cfr. anche R. COSTI e L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, cit., 9; M. BARCELLONA, *L'interventismo europeo e la sovranità del mercato: la disciplina del contratto e i diritti fondamentali*, in *Eur. dir. priv.*, 2011, 343. In relazione alla "naturale" pericolosità dell'attività degli intermediari finanziari, cfr. V. SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1994, II, 1990, 167 ss.; G. DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005, 709 ss.; D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, cit., 2009, 67 ss.

<sup>324</sup> *Supra* cap. III, § 4.

<sup>325</sup> *Supra* cap. III, § 6.

Muovendo dall'investitore qualificato sino a quello *retail*, l'esigenza di protezione appare spostarsi dalla mera informazione anticipata alla formazione di un rapporto di affidamento nell'assistenza e cooperazione tra l'investitore e l'intermediario. Un *climax* ascendente di tutela, che approda al suo ultimo stadio rappresentato dalla figura dell'investitore al dettaglio nell'ambito dell'attività della prestazione di servizi di consulenza e di gestione del portafogli<sup>327</sup>.

È in ragione del delineato contesto che si dovranno pertanto leggere gli artt. 21 e 23 T.U.F. i quali, coordinati con i principi *ex art. 5 T.U.F.*, plasmano la condotta dell'intermediario alla cura esclusiva dell'interesse dei clienti. Cura, questa, necessaria a prevenire il pericolo di comportamenti potenzialmente non virtuosi, governati da opacità ed opportunismo, nonché "colorati" da conflitti di interessi.

D'altronde vi è da osservare che per la materia in argomento il T.U.F. non prevede un complesso di regole esaustivo. Esso si focalizza bensì solo su taluni aspetti problematici della fattispecie, tutti convergenti verso una visione virtuosa del tipo di rapporto intermediario-cliente.

L'art. 23 T.U.F. conferma tale impostazione: nonostante sia rubricato «contratti», contiene solo alcune regole del contratto *de quo* non sufficienti a costituire una disciplina analitica di un autonomo rapporto contrattuale<sup>328</sup>. In specie l'art. 23 cit. si occupa di: 1) imporre requisiti di forma; 2) sanzionare

---

<sup>326</sup> Cfr., documento ESMA/2012/387 del 25.6.2012, in tema di «orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza nella Direttiva MiFID». Cfr. recentemente Comunicazione Consob del 22 dicembre 2014 n. 0097996/14, dove si individuano particolari e complesse tipologie di prodotti finanziari, che non sarebbero «normalmente adatte alla clientela al dettaglio». In tal senso cfr. anche i *considerando* 71 e 104 nei quali si sottolinea l'importanza del mercato di riferimento, ossia «i clienti destinatari» dei diversi prodotti.

<sup>327</sup> Cfr. A. JANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, 73 ss.; R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1119; F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Notari e M.R. Maugeri, I, Bologna, 2012, 69 ss.

<sup>328</sup> A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2, 2016, 355.

con nullità di protezione<sup>329</sup> la violazione della forma prescritta e il rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo ed ogni altro onere a carico del cliente; 3) nei giudizi risarcitori, gravare l'intermediario dell'onere di provare di aver agito con la specifica diligenza all'uopo necessaria; 4) esplicitare l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. agli strumenti finanziari derivati negoziati «nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento».

Si tratta evidentemente di una disciplina incompleta la quale necessita, secondo logica, di un costante legame dialettico con il diritto civilistico delle obbligazioni e dei contratti. È su tale versante che si richiede lo sforzo dell'interprete il quale dovrà operare, in un campo peraltro non sempre agevole, individuando le regole ed i principi in termini di specificazione, integrazione ovvero deroga<sup>330</sup> della disciplina generale.

Ma procediamo con ordine.

In primo luogo è necessario rimarcare che la legislazione speciale sull'intermediazione finanziaria si occupa molto di regole di condotta a carico dell'intermediario e poco del regolamento negoziale del singolo strumento finanziario negoziato.

Nonostante la disciplina *de qua* si focalizzi pertanto su peculiari regole di condotta gravanti sull'intermediario, esse, inevitabilmente, si riverberano

---

<sup>329</sup> A. TUCCI, *Servizi di investimento e nullità del contratto*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, Di Cataldo, F. Guerrera e A. Sciarrone Alibrandi, Torino, III, 2014, 2447. Sul tema della nullità di protezione, cfr. E. BATTELLI, *Dall'inefficacia alla nullità di protezione*, in *Codice del Consumatore. Guida pratica alla nuova normativa*, a cura di E. Battelli e E.M. Tripodi, Milanofiori, Assago, 2006, 120 ss.; ID., *Nullità (di protezione) e controlli*, in *Codice del consumatore*, a cura di E. Battelli e E.M. Tripodi, Milano, 2006, 125 ss.; A. GENTILI, *La «nullità di protezione»*, in *Eur. Dir. Priv.*, 1, 2011, 77 ss.; G. SPOTO, *Rilievo d'ufficio della nullità, clausole ed eterointegrazione del contratto nella giurisprudenza nazionale e della Corte di Giustizia*, in *Eur. Dir. priv.*, 1, 2016, 249 ss.

<sup>330</sup> A. TUCCI, *Tipicità dei contratti di investimento e disciplina codicistica*, in *I contratti del risparmio*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, 109 ss.

mediatamente sui contenuti<sup>331</sup> rispetto ai quali si forma l'accordo sul singolo contratto di investimento e, dunque, sul singolo strumento finanziario derivato. Invero, siccome le regole di comportamento in questione hanno «*ad oggetto la condotta precedente, contestuale, successiva alla conclusione*» del contratto, allora «*la disciplina diviene, innanzi tutto, una disciplina del contratto*»<sup>332</sup>.

Di ciò si ha riscontro nell'agevole lettura delle disposizioni normative rivolte all'intermediario: esse impongono uno specifico apporto dell'impresa di investimento alla formazione del contratto<sup>333</sup> in ragione della categoria di appartenenza dell'investitore.

Se importanti norme sull'assistenza *ausiliare* dell'impresa di investimento non riguardano i rapporti con le controparti qualificate<sup>334</sup>, e le informazioni di cui godono i clienti professionali sono di fatto limitate alla salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro<sup>335</sup>, i clienti *retail* sono invece supportati da un'assistenza completa. Clienti *retail* nei confronti dei quali sarà maggiormente incentrata la seguente riflessione.

Ciò posto, si osserva come la normativa settoriale organizzi l'attività dell'impresa in ragione di un triplice apporto: informativo, propositivo, valutativo<sup>336</sup>.

Innanzitutto vi sono le inderogabili<sup>337</sup> regole *informative* che gravano l'intermediario dell'obbligo di fornire ai clienti «in una forma comprensibile,

---

<sup>331</sup> Cfr. A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 3, 2009, 26.

<sup>332</sup> D. MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca borsa, tit. cred.*, I, 2012, 285.

<sup>333</sup> Alla genericità della formula di cui all'art. 21 T.U.F. risponde la specificità del Reg. Int. (cfr. artt. 27-36 Reg. Int.). Disciplina, quest'ultima, in ogni caso non applicabile alle controparti qualificate.

<sup>334</sup> Vd. art. 58 Reg. Int. Per la nozione di controparte qualificata, *supra* cap. III, § 6.

<sup>335</sup> Vd. co. 4 art. 34 Reg. Int.

<sup>336</sup> Cfr. A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit., 27.

<sup>337</sup> Cfr. A. GENTILI, *op. ult. cit.*, 28.

informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, “possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole”<sup>338</sup>, e di fornire «una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale ... [che] illustra le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da “consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate”».

Si passa così al ruolo *propositivo* consistente nell’elaborazione di «strategie di investimento proposte», nonché nell’offerta di «opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti»<sup>339</sup>, di “raffronti” fra strumenti finanziari<sup>340</sup>. L’effettiva scelta degli strumenti finanziari derivati risulta pertanto tendenzialmente “guidata” dalle indicazioni fornite dall’intermediario finanziario di cui il cliente non può non fidarsi.

A questo punto si rileva la necessità di distinguere l’apporto dell’intermediario in ragione a: tipologia di clientela, strumento prescelto (complesso o non complesso), tipologia di contratto stipulato. Il riferimento a quest’ultima variabile, il contratto, si rinviene nel co. 2, lett. g) art. 37 Reg. Int. in forza del quale, nell’ambito della prestazione di servizi di investimento, l’intermediario dovrà indicare le modalità e contenuti in ordine ai quali potrà essere prestata la consulenza in materia di investimenti<sup>341</sup>.

Per l’effetto, oltre ai due ruoli informativo e propositivo, sempre rientranti nei compiti dell’intermediario, per alcuni determinati contratti il

---

<sup>338</sup> Cfr. co. 2 art. 27 Reg. Int.

<sup>339</sup> Cfr. lett. b) co. 2 art. 27 Reg. Int.

<sup>340</sup> Cfr. co. 3, art. 28 Reg. Int.

<sup>341</sup> Sul tema cfr. G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di “consulenza in materia di investimenti”*, cit., 330 ss.

Reg. Int. prevede, in aggiunta, il ruolo *valutativo*. Ruolo valutativo che perciò risulta solo eventuale e di variabile intensità. Ciò è confermato da due indici già in precedenza affrontati: l'appropriatezza e l'adeguatezza.

Riguardo all'appropriatezza<sup>342</sup>, si nota come essa costituisca normalmente un obbligo ulteriore il compito dell'intermediario di acquisire informazioni sulle capacità del cliente di comprendere i rischi dello strumento e, in caso, di avvertirlo sulla inappropriata dello strumento scelto rispetto agli obiettivi di investimento. Si tratta comunque di un ruolo derogabile in connessione con rapporti di intermediazione relativi a strumenti finanziari non complessi richiesti dal cliente, salvo pur sempre che quest'ultimo sia previamente ed esaustivamente informato che non usufruirà della valutazione di appropriatezza.

Alle prestazioni di consulenza sono invece connesse le previsioni sulla "adeguatezza"<sup>343</sup> degli strumenti finanziari (derivati). Qui la normativa esplicita chiaramente che tra i compiti dell'intermediario, oltre quelli di assumere informazioni sull'esperienza e sugli obiettivi dell'investitore, vi è quello di « "raccomandare" i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente<sup>344</sup>, di valutare che la specifica operazione "consigliata" [...] corrisponda agli obiettivi di investimento [...]», di accertarsi che il cliente possa sopportare finanziariamente il rischio<sup>345</sup>.

Vi saranno perciò, a seconda delle ipotesi, rapporti negoziali con un ruolo dell'intermediario meramente informativo e propositivo; rapporti con l'aggiunta di un ruolo valutativo circoscritto (appropriatezza); rapporti, infine, con un pieno ruolo valutativo (adeguatezza). Fatta salva la mera esecuzione o

---

<sup>342</sup> Artt. 41 e 42, Reg. Int., vd. *supra* cap. III, § 8.

<sup>343</sup> Artt. 39-40, Reg. Int., cfr. *supra* cap. III, § 7.

<sup>344</sup> Art. 39, Reg. Int.

<sup>345</sup> Art. 40, co. 1, Reg. Int.

ricezione di ordini<sup>346</sup>, non si riscontreranno contratti nei quali il consenso del cliente non sia stato in una certa misura formato in base all'apporto dell'intermediario<sup>347</sup>.

Ciò posto, vi è però da dire come non si rinvenga un'esplicita definizione della struttura del contratto di investimento. A parte alcune regole concernenti l'invalidità per difetto di forma scritta o per rinvio agli usi<sup>348</sup>, il T.U.F. non riporta lo schema, il tipo, gli effetti del contratto *de quo*.

Supplisce a ciò (o almeno in parte) il Reg. Int. con due disposizioni<sup>349</sup> - relative al «contratto di servizi di investimento» ed al «contratto di gestione di portafogli» - le quali disciplinano la durata, il rinnovo, le modalità degli ordini, le comunicazioni e le remunerazioni. Per tali due tipologie il richiamato regolamento dispone inoltre alcune varianti incidenti sugli obblighi richiesti all'intermediario<sup>350</sup>.

La prima variante è di natura soggettiva e svolge la funzione di distinguere e catalogare i clienti/investitori nelle tre ormai note categorie<sup>351</sup>: clienti al dettaglio (*i.e. retail*), clienti professionali e controparti qualificate. Distinzione, questa, compiuta in ragione delle loro abilità di conoscere e valutare caratteristiche e rischi degli strumenti finanziari negoziati. Di conseguenza (come si illustrerà) i contratti assumeranno una struttura ed esplicheranno effetti *diversificati*<sup>352</sup>.

---

<sup>346</sup> Che comunque, *ex artt.* 43 – 44 Reg. Int., non può avere ad oggetto il perfezionamento di strumenti finanziari derivati .

<sup>347</sup> Cfr. A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit., 29.

<sup>348</sup> *Infra* in questo cap. § 5.

<sup>349</sup> Artt. 37 e 38, Reg. Int.

<sup>350</sup> Cfr. A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit., 29.

<sup>351</sup> *Supra* cap. III, § 6. Cfr. inoltre M. GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria tra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. Comm.*, 2009, 387 ss.

<sup>352</sup> Cfr. A. GENTILI, *op. ult. cit.*, 30.

La seconda variante consiste nella possibilità che il contratto limiti, o meno, l'intermediazione e/o la gestione ai soli strumenti finanziari non complessi. Anche qui, i contratti perfezionati assumeranno contenuti e produrranno effetti *diversificati*<sup>353</sup>.

La terza ed ultima variante consiste nella presenza o meno del patto di consulenza connesso all'attività di intermediazione e gestione di strumenti complessi<sup>354</sup>.

La risultante è la tipizzazione indiretta di sei figure di contratto in ragione delle suddette due tipologie basilari e delle loro possibili varianti (seconda e terza). La prima variante, invece, di natura soggettiva, si combinerà (con i relativi effetti) poi, di volta in volta, con tali sei figure di contratto che, nella specie, sono:

a) il contratto di servizio di investimento relativo a soli strumenti non complessi, senza servizio di consulenza finanziaria;

b) il contratto di servizio di investimento relativo a strumenti complessi ma senza servizio di consulenza finanziaria;

c) il contratto di servizio di investimento su strumenti complessi con servizio di consulenza finanziaria;

d) il contratto di gestione di portafogli relativo a soli strumenti non complessi, senza servizio di consulenza finanziaria;

e) il contratto di gestione di portafogli relativo a strumenti (anche) complessi ma senza servizio di consulenza finanziaria;

f) il contratto di gestione di portafogli relativo a strumenti (anche) complessi, con servizio di consulenza finanziaria<sup>355</sup>.

---

<sup>353</sup> Cfr. A. GENTILI, *op. loc. ult. cit.*

<sup>354</sup> Cfr. A. GENTILI, *op. loc. ult. cit.*

<sup>355</sup> Cfr. A. GENTILI, *op. ult. cit.*, 31.

Al riguardo, considerato che il contratto derivato è qualificato come strumento finanziario complesso<sup>356</sup>, i negozi che qui interessano il cliente *retail* si restringeranno alle figure previste *sub c)* ed *f)*.

A questo punto, individuate le tipologie, risulta necessario identificare la struttura contrattuale sulla quale esse insistono. Al riguardo si registrano due principali orientamenti.

Secondo un primo orientamento, fatto proprio dalle note Sezioni Unite<sup>357</sup> ed oggi prevalente, il contratto *de quo* sarebbe articolato in due fasi<sup>358</sup>: la negoziazione del contratto-quadro e la conseguente emanazione degli ordini di investimento. Nello specifico, si riscontrerebbe un contratto normativo<sup>359</sup> atipico al quale seguirebbero degli ordini di investimento di natura negoziale ma, in ogni caso, da qualificarsi come meri atti esecutivi.

A questo primo orientamento se ne avvicenda un secondo che predilige una ricostruzione unitaria e non binaria: il contratto di investimento consisterebbe in un mandato, mentre i successivi ordini rappresenterebbero le istruzioni dettate dal mandante-cliente al mandatario-intermediario<sup>360</sup>.

Entrambe le fattispecie tipologiche non sono tuttavia pienamente accolte da autorevole dottrina la quale, in relazione al cliente *retail*, osserva il

---

<sup>356</sup> Artt. 43-44 Reg. Int.

<sup>357</sup> Cass., S. U., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, I, 784.

<sup>358</sup> V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 624 ss.; nello stesso senso ora P. MORANDI, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. Contr.*, 2008, 919 ss.

<sup>359</sup> D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2008, 405 ss.; Trib. Venezia, 30 maggio 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Firenze, 18 ottobre 2005, in *Giur. merito*, 2007, 49 ss., con nota di A. BARENGHI, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro)*.

<sup>360</sup> F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. Impr.*, 2005, 893 ss.; ID., *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite*, *ivi*, 2008, 2 ss.

loro superamento alla luce delle nuove disposizioni in materia<sup>361</sup>. Il tipo in tal senso sarebbe in parte diverso e dunque non suscettibile di ricomprensione nell'ambito di un contratto normativo e/o mandato, ancorché integrato da atti esecutivi<sup>362</sup>.

Entrambi i richiamati orientamenti sarebbero perciò carenti in quanto non idonei a considerare il dato centrale della cooperazione e/o assistenza dell'intermediario alla singola scelta di investimento e, dunque, alla estrinsecazione del consenso proveniente dal cliente al dettaglio.

Difatti, al fine della collocazione dei detti obblighi di cooperazione, risulta necessaria l'identificazione di un'inesplorata seconda fase intermedia contenuta nella fattispecie a formazione progressiva in argomento.

Or dunque nella prima fase si collocano gli obblighi c.d. informativi gravanti sull'intermediario. In sintesi l'obbligo di assumere informazioni sul cliente, la sua esperienza, la sua condizione finanziaria, la sua propensione al rischio<sup>363</sup>. Mentre nell'ultima si posizionano invece gli obblighi relativi alla c.d. *best execution*<sup>364</sup>.

Nella seconda fase, intermedia alle due precedenti, si collocano invece i c.d. obblighi "attivi" di informazione sullo strumento finanziario e i suoi rischi nonché gli obblighi relativi al possibile conflitto di interessi.

Ebbene, questi ultimi contegni non sarebbero correttamente collocabili sia che venisse scelta la dinamica del mandato sia quella del contratto quadro. Si tratta difatti di obblighi comportamentali gravanti sull'intermediario che:

---

<sup>361</sup> Le S.U. 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., hanno infatti ad oggetto una controversia precedente alla riforma Mifid.

<sup>362</sup> A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit., 31.

<sup>363</sup> V. SANGIOVANNI, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario tra responsabilità precontrattuale ed extracontrattuale*, in *Contr.*, 2006, 1140.

<sup>364</sup> *Supra* cap. III, § 10.

- non assumono ancora consistenza nel frangente del mandato generale (ovvero del contratto-quadro), in quanto la scelta degli strumenti finanziari è qui ancora piuttosto lontana;
- sono ormai superati, e perciò non aventi più senso, negli ordini esecutivi in quanto qui la scelta è già stata compiuta<sup>365</sup>.

Lo schema contrattuale bifasico (unitario o binario che sia) risulta pertanto insufficiente a descrivere i contratti derivati conclusi con la clientela *retail*, ciò anche in relazione alle ipotesi negoziative più semplici. Finanche in codeste ultime ipotesi, si ritiene per vero che sussistano i compiti propositivi dell'intermediario affinché cooperi con il cliente al dettaglio nella direzione di una più corretta scelta possibile idonea alla piena soddisfazione degli interessi di quest'ultimo.

Ciò è anche confermato dal Reg. Int. che, come detto, esclude esplicitamente per le negoziazioni in derivati la possibilità di applicare la disciplina della mera esecuzione o ricezione di ordini (c.d. *execution only*)<sup>366</sup>.

Occorre pertanto individuare un istituto che possa accogliere, nella sua progressione, la fondamentale prestazione dell'intermediario consistente nella cooperazione alle singole scelte di investimento, per la miglior soddisfazione della convenienza rispetto al profilo di rischio del cliente ed ai suoi obiettivi. Un istituto che quindi abbia al suo interno una parentesi logica tra l'attività meramente preparatoria del contratto-quadro o mandato, e l'attività meramente esecutiva degli ordini.

Nella specie la dinamica *de qua* sarebbe articolata nei seguenti momenti.

---

<sup>365</sup> Cfr. A. GENTILI, *op. ult. cit.*, 32.

<sup>366</sup> Art. 44, Reg. Int.

Un primo, in cui si instaura il rapporto di intermediazione con la definizione del profilo di rischio dell'investitore ed i suoi obiettivi, a prescindere da qualsiasi operazione specifica.

Un secondo, nel quale le informazioni ed i suggerimenti da parte dell'intermediario concorrono a formare il *consenso* dell'investitore nell'acquisto dello strumento finanziario derivato.

Un terzo di natura esecutiva, in cui, posto il conseguito *consenso*, consegue in capo all'intermediario il dovere della c.d. *best execution*.

Da tutto ciò consegue come le strutture *tout court* del contratto quadro e/o del mandato risultino inadatte per descrivere compiutamente l'operazione *de qua*. Gli inderogabili precetti legali circa gli obblighi di informazione, nonché i suggerimenti e gli avvisi sugli strumenti finanziari, consigliano l'individuazione di una terza figura.

Una figura in cui risalti la circostanza per la quale l'intermediario debba osservare uno specifico contegno per perseguire un interesse di carattere individuale, quindi privato, che fa capo ad un soggetto determinato (il cliente) la cui sfera giuridica è tuttavia curata obbligatoriamente ed inderogabilmente dal primo, secondo quanto stabilito dalla legge. Dunque un interesse sì privato ma che non può comunque ritenersi estraneo da una colorazione collettiva "di riflesso".

Solo in senso mediato e riflesso la realizzazione di tale interesse è preordinata alla soddisfazione di un fine pubblicistico e quindi di pertinenza della intera collettività.

Da quanto precede, la figura più confacente ad accogliere il potere-dovere demandato dal legislatore all'intermediario sarebbe quella di un

Ufficio di diritto privato tendente a realizzare un interesse privato alieno rispetto all'agente, ma insieme un interesse pubblico qualificato<sup>367</sup>.

Ciò verrebbe oltretutto confermato dall'art. 21 T.U.F. il quale stabilisce a chiare lettere che «nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati».

Dunque è l'Ufficio di diritto privato la figura più idonea a comprendere logicamente le tre fasi sopra delineate in cui l'attività negoziale dell'intermediario è svolta per conto del cliente *retail*, nell'esecuzione di un incarico che persegue interessi che in una certa misura sono anche di natura pubblica.

In conclusione, qualora il cliente sia un investitore qualificato o professionale sarà sufficiente un *consenso* consapevole che rimandi al noto principio del *caveat emptor* (come tale autonomo e autoresponsabile) secondo i consueti schemi del contratto quadro e/o mandato; di converso, nell'ipotesi di un investitore *retail* vi sarà invece il passaggio al *consenso* c.d. assistito dall'elaborazione critica assegnata dalla legge all'intermediario finanziario<sup>368</sup> in esecuzione del suo incarico di Ufficio di diritto privato.

Categoria del cliente *retail* nella quale confluiranno, in ragione dei criteri sopra esaminati, le persone fisiche, le persone giuridiche, gli enti, i professionisti, dotati di una marginale conoscenza ed esperienza in materia di strumenti finanziari.

---

<sup>367</sup> S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, Milano, 1935, rist. Napoli, 1978, 28; A.C. PELOSI, *La patria potestà*, Milano, 1965; A. BUCCIANTE, *La patria potestà nei suoi profili attuali*, Milano, 1971, 20 ss.; C. M. BIANCA, *Diritto civile, La famiglia*, II, Milano, 2005, 330; C. VILLA, *Potestà dei genitori e rapporti con i figli*, in *Il diritto di famiglia*, III, Torino, 2007, 320 ss.

<sup>368</sup> R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1116.

2.1. *Il consenso del cliente retail. L'Ufficio di diritto privato dell'intermediario finanziario.*

Secondo una certa dottrina la libertà negoziale, quale fondamento del nostro sistema privatistico, troverebbe attuazione mediante norme e principi aventi tre fondamentali caratteri: la funzione retributiva (*i.e.* quella di soddisfare un interesse egoistico del contraente); l'autoresponsabilità (ossia che il contraente rischia in proprio, ciò anche qualora agisca mediante rappresentante); la disponibilità dell'oggetto della contrattazione, nonché la corrispondente disponibilità dell'interesse contrattato<sup>369</sup>.

Orbene, i detti caratteri avrebbero numerosi punti di interconnessione tra i quali emergerebbe tuttavia uno che sarebbe imprescindibile per la loro coesistenza: un contesto di contrattazione libera tra soggetti privati capaci.

La libera disponibilità dell'oggetto della negoziazione consegue allo *status* di soggetto privato che, per di più, dovrà dimostrarsi capace per qualificarsi autoresponsabile. Di qui la condizione di soggetto privato capace quale premessa per il perseguimento di una propria utilità liberamente determinata<sup>370</sup>.

Ciò posto, il descritto modello non risulterebbe tendenzialmente aderente con quello delle negoziazioni in derivati ogniqualvolta venga coinvolto un investitore *retail*. Quest'ultimo sarà infatti dotato di una limitata capacità valutativa in ordine alla retributività del derivato (*i.e.* convenienza) e, per questo, dovrà necessariamente giovare dell'assistenza dall'intermediario finanziario<sup>371</sup>.

---

<sup>369</sup> Cfr. R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003, 11 ss.

<sup>370</sup> *Op. loc. ult. cit.*

<sup>371</sup> R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1109.

L'apprezzamento non sarebbe quindi lasciato alla libertà dell'investitore, salvo chiaramente che quest'ultimo venga classificato come un operatore professionale o qualificato<sup>372</sup>.

Le previste regole di condotta privano pertanto il cliente, in modo totale o parziale, del potere di scelta in ordine all'utilità marginale del contratto perfezionato. Tantomeno potrebbe sostenersi il contrario evocando il criterio di valutazione individuale del realizzato scambio: se la scelta non è libera altrettanto non potrà essere autoresponsabile.

Di conseguenza il compito, e il correlativo onere, di perseguire il miglior interesse dell'acquirente è dunque trasferito all'intermediario il quale, evidentemente, assumerà dei connotati non perfettamente coincidenti con quelli del "consueto" contraente codicistico. Segue una sensibile sofisticazione del procedimento di produzione delle determinazioni contrattuali (*i.e.* del *consenso*), in un particolare sistema articolato mediante il noto art. 21 T.U.F.<sup>373</sup>

Appare pertanto plausibile come, nel contesto *de quo*, il concetto "sottostante" al T.U.F. non sia propriamente l'idea di libertà contrattuale<sup>374</sup>: il fine ultimo è l'interesse del cliente obbligatoriamente perseguito mediante contegni volti alla sua conoscenza autonoma da parte dell'intermediario. Interesse che lo stesso cliente potrebbe non essere capace di comprendere da sé per carenza di competenza specifica.

---

<sup>372</sup> Le problematiche relative alla classificazione dell'investitore come cliente professionale non sembrerebbero del tutto risolte anche alla stregua del nuovo regolamento Consob 16190/2007. Sul tema cfr. V. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema della efficacia delle regole informative*, in *Contr. impr.*, 2010, 499 ss.

<sup>373</sup> Cfr. P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 2002, 848.

<sup>374</sup> Autorevole dottrina rimarca come non sarebbe il potere di autoregolamentazione bensì quello di iniziativa ed impulso a caratterizzare gli atti e le attività dei privati (P. PERLINGERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, 139; ID., *I mobili confini dell'autonomia privata*, in *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi di diritto civile*, a cura di P. Perlingeri, Napoli, 2003, 20).

Su tali basi si registra un'attività di tipo discrezionale, nei mezzi, ma vincolata nei fini, che qualificherebbe l'intermediario come titolare di un vero e proprio "Ufficio di diritto privato"<sup>375</sup>.

Ufficio di non recente configurazione<sup>376</sup>, il quale ha l'effetto di ricomporre e qualificare l'agire funzionale dell'intermediario. Di qui una discrezionalità dell'agire che risulta sensibilmente limitata dall'oggettiva funzione per la quale la disciplina positiva consegna un siffatto potere: la tutela dell'investitore per l'integrità dei mercati.

Il risultato è la fuoriuscita dello schema negoziale in argomento dal criterio dell'autoresponsabilità. Diversamente dalla rappresentanza volontaria, il delineato rapporto sarebbe infatti caratterizzato da una radicale indisponibilità dell'interesse (salvo qualche eccezione testuale<sup>377</sup>), dacché lo stesso cliente non potrebbe liberamente disporre liberando l'intermediario dai suoi obblighi contengni comportamentali.

Il modello rappresentato non corrisponderebbe perciò a quello classico dell'autoregolamentazione privata connotata dalla piena capacità e libertà dei contraenti.

Così qualificato il rapporto, si dovrà a questo punto osservare il suo risvolto concettuale rispetto al tema concettuale del c.d. consenso informato.

Il discorso, al riguardo, non può che iniziare dalla seguente constatazione. Laddove nelle tradizioni codicistiche europee il fattore decisivo circa l'efficacia vincolante delle dichiarazioni è riscontrabile in una fase della catena volitiva dialogica dei contraenti

---

<sup>375</sup> In tal senso, cfr. D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, cit., 67 ss., R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di F. Cortese e F. Sartori, Pisa, 2010, 66 ss.

<sup>376</sup> Cfr. S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, cit., 23 s.

<sup>377</sup> *Supra* cap. III, § 4 ss.

(volontà/manifestazione/dichiarazione/ricezione)<sup>378</sup>, nei rapporti negoziali di derivazione europea il vincolo volitivo è individuato nell'interconnessione tra procedimento formativo e forma delle dichiarazioni<sup>379</sup>.

La ritualità andrebbe perciò a sostituire il riscontro della reale intenzione dei contraenti: l'informazione confermata<sup>380</sup> perfeziona la vincolatività delle dichiarazioni<sup>381</sup>.

In tale quadro, il tema dominante sarebbe pertanto quello dell'informazione<sup>382</sup> rispetto alla quale, la crisi dei *subprime* avrebbe tuttavia "svelato" la sua sostanziale inefficienza.

Si rileva difatti come i clienti *retail* non possiedano le necessarie abilità di comprensione, ovvero, anche qualora dotati, non sarebbero comunque mentalmente predisposti a voler comprendere<sup>383</sup>. Intanto perché le loro decisioni non potrebbero a priori presumersi razionali<sup>384</sup>, secondo poi, in quanto il ruolo dell'intermediario è proprio quello di perseguire l'interesse del

<sup>378</sup> R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, cit., 122 ss.

<sup>379</sup> R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, cit., 141 ss.

<sup>380</sup> Cfr. R. ALESSI, *I doveri di informazione*, in *Manuale di Diritto Privato europeo*, a cura di C. Castronovo e S. Mazzamuto, Milano, 2007, 391 ss.

<sup>381</sup> Una ritualità che sarebbe in tal senso quasi più favorevole al professionista che alla parte debole [Cfr. R. LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari (prime note sul neoformalismo negoziale)*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1990, 400 ss.; ID., *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, cit., 32 ss.].

<sup>382</sup> In tema di obblighi informativi gravanti sull'intermediario, cfr. prima del testo unico, G. ALPA, *La legge sulle S.I.M. e i contratti con i clienti*, in *Giur. it.*, 1991, 177; V. SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, a cura di S. Mazzamuto e G. Terranova, Napoli, 1993, 72; A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, cit., 289 ss.; F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento e riforma dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, 289. In seguito alla riforma vd. F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati*, cit., 151; G. GUIZZI, *op. cit.*, 745 ss.; A.A. RINALDI, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Società*, 2008, 12 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 180; ID., *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 41 ss.

<sup>383</sup> Cfr. A.C. NAZZARO, *Obblighi d'informare e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000, 294, nella parte in cui afferma che l'investitore (retail) «è per definizione inconsapevole [...], non può ma neanche vuole capire nel profondo le ragioni delle scelte da operare per la valorizzazione del proprio risparmio».

<sup>384</sup> Cfr. G. GRISI, *Gli Obblighi Informativi Quali Rimedio Dei Fallimenti Cognitivi*, in *Oltre Il Soggetto Razionale. Fallimenti Cognitivi E Razionalità Limitata Nel Diritto Privato*, a cura di G. Rojas Elgueta e N. Vardi, Roma, 2014, 70: «È dimostrato che non sempre le persone preferiscono scegliere».

cliente. Sull'intermediario non graverà perciò un mero compito chiarificatore, bensì di piena consulenza<sup>385</sup> consistente nella lettura critica dei flussi informativi per la migliore tutela dell'investitore (*retail*).

Vi sarebbe così un significativo cambio di impostazione ermeneutica: dal c.d. consenso consapevole (autonomo e autoresponsabile) si giunge a quello c.d. *assistito* dall'intermediario finanziario in esecuzione della sua funzione di Ufficio di diritto privato<sup>386</sup>.

L'immediata conseguenza è una ridefinizione, se non riqualificazione, del rapporto contrattuale tra cliente (*retail*) ed intermediario nella prestazione di servizi di investimento. L'affidamento, insito nella consulenza, avrebbe così l'effetto di sostituire quasi radicalmente l'apprezzamento.

Nonostante la corretta circolazione dell'informazione per una sana funzionalità del mercato risulti un obiettivo non trascurabile, ciò non toglie come la fiducia rivesta la questione principale.

Il c.d. neoformalismo contrattuale<sup>387</sup>, nonostante la sua utilità sistemica, non sarebbe perciò idoneo a sostituire il consenso. La crisi finanziaria avrebbe qui insegnato l'insufficienza dell'informazione ad indurre consapevolezza.

---

<sup>385</sup> Cfr. A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 4, 2008, 400: « [...] nei contratti dell'intermediazione finanziaria oggetto del patto è proprio la convenienza. Nessuno acquista valori mobiliari per le loro caratteristiche formali, cioè in quanto bond, azioni, obbligazioni, titoli del debito pubblico, derivati, o altro. Ciascuno li sceglie in funzione del tipo di investimento che consentono e della misura in cui convengono al profilo di rischio dell'investitore. Il servizio dell'intermediario consiste solo strumentalmente nel fornirli. Fondamentalmente consiste nell'aiutare a sceglierli»; M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola felice (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati otc)*, cit., 270 ss.

<sup>386</sup> D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swaps tra banche e clienti*, a cura di D. Maffeis, Milano, 2014, 10 ss.

<sup>387</sup> Sul tema vd. R. LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari (prime note sul "neoformalismo" negoziale)*, cit., 777; S. PAGLIANTINI, *Neoformalismo contrattuale*, in *ED, Annali IV*, Milano, 2011, 772 ss.

Di più. Sarebbe proprio l'errata impostazione del consenso informato ed autoresponsabile una delle cause principali dell'opacità del mercato della crisi, quello attuale, in cui i clienti perfezionano contratti dovendo apprezzare autonomamente la loro convenienza sulla base di copiosi dati ed informazioni spesso incomprensibili. Il tutto con l'impossibilità di dolersi di vizi del consenso come conseguenza del mero rispetto da parte del professionista degli oneri e delle relative scansioni procedurali<sup>388</sup>.

Viceversa, l'istituto dell'Ufficio di diritto privato<sup>389</sup> costituirebbe l'ideale cornice per un mercato oggettivamente trasparente con un importante beneficio sia per gli operatori professionali e istituzionali, sia per i clienti che potrebbero così concludere contratti adeguati al loro interesse in quanto correttamente *consigliati* dagli intermediari.

### 2.1.1 *Il controinteresse dell'intermediario nei contratti derivati OTC.*

Come illustrato<sup>390</sup>, il derivato OTC consiste in un particolare prodotto finanziario che viene espressamente "cucito" dall'intermediario in funzione delle esigenze e necessità rappresentate dall'investitore.

Ebbene, per prassi, nell'ambito di tale strutturazione, l'intermediario è solito inserire la sua remunerazione dentro le condizioni economiche del contratto derivato sotto forma di c.d. costi impliciti, ovverosia, di squilibrio iniziale dell'alea misurato in termini necessariamente probabilistici<sup>391</sup>.

Da ciò risulta comprensibile come l'intermediario, nel suo interesse, sia maggiormente propenso a raccomandare all'investitore strumenti finanziari derivati OTC rispetto a quelli negoziati su mercati regolamentati. In questi

---

<sup>388</sup> A. JANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, cit., 65.

<sup>389</sup> Cfr. App. Milano, 18 settembre 2013, cit.

<sup>390</sup> Supra cap. II, § 6.

<sup>391</sup> Cfr. S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati, fra trasparenza e causa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 377.

ultimi, invero, la remunerazione ha la forma della commissione che, come tale, dovrà essere oggetto di un accordo specifico ed esplicito con l'investitore.

È pertanto evidente come il controinteresse dell'intermediario nella negoziazione OTC sia qui sensibilmente diverso – e superiore – rispetto a quello di cui lo stesso è portatore in relazione ai derivati su mercati regolamentati.

Nella negoziazione dei derivati OTC occorre dunque evidenziare il maggior rischio di una situazione di conflitto di interessi: la contrattazione in derivati *over the counter*, diversamente da quella in derivati uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente, che discende dall'assommarsi nel primo della veste di offerente/venditore e di consulente dell'investitore<sup>392</sup>.

## 2.2. *La disciplina dei rimedi per i vizi del consenso.*

Appare a questo punto opportuno esaminare i rimedi a disposizione dell'investitore nell'ipotesi in cui l'intermediario violi gli obblighi di condotta posti a suo carico.

È innanzitutto da notare come il contesto sia privo di qualsiasi indicazione normativa. Nella specie né il T.U.F. (fatta salva la peculiare fattispecie di cui all'art. 30<sup>393</sup>), né i regolamenti Consob individuano le

---

<sup>392</sup> Cfr. Trib. Milano, 19 aprile 2011, cit.

<sup>393</sup> Il quale stabilisce la nullità del contratto concluso dall'intermediario con il cliente *retail* in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze del primo – con oggetto la promozione o il collocamento strumenti finanziari o servizi di investimento – in cui non sia indicata la facoltà di esercizio del diritto di recesso in favore del cliente.

In un tema analogo, altra peculiare ipotesi si rinviene nella sezione IV-*bis*, capo I del titolo II del Codice del Consumo, intitolata «Commercializzazione a distanza dei servizi finanziari ai consumatori», laddove l'art. 67-*septiesdecies* dispone la nullità, che può essere fatta valere solamente dal consumatore, del contratto in caso di violazione degli obblighi precontrattuali che altera in modo significativo la rappresentazione delle sue caratteristiche (in tema cfr. E.

conseguenze di matrice civilistica scaturenti dalla violazione, da parte dei soggetti abilitati, delle norme di comportamento informative poste alla tutela dei diritti e degli interessi dell'investitore.

Dottrina e giurisprudenza non sono però rimaste indifferenti e, a fronte di detta lacuna, sono state prodighe nello stabilire, in termini rimediali, le conseguenze ricadenti sull'atto gestorio<sup>394</sup> derivanti dalla violazione degli obblighi informativi posti in capo all'intermediario.

Non si rilevano tuttavia dei risultati univoci, al contrario si è registrato un notevole dibattito.

L'originario orientamento in tema affermato nella giurisprudenza di merito<sup>395</sup>, con un discreto seguito in dottrina<sup>396</sup>, propendeva per la nullità

BATTELLI, *Il foro del consumatore nei contratti a distanza di servizi di informazione finanziaria: verso una nuova luce*, in *Diritto dell'Internet*, 2006, 22 ss.; ID., *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori: oggetto e campo di applicazione, sub Art. 67 bis Cod. Cons.*, in *Le modifiche al codice del consumo*, a cura di E. Minervini e L. Rossi Carleo, Torino, 2009, 355 ss.); V. CUFFARO, *Dopo il codice del consumo: la disciplina della commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Contr. Impr.*, 1, 2007, 264 ss.

<sup>394</sup> Nella disciplina dei contratti tra intermediari ed investitori, pur essendo più volte richiamato nel Reg. Int. che «l'intermediario [...] attua tutte le misure ragionevoli per assicurare che gli strumenti finanziari [...] di pertinenza dei clienti [...] siano prontamente e correttamente trasferiti sul conto del cliente» (art. 49, co. 4 del Reg. Int. n. 16190 del 29 ottobre 2007), tuttavia manca una disciplina dell'individuazione secondo quanto richiesto dall'art. 1378 c.c.

<sup>395</sup> Trib. Trani, 31 gennaio 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1418 ss.; Trib. Pescara, 28 febbraio 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Marsala, 12 luglio 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Firenze, 19 aprile 2005, cit.; Trib. Firenze, 18 febbraio 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 604 ss.; Trib. Mantova, 10 dicembre 2004, in *www.ilcaso.it*; Trib. Catania, 25 novembre 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 31 gennaio 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Parma, 13 aprile 2005, in *Giur. it.*, 2005, 2096 ss.; Trib. Firenze, 19 febbraio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 2097 ss.; Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *Contr.*, 2005, 1085 ss.; Trib. Firenze, 30 maggio 2004, cit.; Trib. Parma, 21 ottobre 2005, in *Giur. it.*, 2006, 1153 ss.; Trib. Torino, 7 novembre 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Venezia, 11 luglio 2005, in *Giur. merito*, 2006, 111 ss.; Trib. Termini Imerese, 7 marzo 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Mantova, 5 aprile 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Brindisi, 30 dicembre 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Treviso, 10 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Parma, 16 giugno 2005, in *www.ilcaso.it*; Trib. Avezzano, 23 giugno 2005, in *Foro it.*, I, 2005, 2535 ss.; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *Contr.*, 2005, 585.

<sup>396</sup> Cfr. A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. società*, 2005, 1012 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 51 ss. G. BISOGNI, *Il regolamento Consob sugli intermediari finanziari (Norme di comportamento e ricadute civilistiche sui contenuti e sulla validità dei contratti)*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 1999, 929 ss.; E. DEL PRATO, *Autorità indipendenti, norme imperative e diritto dei contratti*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 2523 ss.; M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, 177 ss.; P.

virtuale dei contratti di compravendita di strumenti finanziari, compresi i derivati, quale effetto della violazione da parte dell'intermediario degli obblighi informativi *de quibus*. I vantaggi di questo primo orientamento erano evidenti: la tutela restitutoria offriva un sicuro recupero integrale delle somme impiegate nell'operazione<sup>397</sup>.

Successivamente, si registra l'intervento delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione<sup>398</sup> le quali hanno dichiarato che, in assenza di esplicita

---

FIORIO, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004, 2129 ss.; F. SARTORI, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005, 58 ss.; G. PIAZZA, *La responsabilità della banca per acquisizione a collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corriere giur.*, 2005, 1028 ss.

<sup>397</sup> L'istituto della nullità virtuale era stato riconosciuto anche nell'ambito della negoziazione di contratti derivati, nella specie *swap*, da Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Contr.*, 2002, 26 ss., con nota di E. GIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*: «in presenza di un contratto contrario a norma imperativa, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418 c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità. Pertanto, poiché il carattere inderogabile delle disposizioni della l. 2 gennaio 1991 n. 1, che prevedono la necessità di iscrizione all'albo della società di intermediazione immobiliare, previo accertamento da parte della Consob della sussistenza di una serie di requisiti, deriva dalla natura, pubblica e generale, degli interessi con esse garantiti, che concernono la tutela dei risparmiatori "uti singuli" e quella del risparmio pubblico come elemento di valore dell'economia nazionale, è affetto da nullità assoluta il contratto di swap, da annoverare tra le attività di intermediazione mobiliare disciplinate dalla suddetta legge, stipulato in contrasto con la stessa da un intermediario abusivo, atteso l'interesse dell'ordinamento a rimuovere detto contratto per le turbative che la conservazione di esso è destinata a creare nel sistema finanziario generale». Cfr. anche, Cass., 15 marzo 2001, n. 3753, in *Giur. it.*, 2001, 2083 ss. e Cass., 5 aprile 2001, n. 5052, in *Foro it.*, I, 2001, 2185 ss.

<sup>398</sup> Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit. La decisione ha suscitato approfondite riflessioni da parte della dottrina, cfr. A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, cit., 393 ss.; G. GRISI, *Spigolando su causa, derivati, informazione e nullità*, in *Pers. e merc.*, 4, 2015, 148 ss. Vd. anche D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, cit., 403 ss.; G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008, 347; F. GALGANO, *Il contratto d'intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. e impr.*, I, 2008, 1; V. SCOGNAMIGLIO, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle SS. UU.*, in *Soc.*, 2008, 449; V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, 230; G. GOBBO, *Le sanzioni applicabili alla violazione delle regole di condotta in tema di investimenti mobiliari: la prima pronuncia nomofilattica su nullità e responsabilità contrattuale*, in *Giur. comm.*, II, 2008, 356; A. ALBANESE, *Regole di comportamento e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria; quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008, 107; U. SALANITRO, *Violazione della disciplina*

previsione normativa, in nessun caso la violazione dei doveri di comportamento a carico dei soggetti abilitati può determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, co. 1 c.c.

Senza prendere posizione alcuna sui vizi del consenso causati al cliente per un'improvvida condotta da parte dell'intermediario<sup>399</sup>, il Supremo Consesso ha ritenuto che la violazione dei doveri *de quibus* potrebbe dar luogo a: responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione.

La *ratio* della decisione si appunta sulla constatazione che il meccanismo della nullità virtuale, di cui all'art. 1418, co. 1, c.c., sarebbe circoscritto alle ipotesi in cui la contrarietà alle norme imperative riguardi elementi intrinseci alla fattispecie contrattuale e, specificamente, alla struttura o al contenuto di questa. Di converso, sarebbe configurabile la nullità virtuale in relazione alla violazione di una norma imperativa afferente i comportamenti di uno dei contraenti (sia nella fase precontrattuale sia esecutiva) solo qualora ricorresse un'espressa previsione normativa in tal senso.

---

*dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle Sezioni Unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2008, 445; A. BOVE, *Le violazioni delle regole di condotta degli intermediari finanziari al vaglio delle Sezioni unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2009, 143.

<sup>399</sup> E così lasciando aperta la soluzione, cfr. A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit., 26 ss.

Pertanto, secondo la Corte, l'efficacia della regola di cui all'art. 1337 c.c. si porrebbe ben oltre l'ipotesi della rottura ingiustificata dalle trattative assumendo il valore di una clausola generale<sup>400</sup>. La sua violazione, dunque, non si riscontrerebbe nei soli eventi di mancata conclusione del contratto o di conclusione di un contratto invalido o comunque inefficace, ma anche qualora il contratto posto venga validamente concluso<sup>401</sup>.

La stesse Sezioni Unite hanno infine affrontato la questione relativa alla determinazione del *quantum* del danno precontrattuale, qualora la condotta illecita sia stata determinante per la conclusione del contratto non conveniente.

In tal caso il danno risarcibile non sarebbe commisurato né al cosiddetto interesse positivo, né al più ristretto interesse negativo, bensì sarà ragguagliato al minor vantaggio o al maggior aggravio economico<sup>402</sup> determinato dalla condotta della parte responsabile, salvo la prova di ulteriori danni collegati da un nesso consequenziale e diretto<sup>403</sup>.

---

<sup>400</sup> P. RESCIGNO, voce *Obbligazioni (dir. priv.)- Nozioni generali*, in *ED*, vol. XXIX, Milano, 1979, 198 ss.; F. BENATTI, *Responsabilità precontrattuale (dir. civ.)*, in *Enc. giur. Treccani*, XXVII, Roma, 1991, 2 ss.; G. PATTI, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da F. BUSNELLI, Milano, 1993, 95 ss.; R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, a cura di R. Sacco, I, Torino, 2004, 625 ss.; T. FEBBRAJO, *L'informazione ingannevole nei contratti con il consumatore*, Napoli, 2006, 198 ss.

<sup>401</sup> In questo senso l'informazione collocabile nella fase precontrattuale non rimane confinata in quel contesto, bensì "penetra" nello stesso contenuto del regolamento dando luogo ad una sorta di contrattualizzazione dell'informazione precontrattuale (G. GRISI, *Gli obblighi di informazione*, in *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, a cura di S. Mazzamuto, Torino, 2002, 149 ss.).

<sup>402</sup> Cfr. in tal senso A. LUMINOSO, *La lesione dell'interesse contrattuale negativo (e dell'interesse positivo) nella responsabilità civile*, in *Contr. Impr.*, 1988, 366 ss.; V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppo di un nuovo paradigma*, in *Il contratto del duemila*, Torino, 2005, 46 ss.

<sup>403</sup> In applicazione di tale orientamento cfr., *ex plurimis*, Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009; Trib. Pescara, 10 giugno 2008; App. Milano, 19 dicembre 2006; Trib. Lecce, 12 giugno 2006; Trib. Parma, 24 maggio 2007; Trib. Udine, 5 marzo 2010; Trib. Siracusa, 13 maggio 2008; Trib. Roma, 20 marzo 2008; Trib. Vicenza, 5 giugno 2007; Trib. Trani, 6 giugno 2007; tutte in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

A questo punto, scartata l'ipotesi poco probabile di un "accordo" nullo per mancanza di "accordo" ed in costanza dell'orientamento delineato dalle Sezioni Unite, occorre tuttavia chiedersi se siano configurabili ulteriori e più congeniali rimedi in favore dell'investitore, ciò anche in ragione della proposta qualificazione del rapporto di investimento. Il tutto non dimenticando come nulla abbia sancito la Suprema Corte sul possibile esperimento dei rimedi per i vizi del consenso affliggenti la sfera volitiva dell'investitore.

In proposito si nota come la "convenienza", nei termini dell'appropriatezza ed adeguatezza del titolo, costituisca la caratteristica determinante del consenso secondo il comune apprezzamento ed in relazione alle circostanze<sup>404</sup>. È infatti evidente come il cliente scelga il tipo di investimento in funzione del suo profilo di rischio e dell'obiettivo da lui perseguito. Di qui il servizio strumentale dell'intermediario consistente nell'aiutare ed assistere il cliente *retail* nella sua scelta secondo l'ormai nota disciplina speciale, la quale inserisce nella formazione progressiva del contratto la fase ausiliare alla singola scelta di investimento.

Da ciò consegue come la disinformazione indotta dall'intermediario vada ad incidere proprio sulla convenienza. Convenienza<sup>405</sup>, che nella specie sarebbe il vero oggetto del contratto tra intermediario e cliente di modo che, in caso di sua manchevolezza, il consenso dell'investitore verrebbe meno, venendo meno, a cascata, l'accordo sul contratto di mandato a procurare quegli strumenti finanziari<sup>406</sup>.

Qualora invece non si trattasse di un cliente al dettaglio, si potrebbe sempre argomentare che la volontà dell'investitore sia viziata relativamente

---

<sup>404</sup> Cfr. A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit., 40.

<sup>405</sup> La convenienza è ovviamente potenziale nel senso di una proiezione probabilistica dello strumento a realizzare l'interesse del cliente.

<sup>406</sup> *Op. ult. cit.*, 41.

ad «una qualità che secondo il comune apprezzamento o in relazione alle circostanze deve ritenersi determinante del consenso»<sup>407</sup> così da incidere il contratto per errore essenziale. Errore che di conseguenza sarebbe opponibile all'intermediario, in termini di annullabilità, qualora l'inautenticità della scelta di investimento sia l'effetto della violazione da parte di questi degli obblighi di informazione: mancherebbe un regolare consenso in quanto la disinformazione rende la volontà di quel contratto del tutto inautentica.

Diversamente, nel rapporto con il cliente *retail*, la dinamica rimediabile sarebbe la seguente. L'incorrettezza informativa dell'intermediario sarebbe riferita in prima battuta al contratto-quadro, di qui un inadempimento dei doveri di opera professionale che inficerebbe la corretta formazione progressiva del consenso "assistito" dell'investitore nell'acquisto dello strumento finanziario prescelto.

«All'inadempimento consegue il risarcimento. Al vizio opponibile della volontà l'annullamento»<sup>408</sup>.

Ad ogni modo, la peculiare struttura dell'Ufficio di diritto privato sarebbe tale per cui ricoprirebbe una posizione secondaria stabilire se il comportamento dell'agente abilitato integri inadempimento<sup>409</sup> o annullabilità. Tenendo in considerazione che l'intermediario agisce quasi sempre in nome proprio<sup>410</sup>, ciò che importerebbe sarebbe l'inquadramento circa la sorte degli effetti dell'atto gestorio.

---

<sup>407</sup> Art. 1429, n. 2), c.c.

<sup>408</sup> A. GENTILI, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, cit., 44. Sull'annullamento del contratto vd. G. GRISI, *L'annullamento del contratto*, in *Casi e questioni di Diritto Privato*, a cura di M. Bessone, Milano, 2002, 318 ss.

<sup>409</sup> In tema cfr. E. BATTELLI, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Contr.*, 2006, 460 ss.

<sup>410</sup> Nonostante sia più volte richiamato nel Reg. Int. che «l'intermediario [...] attua tutte le misure ragionevoli per assicurare che gli strumenti finanziari [...] di pertinenza dei clienti [...] siano prontamente e correttamente trasferiti sul conto del cliente» (art. 49, co. 4 del Reg. Int. n. 16190 del 29 ottobre 2007), tuttavia manca una disciplina dell'individuazione secondo quanto richiesto dall'art. 1378 c.c.

Al riguardo, scegliendo il mandato come preliminare punto di osservazione, si osserva come l'art. 1711 c.c. stabilisca che in caso di eccesso, difetto o abuso di potere, gli effetti dell'atto gestorio restino a carico del mandatario. Invero solo l'esercizio legittimo del potere rappresentativo determina l'efficacia degli atti compiuti dal rappresentante nella sfera giuridica del rappresentato<sup>411</sup>.

Ciò fermo, volendo qui aderire alla disciplina dell'Ufficio di diritto privato la conseguente regola applicabile risulta addirittura più rigorosa rispetto a quella dell'art. 1711 c.c., in quanto «l'efficacia degli atti compiuti dal rappresentante [...] è conseguenza dell'applicazione di peculiari norme di imputazione degli effetti allorché si verificano tutti gli elementi obiettivi che integrano determinate fattispecie»<sup>412</sup>. Di modo che, nell'ipotesi in cui l'agente abilitato compia delle operazioni quando invece aveva l'obbligo di astenersi, ovvero senza il necessario *consenso* partecipativo dell'investitore, si rinviene la mancata integrazione dei necessari elementi oggettivi dai quali dipende l'efficacia degli atti compiuti<sup>413</sup>.

L'effetto ultimo sarà pertanto la facoltà dell'investitore di proporre l'azione di ripetizione del capitale investito, fatta salva l'ordinaria domanda di risarcimento per il maggior danno.

Una volta superati l'impostazione del c.d. consenso informato ed il conseguente principio di autoresponsabilità, la questione non sarebbe più l'individuazione delle "forme" (condizioni e/o procedure) di vincolatività del consenso, bensì gli indici dai quali rilevare l'abuso dell'intermediario.

---

<sup>411</sup> Cfr. F. GRECO, *Informazione precontrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010, 99; A. SIMONETTI, *La giurisprudenza milanese sulle regole di comportamento degli intermediari*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di Ginevra, Milano, 2012, 300.

<sup>412</sup> S. PUGLIATTI, *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, 523 s.

<sup>413</sup> D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 12 s.

Al riguardo, indicazioni di tal genere non possono che fondarsi su un riferimento qual è quello, nella specie, dell'art. 47 Cost. in cui il senso è poi attualizzato e funzionalizzato attraverso l'art. 21 T.U.F. che, a sua volta, definisce il parametro sulla base del quale è valutabile il corretto esercizio del corrispondente potere discrezionale<sup>414</sup>.

Non più pertanto una giustiziabilità fondata sulla corretta formazione della volontà del cliente per mezzo del flusso di informazioni erogate, bensì un giudizio con oggetto le ragioni che hanno orientato la concreta attività di consulenza svolta dall'intermediario, in un contesto di rappresentanza legale dovuta all'Ufficio di diritto privato.

Dovrà pertanto escludersi il corretto esercizio dell'Ufficio di diritto privato ogni qualvolta si dovesse riscontrare, in via oggettiva, l'inattitudine del derivato alla corretta soddisfazione dell'interesse perseguito dal cliente<sup>415</sup>.

Un orientamento, quest'ultimo, che appare condiviso anche dalla CONSOB nel frangente in cui differenzia gli *swap* di copertura da quelli speculativi non già in ragione, o meno, di una causa puramente aleatoria degli

---

<sup>414</sup> Cfr. R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata*, cit., 69 ss. Più in generale, in termini di "cappello" costituzionale alla disciplina dell'attività bancaria cfr. S. AMBROSINO, *Principi costituzionali poteri pubblici e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 8 ss.

<sup>415</sup> In relazione alla distinzione tra *interest rate swap* a copertura e speculativi cfr.: S. PAGLIANTINI e L. VIGORITI, *I contratti di «swap»*, in *I contratti per l'impresa, II, Banca, mercati e società*, a cura di G. Gitti, M. R. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, 194; E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 541 ss.; F. SARTORI, *Prodotti finanziari illiquidi (O.T.C.): il fattore giurisprudenziale e l'evoluzione normativa degli obblighi informativi*, in *Finanza derivati, mercati e investitori*, a cura di F. Cortese e F. Sartori, Pisa, 2010, 157.

Altri autori rilevano l'incertezza di una netta linea di demarcazione tra la funzione di copertura e di speculazione: R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di F. Cortese e F. Sartori, Pisa, 2011, 44 ss.; D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *dirittobancario.it*, 2013, 3.

stessi, ma per l'effetto della proporzionalità e ragionevolezza del rischio accettato dai contraenti<sup>416</sup>.

Ad una soluzione di codesto tenore si è avvicinata, ma non del tutto, una nota decisione della Corte d'Appello di Milano<sup>417</sup>. La Corte ambrosiana, in effetti, nonostante abbia esplicitamente qualificato la natura di Ufficio di diritto privato dell'intermediario alla stregua dell'art. 21 T.U.F., finisce per collocare l'informazione nell'area del contratto. Nella specie, l'omessa informazione dalla quale deriva la nullità del negozio (per assenza di causa) è individuata nel disvelamento dei c.d. scenari probabilistici. Da ciò si ricava come sarebbe ancora insita nella *ratio* della decisione l'idea di un'autoresponsabilità del cliente (*retail*) nell'esercizio della sua autonomia negoziale. La validità o meno della prestazione del consenso permarrebbe in tal senso ancora ancorata al rispetto procedimentalizzato degli oneri formali.

Diversamente, qualora la responsabilità del contenuto del regolamento contrattuale fosse coerentemente collocata in capo all'intermediario, l'informazione in ordine agli scenari probabilistici sarebbe giudicata quale elemento motivazionale dell'esercizio dell'Ufficio di diritto privato.

La conseguenza sarebbe una statuizione sulla validità/invalidità del contratto in ragione del corretto esercizio della funzione demandata all'intermediario. Un tipo di giudizio, questo, rivolto a tutti gli strumenti conoscitivi a disposizione dell'intermediario per apprendere l'interesse perseguito dal cliente. Ciò a prescindere dal tenore dell'informazione ricevuta dall'investitore.

Il tutto ferma restando la possibilità dell'investitore di eccepire, in via concorrente o alternativa, l'inefficacia (rimedio per l'eccesso di potere del rappresentante) ovvero la non imputabilità o rifiutabilità degli effetti

---

<sup>416</sup> Cfr. in particolare Comunicazioni CONSOB nn. DI/98065074 del 06/08/1998, DI/99013791 del 26/02/1999 e DEM1026875 del 11/04/2001.

<sup>417</sup> App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit.

(disciplina dell'eccesso di potere del mandatario)<sup>418</sup> per i relativi atti compiuti dall'intermediario.

In altri termini, in aggiunta all'inefficacia ed alla rifiutabilità degli effetti, si concreterebbe in favore dell'investitore *retail* il possibile rimedio dell'annullabilità del contratto per vizio del consenso a prescindere dalla prova concreta di un abuso attuale.

La prova dovrà difatti essere ricercata nella congruità o meno delle motivazioni addotte dall'intermediario in relazione alle scelte compiute dall'investitore con l'assistenza del primo<sup>419</sup>.

### 2.2.1 *La posizione della giurisprudenza dopo le S.U. 26724/2007.*

Nonostante il rilievo del rapporto fiduciario tra cliente ed intermediario con conseguente obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione<sup>420</sup> e, nonostante un timido riferimento all'Ufficio di diritto privato operato dalla su richiamata decisione della Corte d'Appello di Milano del 18 settembre 2013, n. 3459, la giurisprudenza di merito e di legittimità è pressoché costante nell'applicare la soluzione ermeneutica di cui alla più volte richiamata S.U. 26724/2007<sup>421</sup>.

Vuoi per l'ermeneusi indicata dalle Sezioni Unite, vuoi per l'agevolazione riconosciuta al cliente in punto di prova dal co. 1, art. 23 T.U.F.<sup>422</sup> nel giudizio risarcitorio, si riscontra difatti un numero davvero

---

<sup>418</sup> R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1122.

<sup>419</sup> Cfr. M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola felice (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati otc)*, cit., 270 ss.

<sup>420</sup> Cass., 13 maggio 2016, n. 9892, in *CED Cassazione*, 2016.

<sup>421</sup> Per un'ampia ricognizione del tema si rinvia a G. GRISI, *Spigolando su causa, derivati, informazione e nullità*, cit., 137 ss.

<sup>422</sup> In tema si rimanda a M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola felice (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati otc)*, cit., 267 ss.

esiguo di decisioni, peraltro solo di merito, che propendono per il rimedio dell'annullabilità del derivato per vizi del consenso<sup>423</sup>.

Dalla violazione degli obblighi informativi la giurisprudenza fa pertanto conseguire un inadempimento dell'intermediario che si modula in responsabilità precontrattuale o contrattuale a seconda che la violazione incida, rispettivamente, il contratto quadro, ovvero, il singolo ordine di acquisto<sup>424</sup>.

Stessa soluzione rimediale di natura risarcitoria-contrattuale che si riscontra poi nelle operazioni compiute dall'intermediario in conflitto di interessi.

Salvo una lieve apertura di una recente decisione di legittimità<sup>425</sup>, la giurisprudenza risulta costante nel ritenere che l'omessa esplicitazione di tutte le ragioni di conflitto di interessi<sup>426</sup>, e/o l'omessa esecuzione di doverose tecniche di gestione, determina la violazione di obblighi legali facenti parte

---

<sup>423</sup> Trib. Perugia, 28 novembre 2014; Trib. Verona, 10 dicembre 2012; Trib. Taranto, 01 luglio 2008; tutte in *www.ilcaso.it*

<sup>424</sup> Cass., 16 maggio 2016, n. 9981 in *Guida dir.*, 36, 2016, 74; Cass., 27 aprile 2016, n. 8394, in *Giust. Civ. Mass.*, 2016; Cass., 16 marzo 2016, n. 5250, in *Giust. Civ. Mass.*, 2016; Cass., 15 marzo 2016, n. 5089, in *ilsocietario.it*, 2016, 8 aprile; Cass., 08 febbraio 2016, n. 2414, in *Guida dir.*, 2016, 15, 46; Cass., 26 gennaio 2016, n. 1376, in *Dir. Giust.*, 2016, 27 gennaio; Cass., 09 febbraio 2016, n. 2535, in *Foro it.*, 6, I, 2016, 2139; Cass., 17 aprile 2015, n. 7922, in *Giust. Civ. Mass.*, 2015; Cass., 10 aprile 2014, n. 8462, in *Guida dir.*, 2014, 23, 85; Trib. Udine, 29 febbraio 2016, in *www.ilcaso.it*; Tribunale Modena, 07 gennaio 2016, n. 33, in *Giurisprudenza locale – Modena*, 2016; App. Milano 07 ottobre 2014, n. 3513, in *ridare.it*, 2016, 29 marzo; Trib. Verona 15 novembre 2012, in *www.ilcaso.it*

<sup>425</sup> Cfr. Cass., 09 giugno 2016, n. 11876, in *Giust. Civ. Mass.*, 2016, per la quale «[...] l'esecuzione dell'ordine in conto proprio non comporta, di per sé sola, l'annullabilità dell'atto ai sensi degli artt. 1394 o 1395 c.c.» [conf. Cass., 22 dicembre 2011, n. 28432, in *Giust. civ. Mass.*, 12, 2011, 1839].

<sup>426</sup> Trib. Milano 19 aprile 2011, cit. Trib. Piacenza, 30 novembre 2010, in *www.ilcaso.it*: «Con riferimento alla vendita in contropartita diretta, questa non basta di per sé sola a dar luogo ad un conflitto di interessi, dovendosi altresì verificare altre circostanze, quali, ad esempio, il fatto che la banca avesse nel proprio portafogli un rilevante numero di titoli di quel tipo avendone acquistati in sovrabbondanza al momento della sottoscrizione, che facesse parte del consorzio di collocamento delle obbligazioni, che avesse finanziato (direttamente o per il tramite di una società del gruppo) la società emittente, tutte situazioni nelle quali l'intermediario potrebbe avere un concreto interesse a trasferire sul cliente il rischio di insolvenza dell'emittente».

integrante del rapporto contrattuale<sup>427</sup> d'intermediazione finanziaria in essere con il cliente che determina pertanto inadempimento contrattuale<sup>428</sup>.

### 3. *La causa.*

Da sempre connessa con il tema della causa dei contratti derivati è la preliminare questione se essi possano qualificarsi, o meno, come contratti aleatori. Il tema è ampiamente dibattuto e sottende, nel suo substrato, la diversa impostazione relativa al concetto stesso di alea giuridica.

In generale si osserva come l'alea costituisca un elemento originario ed essenziale che colora e qualifica (*rectius*: incide) lo schema causale del negozio, in momenti e/o piani che possono risultare tuttavia diversi tra loro<sup>429</sup>. In altri termini, l'alea condiziona *ab initio* il sinallagma, nel senso che lo scambio delle reciproche prestazioni si configura come uno scambio tra una prestazione certa ed una incerta, ovvero, tra due prestazioni entrambe incerte.

Il codice civile del 1865 qualificava (art. 1102) «di sorte o aleatorio» quel contratto in cui per entrambi i contraenti o per uno di essi il vantaggio fosse dipeso da un avvenimento incerto. Il secondo comma indicava come tali il contratto d'assicurazione, il prestito a tutto rischio, il gioco, la scommessa e il vitalizio.

Come noto, il codice del 1942 non avvertì necessità alcuna di riproporre la richiamata definizione, venne così lasciato il relativo incumbente alla scienza giuridica. Al riguardo, tra le questioni affrontate, sembrerebbe

---

<sup>427</sup> Trib. Udine, 1 luglio 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, II, 2012, 384; Trib. Milano, 19 aprile 2011, cit.; Trib. Milano, 07 luglio 2010, in 1, II, *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 104; Trib. Milano, 14 febbraio 2009, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, II, 2010, 687.

<sup>428</sup> *Contra* cfr. D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, cit., 92.

<sup>429</sup> Cfr. R. NICOLÒ, *Alea* (voce), in *ED*, II, Milano, 1958, 1029 ss.

opportuno iniziare con il porre in rilievo la tendenza di parte della dottrina nel distinguere l'alea in senso economico dall'alea in senso giuridico.

L'alea c.d. economica si riferirebbe alle possibili oscillazioni del valore della prestazione di una delle parti in dipendenza delle fluttuazioni del mercato. L'alea c.d. giuridica riguarderebbe piuttosto il legame insistente tra l'accadimento di un evento incerto e la nascita e/o la consistenza della prestazione di una od entrambe le parti.

La prima inciderebbe potenzialmente su tutti quei contratti in cui una o più prestazioni siano posposte ad un termine successivo rispetto al perfezionamento dell'accordo<sup>430</sup>. L'alea c.d. giuridica<sup>431</sup>, invece, rivolgerebbe l'attenzione sul profilo strutturale del negozio e, in particolare, sull'entità della prestazione di uno o di entrambi i contraenti in connessione con il verificarsi o meno dell'evento considerato.

La linea di separazione tra i due concetti sarebbe comunque incerta<sup>432</sup>. In tema si registra come una parte della dottrina tenda ad escludere che l'alea

---

<sup>430</sup> Cfr. R. NICOLÒ, *Alea* (voce), cit., 1026 ss.; L. BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, IV, Bologna-Roma, 1959, 69 s.

<sup>431</sup> Hanno sostenuto la rilevanza dell'alea in senso giuridico M. ALLARA, *La vendita*, Torino, 1946, 87; G. SCALFÌ, *Corrispettività e alea nei contratti*, Varese, 1960, 143, A. PINO, *Il contratto aleatorio*, Padova, 1959, 17 ss. Cfr. altresì P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 178, secondo l'A., differenza della alea c.d. normale, l'alea giuridica non potrebbe essere oggetto di deroga in quanto costituirebbe già di per sé una deroga al sinallagma. Deroga che si discosti dai normali canoni di corrispettività dello scambio che caratterizza le attribuzioni patrimoniali dei contratti a titolo oneroso.

<sup>432</sup> Cfr. R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., 478, in cui si evidenziano esempi di incertezza giuridica che non costituiscono alea. Cfr. altresì G. CAPALDO, *Il contratto aleatorio e l'alea*, Roma, 2004, 228 ss., la quale ritiene che il sintagma "alea giuridica" sarebbe di fatto «una formula breviloquente» utilizzata al fine di circoscrivere gli elementi che caratterizzano il contratto aleatorio. La nozione di "alea economica", invece, sarebbe utilizzata per comporre le questioni attinenti alla distribuzione dei rischi tra le parti.

È possibile riscontrare la delineata incertezza in Cass., 21 aprile 2011, n. 9263, in *Guida al dir.*, 24, 2011, 62, secondo cui «L'alea normale di un contratto, che, a norma del comma 2 dell'art. 1467 c.c., non legittima la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, comprende anche le oscillazioni di valore delle prestazioni originate dalle regolari e normali fluttuazioni del mercato, qualora il contratto sia espresso in valuta estera: in tale ipotesi, infatti, le parti, nell'esercizio della loro autonomia negoziale, hanno assunto un rischio futuro, estraneo al tipo

economica rientri nella definizione di contratto aleatorio. Il rischio rilevante sarebbe solo quello giuridico inteso come possibilità di eventi che vadano ad incidere su un interesse qualificato da parte dell'ordinamento<sup>433</sup>.

Proseguendo nella ricerca ed identificazione della categoria dei contratti aleatori, una parte della dottrina si è proposta di distinguere, sotto il profilo strutturale, il negozio dal rapporto. In tal senso, l'incertezza dell'evento inciderebbe esclusivamente sulla prestazione dedotta in obbligazione, non invece sul regolamento contrattuale che, anzi, avrebbe trovato la sua completezza nella considerazione dell'evento come parametro per la produzione degli effetti ultimi<sup>434</sup>.

Nonostante la coerenza, la delineata teoria non appariva tuttavia sufficiente a comprendere interamente la fenomenologia oggetto di esame. L'evento futuro ed incerto, per vero, non sarebbe stato in grado di rappresentare l'intera categoria, la quale sarebbe stata comprensiva dei c.d. contratti aleatori ad effetti istantanei caratterizzati da eventi già verificatisi e tuttavia ancora ignoti ai contraenti. Inoltre, catalizzare l'attenzione sull'indeterminatezza della prestazione come dato soggettivo, avrebbe avuto l'effetto di porre al centro della fattispecie un fattore psicologico che avrebbe

---

contrattuale prescelto, così rendendo il contratto di mutuo aleatorio in senso giuridico e non solo economico, quanto al profilo della convenienza del medesimo».

Una timida distinzione concettuale si riscontra in Cass., 28 febbraio 2013, n. 5050, in *Giust. civ. Mass.*, 2013. Si può rilevare come, nonostante la distinzione, la Suprema Corte lasci intendere come l'alea contrattuale possa riferirsi ad entrambi i concetti «al fine di qualificare il contratto come aleatorio, è necessario verificare se, al momento della conclusione del contratto, vi sia - per volontà delle parti o per legge - una situazione di obiettiva incertezza circa i vantaggi o lo svantaggio economico che potrà derivare dal regolamento negoziale ovvero che, per la struttura del contratto posto in essere dalle parti, è a carico di una delle parti il rischio di un evento casuale che potrà incidere sul contenuto del suo diritto o della sua prestazione: in sostanza l'alea opera sin dall'inizio come elemento essenziale del sinallagma».

Cfr. *contra* P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 178 s., il quale sostiene la netta distinzione tra i due concetti.

<sup>433</sup> Cfr. G. CAPALDO, *Il contratto aleatorio e l'alea*, cit., 18, la quale afferma la «radicale differenza tra aleatorietà del negozio e alea economica».

<sup>434</sup> L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000, 95 ss.

rischiato di estendere la categoria *de qua* a tutti i negozi il cui contenuto fosse stato determinato *per relationem*<sup>435</sup>.

Si è dunque avanzato quale criterio unificante quello della funzione che però tenesse conto delle finalità in concreto perseguite dalle parti: oltre la funzione astratta di scambio il contratto aleatorio contemplerebbe in pari tempo una finalità di guadagno o di perdita dipendente da un evento esterno non dominabile dai contraenti<sup>436</sup>.

La categoria dei contratti aleatori riunirebbe perciò tutti quegli accordi in forza dei quali i contraenti ambirebbero ad un risultato utile non valutabile *ab initio* e che, addirittura, potrebbe del tutto difettare od essere negativo. Il comune intento è quindi perseguito mediante una funzione che influenza sensibilmente sia l'*an* che il *quantum* delle prestazioni dedotte nel regolamento contrattuale.

Il desiderato vantaggio mediante il risultato incerto rappresenterebbe, perciò la causa comune, la matrice alla quale poi si combinerebbero le ulteriori peculiari finalità proprie di ciascun contratto aleatorio. Di conseguenza solo nel gioco e nella scommessa la volontà comune al risultato incerto si avrebbe allo stato puro<sup>437</sup>.

Quest'ultima impostazione non è stata però condivisa da una dottrina più accorta<sup>438</sup>. Difatti, nonostante i pregi, un simile *iter* avrebbe determinato, su un versante, l'individuazione del fulcro della fattispecie in un elemento

---

<sup>435</sup> G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987, 189 ss.

<sup>436</sup> Cfr. G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 225 ss.; G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit., 203 ss.

<sup>437</sup> G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit., 207 ss.

<sup>438</sup> Cfr. M. PARADISO, *Gioco, scommessa, rendite*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, VIII, Torino, 2006, 39 ss., il quale pone l'attenzione sulla ragion pratica del gioco e della scommessa nella interconnessione inscindibile della *causa lucrandi* con la *causa ludendi*, non rinvenibile in altri tipi di negozi aleatori. Da ciò il non accoglimento della funzione di lucro incerto quale principale caratteristica fondante della categoria dei contratti aleatori. Nello stesso senso G. CAPALDO, *Il contratto aleatorio e l'alea*, cit., *passim*.

alquanto peculiare del solo contratto di gioco e scommessa<sup>439</sup>; sull'altro, la retrocessione ad un piano accessorio e secondario degli interessi reali che il tipo di contratto sarebbe stato diretto a perseguire, ossia, la causa in concreto<sup>440</sup>.

Si propone allora un diverso percorso metodologico il quale si basa sulla constatazione che l'essenzialità della categoria del negozio aleatorio risieda nella circostanza per cui i contraenti, manifestando la volontà di sottostare all'alea nei termini di speculazione ovvero di perdita, rinunciano a priori a ritenere il contratto lesionario o eccessivamente oneroso<sup>441</sup>. Difatti dette comuni patologie, che affliggono potenzialmente la dinamica contrattuale nella fase successiva alla sua genesi, qui non potrebbero ritenersi tali: il risultato incerto ed ipoteticamente squilibrato è invero accettato dalle parti.

L'ermeneusi dovrà pertanto prediligere una comparazione tra i tipi contrattuali che sono pacificamente qualificati come aleatori, da un lato, e la regolamentazione finalizzata a riequilibrare il sinallagma di cui agli artt. dagli artt. 1448 e 1467 ss. c.c., dall'altro. Un procedimento, questo, che porrà necessariamente ai margini la scommessa in ragione della sua adiacenza all'obbligazione naturale, esterna al traffico giuridico professionalmente connotato<sup>442</sup>.

---

<sup>439</sup> Cfr. P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 180, 185 s.; G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit., 21: «l'alea negoziale, allo stato puro nel contratto di gioco e scommessa, riceve un giudizio certamente non di piena approvazione da parte dell'ordinamento [...] Il giudizio di meritevolezza varia da una riprovazione massima (proibizione) per i giochi di "pura sorte", ad uno di benevola neutralità (tolleranza con tutela parziale) per quelli in cui entrano anche elementi volontaristici, ad uno di approvazione (tutela piena) per quelli destinati a promuovere attività sportive o a finanziare l'erario (lotterie autorizzate)».

<sup>440</sup> L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., 83; G. CAPALDO, *Il contratto aleatorio e l'alea*, cit., 59 ss.

<sup>441</sup> Cfr. R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., 481.

<sup>442</sup> M. PARADISO, *op. cit.*, 57.

Si escluderà altresì dal piano di indagine il contratto di assicurazione, la cui aleatorietà è stata autorevolmente posta in discussione: il presupposto di fondo del contratto è invero nel senso dell'eliminazione degli effetti che l'alea è in grado di produrre. Non vi sarebbe dunque un trasferimento del rischio, bensì una sua eliminazione economica in ragione del corrispettivo del premio versato dall'assicurato. Allo stesso modo, sul presupposto che il contratto di assicurazione sarebbe un tipico contratto d'impresa (art. 1883 c.c.) avente una precipua struttura, il rischio (come pericolo di un danno economico) non sussisterebbe neppure in capo all'assicuratore<sup>443</sup>.

L'indagine muoverà pertanto dall'analisi della struttura dei contratti di vendita di cosa futura<sup>444</sup> (art. 1472 c.c.) e della rendita vitalizia (artt. 1872 ss. c.c.).

Orbene nella vendita di cosa futura i contraenti sopportano non solo il rischio che il bene non venga mai ad esistere, ma anche quello che il valore economico finale sia diverso da quello ipotizzato e/o auspicato. In proposito può citarsi l'esempio della vendita di massa avente ad oggetto i frutti di un fondo agricolo, ovvero, la pescagione di una o più giornate.

In entrambe le ipotesi i contraenti avrebbero la sola possibilità di stimare la qualità e la quantità dei beni futuri in forza dell'esperienza accumulata, tuttavia, l'esito finale non potrà che rimanere incerto: oltre la quantità, il raccolto avrà un diverso valore in base alla sua qualità; allo stesso

---

<sup>443</sup> Cfr. R. IPPOLITO, *Il sinallagma nel contratto di assicurazione*, in *RD Comm.*, 1983, 529; G. FERRI, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni raccolti in occasione del cinquantenario dell'INA*, Roma, 1963, 111; P. CORRIAS, *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato: contributo allo studio del rapporto di garanzia*, Milano, 2001, 21; G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, cit., 137 ss.; L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., 85 ss.; G. CAPALDO, *Il contratto aleatorio e l'alea*, cit., 249 ss.

<sup>444</sup> In tema vd. G.B. FERRI e A. NERVI, *Il contratto di compravendita*, in *Diritto Civile*, diretto da N. Lipari e P. Rescigno e coordinato da A. Zoppini, III, Milano, 2009, 20 ss.; vd. altresì C.M. BIANCA, *La vendita*, in *Tratt. Dir. Civ.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1972, 351 ss.

modo il pescato, oltre alla quantità, avrà un valore diverso anche in relazione alle differenti specie catturate.

Nella rendita vitalizia l'alea è costituita principalmente dalla durata della vita del vitaliziato, la morte precoce inficerebbe l'intento perseguito da quest'ultimo mediante l'atto di disposizione. Di converso, la longevità del beneficiario potrebbe gravare oltremodo il patrimonio del vitalizante tanto da annullarne per l'intero il vantaggio economico prefigurato<sup>445</sup>. A ciò si aggiunge inoltre il rischio di cambio<sup>446</sup> che risulta senz'altro immanente in un contratto di durata come quello di cui in discorso.

Ebbene, in tale quadro, si nota come gli eventi considerati non si rivolgano semplicemente alla fase degli effetti negoziali, ma influiscano sulla determinazione del regolamento contrattuale.

Posto che grava su entrambi i contraenti uno stato di incertezza, l'evento futuro rappresenta lo strumento, su un versante, di ultimazione di un regolamento contrattuale che sconta *ab initio* una naturale incompletezza<sup>447</sup>, sull'altro, di gestione del rischio considerato dalla fattispecie regolata<sup>448</sup>.

Mentre nei contratti commutativi le parti convengono ed accettano che lo scambio sia di per sé equilibrato, in quelli aleatori esse rinunciano a tale definizione, ed accettano che la prestazione venga successivamente determinata - nella sua misura e valore - *per relationem* in ragione dell'evento incerto considerato. In altri termini, mentre nei contratti commutativi la misura, e l'equilibrio, delle rispettive prestazioni è dai contraenti accettata e determinata, in quelli aleatori si riscontra un'incertezza congenita condivisa. I

---

<sup>445</sup> M. PARADISO, *op. cit.*, 348 ss.

<sup>446</sup> *Supra* cap. I, § 7.1

<sup>447</sup> Cfr. L. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., 117.

<sup>448</sup> Cfr. G. CAPALDO, *Il contratto aleatorio e l'alea*, cit., 441 ss. per il quale nonostante sia pacifico che i contraenti perseguano comprensibilmente un risultato economico, le finalità funzionalmente rilevanti dei contratti aleatori si rinvergono nella neutralizzazione dei rischi contemplati, salvo pur sempre la verifica in concreto della meritevolezza complessiva della causa.

contraenti accettano perciò che la programmata determinazione *per relationem* della prestazione - di almeno uno dei due - possa provocare *ab origine* una sproporzione tra le attribuzioni patrimoniali.

Rispetto ai comuni canoni sinallagmatici<sup>449</sup>, è proprio tale programmata accettazione di un potenziale squilibrio sinallagmatico *ex ante*, che consente altresì di distinguere i contratti *de quibus* da quelli in cui le prestazioni siano determinate sempre *per relationem*, ma in ragione: di una circostanza che incida in modo proporzionale sulle rispettive prestazioni; dell'individuazione delle modalità di esecuzione dell'obbligazione<sup>450</sup>; di uno strumento di completamento del regolamento negoziale<sup>451</sup>.

Di qui la scelta dell'ordinamento nel disporre l'inapplicabilità ai contratti *de quibus* delle norme relative alla risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta ed alla rescissione per lesione. Sarebbe difatti contraddittorio mettere a disposizione delle parti i rimedi generali previsti dalla legge per reagire allo squilibrio genetico e/o funzionale tra le prestazioni<sup>452</sup>. Lo squilibrio tra le prestazioni è la conseguenza di un evento previsto come incerto ma determinante nell'*an* e nel *quantum*.

Ciò posto risulta evidente come in entrambi i contratti esaminati sia presente uno scambio<sup>453</sup>, ma è altrettanto evidente come l'incertezza che

<sup>449</sup> L. BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, cit., 70.

<sup>450</sup> Vd. le obbligazioni alternative (art. 1285 c.c.).

<sup>451</sup> Clausola di arbitraggio con prestazione determinata da un terzo (art. 1349 c.c.).

<sup>452</sup> R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., 462; P. VITUCCI, *La rescissione*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, IV, Milano, 2006, 477 ss.

<sup>453</sup> Cfr. in particolare C. M. BIANCA, *La vendita*, cit., 349, il quale precisa, a ragione, come nell'*emptio spei* nonostante l'alea sia caratterizzata dall'evenienza che il bene non venga ad esistenza, ciò non inficia la struttura dell'operazione contrattuale pur sempre strutturata da uno scambio del prezzo contro il bene. Cfr. inoltre E. VALSECCHI, *La rendita perpetua e la rendita vitalizia*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, XXXVII, Milano, 1961, 162 ss., il quale, nonostante l'incertezza delle prestazioni dovute, riconosce l'elemento dello scambio nel vitalizio oneroso; M. PARADISO, *op. cit.*, 348 ss. il quale afferma plausibilmente come l'alea possa solo giustificare il potenziale squilibrio tra i valori economici, mentre la causa dovrà individuarsi nello scambio.

contraddistingue una delle due prestazioni permea la funzione pratica dei contratti stessi.

Nell'*emptio spei*, sinteticamente, è interesse del venditore ottenere i mezzi finanziari necessari alla produzione, dall'altro è intenzione del compratore ottenere in anticipo e a un prezzo vantaggioso le merci. Conseguono come il contratto dia luogo alla regolamentazione delle reciproche obbligazioni finalizzate al trasferimento della cosa nonché alla gestione del rischio connesso all'incertezza dell'evento<sup>454</sup>.

In modo analogo, nella rendita vitalizia, è nell'intenzione dell'acquirente realizzare un *surplus* del suo patrimonio facendo affidamento nella capacità del cespite di produrre gli utili necessari a remunerare la rendita senza intaccare il valore capitale; è invece obiettivo dell'alienante la produzione in suo favore di una rendita che, diversamente, non sarebbe in grado di ottenere<sup>455</sup>. Anche qui i contraenti si prefiggono l'obiettivo di conseguire un'utilità, tuttavia connessa inscindibilmente ad un elemento incerto coincidente con il periodo di vita del beneficiario. Vita incerta del beneficiario che qualifica senz'altro la causa del contratto, posto che l'art. 1876 c.c. dispone la nullità del contratto *de quo* qualora la rendita venga stipulata per la durata della vita di una persona, che, al tempo del contratto, aveva già cessato di vivere; mentre l'art. 1879 c.c. vieta al debitore il riscatto delle rendite ed esclude la risoluzione per quanto possa essere divenuta gravosa la sua prestazione<sup>456</sup>.

Da quanto sin qui dedotto si può di conseguenza qualificare l'aleatorietà in quella funzione mediante la quale le parti regolano ed organizzano lo scambio sinallagmatico alla situazione di rischio, preesistente o

---

<sup>454</sup> G. CAPALDO, *Il contratto aleatorio e l'alea*, cit., 110.

<sup>455</sup> M. PARADISO, *op. cit.*, 320.

<sup>456</sup> E. VALSECCHI, *La rendita perpetua e la rendita vitalizia*, cit., 235 ss.; M. PARADISO, *op. cit.*, 350.

contestualmente assunto, riferito ad entrambe e che entrambe desiderano governare e gestire<sup>457</sup>.

Una volta individuata la funzione comune ai contratti aleatori nella gestione e neutralizzazione di un rischio specifico<sup>458</sup>, e non nel perseguimento di un lucro incerto<sup>459</sup>, il derivato potrà pertanto definirsi come un contratto aleatorio<sup>460</sup> avente la funzione di gestione<sup>461</sup> e/o di neutralizzazione di un

<sup>457</sup> G. CAPALDO, *Il contratto aleatorio e l'alea*, cit., *passim*.

<sup>458</sup> G. CAPALDO, *Il contratto aleatorio e l'alea*, cit., 141 ss.

<sup>459</sup> Cfr. *contra* nel senso del contratto derivato come scommessa legalmente autorizza D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 20 ss.; ID., *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata*, in *Contr. Impr.*, 4-5, 2014, 835 ss.; R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, in *Swaps tra banche e clienti*, a cura di D. Maffeis, Milano, 2014, 68, 71; M. INDOLFI, *La modulazione dell'aleatorietà convenzionale degli interest rate swap*, in *Contr.*, 11, 2014, 1012 ss. In giurisprudenza cfr. App. Milano, 11 novembre 2015, n. 4303, in *dirittobancario.it*; Trib. Milano, 16 giugno 2015, n. 7398, in *www.ilcaso.it*; App. Milano, 18 settembre 2013, cit.

Secondo tale impostazione gli scenari probabilistici parteciperebbero alla definizione della causa del derivato, tanto che, la loro mancata conoscenza da parte dell'investitore al momento del perfezionamento del derivato determinerebbe la nullità del contratto per assenza di causa. In proposito si ritiene come, in virtù dell'impostazione preferita, la mancata informazione sugli scenari probabilistici non inficerebbe la causa del derivato, bensì atterrebbe piuttosto alla violazione dei doveri di *disclosure* dell'intermediario apprezzabili sul piano dei vizi connessi alla svolgimento dell'Ufficio di diritto privato (per il cliente *retail*), ovvero dei vizi del consenso e dell'inadempimento per i clienti professionali.

<sup>460</sup> In tal senso cfr. Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, cit.; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, cit., 113 ss.; M. MANCA, *La qualificazione delle operazioni con strumenti finanziari derivati*, in *Fisco*, 42, 2006, 6517; M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo dir.*, 2017, 510.

Cfr. *contra* F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, cit., 7 ss. Rilevato che l'eterogeneità dei numerosi e diversi contratti derivati impedisce di definire il contratto derivato come un'unica fattispecie giuridica, l'A. giunge nel riconoscere che tutti i contratti derivati siano riconducibili a cinque "prototipi" (*rectius*: strutture negoziali) aventi differenti funzioni causali.

Il "primo prototipo" sarebbe quello dello *swap* di pagamenti, cioè quel «contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi». La causa sarebbe qui quella dello scambio di obbligazioni di pagamento. Il prototipo *de quo* includerebbe: gli *interest rate swap* e *interest rate and currency swap*, i *total rate of return swap*, i *total return equity swap*, i *total return fund swap*, i *commodity swap* ed i *weather index swap* con pluralità di pagamenti.

Il contratto differenziale semplice rappresenterebbe il "secondo prototipo" e, nella specie, sarebbe «il contratto mediante il quale una parte si obbliga a corrispondere, al termine stabilito, un importo pari alla differenza positiva tra a) il valore di un bene al tempo della conclusione del contratto e b) il valore dello stesso alla scadenza del contratto e, contestualmente, l'altra parte si obbliga a corrispondere allo stesso termine un importo pari alla differenza negativa tra gli stessi valori». Sino alla scadenza del contratto risulterà incerto l'ammontare della prestazione ed il contraente obbligato ad eseguirla. Tale prototipo includerebbe: i *domestic currency swap*, i

rischio, preesistente (finalità di copertura) o contestualmente assunto (finalità speculativa<sup>462</sup>) mediante lo specifica operazione di scambio<sup>463</sup> propria di ciascuna tipologia di contratto derivato<sup>464</sup>.

Una conferma circa la natura aleatoria si avrebbe inoltre dall'espressa previsione normativa concernente l'inapplicabilità ai contratti derivati dell'eccezione di gioco *ex art. 1933 c.c.* disposta al comma 5 dell'art. 23 T.U.F. Ebbene, nonostante la sensibile diversità del contratto derivato dal giuoco e scommessa in ragione di quanto sopra evidenziato<sup>465</sup>, si osserva

---

*forward rate agreements*, i *financial futures* su indici, i *financial futures* su tassi di interesse, i *financial futures* su azioni, gli *equity forward* con *cash settlement*, i *fund forward* con *cash settlement*, i *commodity forward* con *cash settlement*, i *weather index swap* con singolo pagamento, i *forward* su indici economici e i *credit spread swap*.

Il "terzo prototipo" consisterebbe in un contratto atipico ed aleatorio in forza del quale «una parte, verso pagamento di un premio, si obbliga a pagare all'altra una somma di denaro entro i limiti convenuti al verificarsi di certe variazioni di un parametro di riferimento (contratto di pagamento condizionato)». Sarebbero riconducibili a questo gli *interest rate option*, i *commodity call*, *put* e *collar*, i *weather call*, *put* e *collar*, i *credit default swap*, le *economic call* o *put option* ed i *catastrophe swap*.

Il "quarto prototipo" sarebbe quello tipico della compravendita (bene contro prezzo) con conseguente causa commutativa. Ad esso sarebbero riconducibili: i *financial futures* su titoli di stato e su titoli obbligazionari, i *financial futures* su merci, gli *equity forward* con *physical settlement*, i *fund forward* con *physical settlement* ed i *commodity forward* con *physical settlement*.

Il "quinto prototipo" sarebbe quello tipico del contratto di opzione (art. 1331 c.c.), a questo sarebbero riconducibili: le opzioni su *swap*, su titoli, su divise, su indici, le *equity options*, le *fund options*, le *commodity options*, i *credit spread options*.

<sup>461</sup> In tal senso in relazione agli *swaps*, cfr. R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, cit., 50 ss.

<sup>462</sup> Cfr. L. PONTIROLI, *Contratti derivati e scommessa: come l'uso incontrollato di una metafora comprometta i rapporti tra diritto dei contratti e diritto dell'intermediazione finanziaria*, cit., 219.

<sup>463</sup> Per una lettura astratta della causa del contratto derivato cfr. C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, 156 ss.

<sup>464</sup> Per alcune tipologie vd. *supra* cap. II.

<sup>465</sup> Per la diversità dei contratti derivati dal giuoco e la scommessa cfr. inoltre Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Giur. it.*, 2010, 338, secondo la quale «l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento concernente gli strumenti finanziari derivati, disposta dall'art. 18, comma 4, del d.lgs. n. 415/1996 (corrispondente all'art. 23, co. 5, t.u.f.) sta proprio a significare che l'attività degli intermediari finanziari non è assimilabile all'attività di una casa da giuoco autorizzata e ciò proprio per l'esistenza di dettagliate disposizioni normative che impongono all'intermediario finanziario di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati».

come il primo condivide in ogni caso con il secondo la medesima matrice genetica, dunque, la natura aleatoria<sup>466</sup>.

Ciò posto, è bene precisare che la detta finalità speculativa<sup>467</sup> o di copertura è intesa come propensione dello strumento al risultato auspicato

---

<sup>466</sup> P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 200. Contro l'accostamento delle due figure cfr. B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, cit., 621.

In tal senso in giurisprudenza cfr. Trib. Genova, 30 novembre 2015, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 28 novembre 2014, cit.; Tribunale Milano, 23 giugno 2014, n. 8332, in *iusexplorer.it*; Trib. Milano, 8 febbraio 2012, in *www.ilcaso.it*: «è infondata la pretesa invalidità dei contratti derivati per asserito “squilibrio delle obbligazioni assunte dalle parti” (che non può ritenersi dimostrato dalle perdite subite dai contratti) stante l’aleatorietà dei contratti stessi (i cui effetti sono legati all’andamento del mercato)»; Trib. Milano 19 aprile 2011, cit.; Tribunale Salerno, 03 dicembre 2010, in *iusexplorer.it*.

<sup>467</sup> *Contra* cfr. E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in *Swap tra banche e clienti* a cura di D. Maffei, Milano, 2014, 127, per il quale la funzione di negoziazione e monetizzazione del rischio è ammissibile esclusivamente per il derivato a copertura, non invece per il derivato speculativo il quale sarebbe un contratto privo di causa e, pertanto inevitabilmente nullo. Nella specie il derivato speculativo determinerebbe una pericolosa distorsione del mercato con una conseguente scorretta allocazione delle risorse in danno al pubblico dei risparmiatori. Tali contratti, producendo un’allocazione irrazionale delle risorse, sarebbero pertanto immeritevoli di tutela perché privi di causa.

Analoga posizione è altresì sostenuta da M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale. I – L’ “azzardo oltre la scommessa: i derivati speculativi, l’eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contr. Impr.*, 3, 2014, 571 ss., ID., *I derivati e la causa negoziale. II – Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, in *Contr. Impr.*, 4-5, 2014, 881 ss.; ID., *Della causa*, Vicenza, 2015, 463 ss. il quale nega rilevanza all’alternativa tra funzione di copertura e funzione speculativa perché decisivo sarebbe il modo con il quale il rischio è dedotto nel contratto. Ammettere un derivato speculativo non sembrerebbe molto diverso dall’ammettere che si possa dare assicurazione di un sinistro, senza enunciare l’efficacia pregiudizievole per la sfera patrimoniale dell’assicurato. «Non enunciare e/o provare il rapporto sottostante ad un derivato o, più esattamente, la sua inerenza alla sfera giuridico-economica di uno dei contratti non significa, allora, trascurare (del tutto legittimamente) di illustrarne i motivi, ma significa piuttosto non enunciarne (e/o non provarne) la causa (= la logica secondo la quale esso sposta la ricchezza), e cioè sottopone all’ordinamento un contratto dal quale non si evince se vi si scambia copertura contro denaro o se la ricchezza vi è fatta circolare secondo una logica diversa».

Ammettere un derivato speculativo equivarrebbe ad un solo involucro che non enuncia la soggezione ad un rischio ed avrebbe pertanto un contenuto causale intrinsecamente ambiguo. Ciò sarebbe la conseguenza del fatto che il giudizio causale non possa limitarsi alla dinamica giuridica (ad. es. lo scambio di flussi nello *swap*) ma debba necessariamente ricomprendere la logica secondo cui avvengono i reciproci spostamenti di ricchezza.

Scambio e sinallagma si riscontrerebbero solo quando gli effetti giuridici realizzati dal contratto si pongano in rapporto di corrispettività così da veicolare gli spostamenti patrimoniali, di modo che la ricchezza «elargita da una parte costituisca il “prezzo” della ricchezza di ritorno prestata dall’altra».

Tutto ciò non potrebbe riscontrarsi nei derivati speculativi nei quali, in realtà, vi sarebbe un *scambio fittizio*, uno scambio senza scambio e un sinallagma senza corrispettività. Essi, in altri termini, non rappresenterebbero altro che: «una vendita senza prezzo, che, proprio per questo,

dalla parte, non come risultato garantito a pena di nullità: l'aleatorietà propria del negozio non lo consentirebbe<sup>468</sup>.

Si può osservare a sostegno di ciò come il richiamato art. 23 T.U.F., nonché tutte le altre disposizioni dedicate alla categoria<sup>469</sup> generale dei contratti derivati – tra cui l'articolato panorama delle figure nominate compiuto dall'art. 1, co. 2, lett. d/j T.U.F. –, mai compiano una distinzione tra derivati a copertura e derivati speculativi<sup>470</sup> per ammettere i primi ed escludere i secondi. Distinzione che di converso si rinviene nella speciale e settoriale disciplina dell'uso degli strumenti derivati per gli enti pubblici di cui, tra gli altri, all'art. 62 del d.l. 25 giugno 2008, n. 112 (da ultimo modificato dalla Legge 27 dicembre 2013, n. 147), la quale ha di fatto introdotto per gli enti locali un forte regime restrittivo per la futura stipulazione di derivati che, ormai, si riconosce limitata qui, sì, ad una ristretta lista con finalità per di più di sola copertura<sup>471</sup>.

Considerata perciò la consapevolezza del legislatore della distinzione tra derivati a copertura e derivati speculativi, e la volontà dello stesso di limitarne l'ammissibilità in termini di copertura solo in relazione alla finanza pubblica, ne consegue *a fortiori* la meritevolezza dei secondi nelle contrattazioni tra privati dove una distinzione selettiva nei termini detti risulta mancante.

---

attiva una circolazione della ricchezza del tutto estranea al dispositivo di mercato ed alla sua razionalità».

<sup>468</sup> Tale impostazione è anche condivisa dal Trib. di Bari, 15 luglio 2010, in *Contr.*, 2011, 244 ss., e in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2013, 106, il quale ha definito il contratto di *swap* come un contratto nominato, ma atipico in quanto privo di disciplina legislativa, a termine, consensuale, oneroso e aleatorio.

<sup>469</sup> *Supra* Cap. II, § 2.

<sup>470</sup> Fermo restando che, spesso, la finalità di copertura è perseguita in un'ottica globale piuttosto che in relazione alla singola transazione e, in aggiunta, che accade altrettanto frequentemente l'ipotesi in cui il derivato a copertura venga perfezionato anticipatamente rispetto al sottostante.

<sup>471</sup> Per un approfondimento cfr. D. GAUDIELLO, *Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la Legge di Stabilità 2014*, in *dirittobancario.it*; vd. inoltre *infra* in questo cap., § 6 ss.

La mancata distinzione pertanto potrebbe essere ragionevolmente letta, salvo un controllo in concreto<sup>472</sup>, nell'ottica di una piena ammissibilità e meritevolezza<sup>473</sup> di tutela anche dei contratti derivati c.d. speculativi<sup>474</sup>.

In tale contesto si può inoltre evidenziare il rilievo di un'autorevole dottrina<sup>475</sup> secondo la quale la funzione di copertura sarebbe soltanto eventuale. Essa si porrebbe su un piano ulteriore rispetto alla «speculazione» individuandone una possibile *ragione*.

In altri termini la funzione di realizzare un guadagno sarebbe tipica e oggettivamente presente nel contratto derivato in quanto tale. Diversamente la funzione di copertura riguarderebbe in definitiva l'utilizzazione del guadagno conseguito: la ragione per la quale il contraente manifesta la volontà di assumersi un rischio.

In ultima analisi si può oltretutto rilevare come da un lato l'attività speculativa, nel senso della ricerca di un guadagno, sia in generale insita nell'attività commerciale<sup>476</sup> e, dell'altro, che il contratto derivato risulti meritevole di tutela per la funzione volta a consentire una maggiore liquidità

---

<sup>472</sup> *Infra* in questo cap., § 3.1

<sup>473</sup> In tal senso cfr. Trib. Milano 16 giugno 2015, n. 7398, cit.; Trib. Milano, 08 febbraio 2012, cit.; App. Milano, 03 marzo 2016, n. 858, in *dirittobancario.it*

In relazione agli *swap* cfr. Trib. di Verona, 3 marzo 2010, in *www.ilcaso.it*, secondo cui sia gli *swap* di copertura, sia quelli speculativi sono riconosciuti dall'ordinamento italiano come meritevoli di tutela e, quindi, aventi una causa lecita e tipica consistente «nello scambio di pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi».

<sup>474</sup> Nel senso della non ammissibilità dei derivati speculativi cfr. M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale. II – Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, cit., 891 ss.; ID. *Della causa*, cit., 500 ss. secondo il quale la detta elencazione non sarebbe sufficiente a ritenere che il legislatore intendesse riconoscere la cittadinanza giuridica a tutti i derivati quale che ne sia la funzione. In realtà egli si sarebbe limitato ad estrapolare dalla pratica del mercato figure dai caratteri più o meno ambigui, riconoscendone il *nomen* ma senza attribuire tipicità agli spostamenti di ricchezza che esse sono dirette a realizzare.

<sup>475</sup> Cfr. C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, cit., 113 ss.

<sup>476</sup> In tal senso Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 269; C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, cit., 121. *Contra* M. BARCELLONA, *Della causa*, cit., 468 ss.

dei mercati finanziari, nonché a sviluppare il commercio rendendo possibile la gestione del rischio<sup>477</sup>.

### 3.1. *La causa nei derivati OTC e il problema dell'alea unilaterale.*

Individuata la funzione del contratto derivato, si nota come le patologie incidenti sulla causa acquistino particolare rilievo nel contesto dei c.d. derivati OTC, non invece nell'ambito dei derivati negoziati nei mercati regolamentati.

Come osservato<sup>478</sup>, il c.d. derivato "al banco" è un prodotto finanziario altamente standardizzato liquido e fungibile che, come tale, circola agevolmente ed è potenzialmente oggetto di frequenti scambi.

Da ciò si dubita persino della possibilità di ricondurre le negoziazioni in derivati uniformi alla classica dinamica negoziale. In effetti si nota come le negoziazioni *de quibus* si concretizzino con modalità lontane dalle vicende dello scambio e più vicine ad ordini unilaterali di acquisto o vendita: ciascun contraente assume sostanzialmente una posizione inversa e contraria rispetto a quella dell'altro<sup>479</sup>. Posizione che risulta in ogni momento liquidabile incassando o versando il saldo, rispettivamente, attivo o passivo rinvenibile al momento del compimento della scelta. La logica del mercato si ispira pertanto ad una prospettiva di anonimato in cui è preclusa l'emersione delle ragioni delle negoziazioni collocabili nell'alveo della causa.

Conseguentemente, le eventuali patologie dei derivati uniformi saranno circoscritte al piano oggettivo dell'idoneità del prodotto alla negoziazione sul

---

<sup>477</sup> Cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, cit., 28.

<sup>478</sup> *Supra* cap. 2 § 6.

<sup>479</sup> Cfr. C. ANGELICI, *Alla ricerca del derivato*, cit., 151 ss.

mercato regolamentato<sup>480</sup>, ovvero, alla modalità di esecuzione del rapporto contrattuale tra intermediario ed investitore<sup>481</sup>. Problematicità che, pertanto difficilmente potrebbero interessare la causa<sup>482</sup> del contratto derivato negoziato<sup>483</sup>. Il sistema di negoziazione e le caratteristiche strutturali dei derivati “al banco” non consentirebbero difatti di valutare la funzione individuale. Da ciò uno strumento caratterizzato da “astrattezza causale”: la logica collettiva del mercato polarizza la vicenda e pone così in secondo piano quella sottesa alla singola operazione posta in essere<sup>484</sup>.

Diverso è invece l’approccio concettuale nella negoziazione dei derivati OTC. Come rilevato<sup>485</sup>, qui l’intermediario assume oltretutto la posizione di controparte del cliente. Si sviluppa perciò una vicenda negoziale che si svolge secondo le consuete tecniche contrattuali non orientate alla logica dell’anonimato<sup>486</sup> e del mercato collettivo.

---

<sup>480</sup> Cfr. E. POSNER, *An FDA for Financial Innovation: Applying the Insurable Interest Doctrine to 21st Century Financial Markets*, in *Northwestern University Law Rev.*, 107, 2013, 1307.

Vd. inoltre l'art. 5.1.1 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. il quale, in relazione al mercato IDEM, prevede al co. 4° che: «In ogni caso l'attività sottostante uno strumento derivato deve soddisfare caratteristiche di liquidità, continuità delle negoziazioni, disponibilità o reperibilità di tutte le informazioni rilevanti, disponibilità di prezzi ufficiali o comunque significativi».

<sup>481</sup> *Supra* in questo cap., § 2 ss.

<sup>482</sup> Cfr. G. LA ROCCA, *La tutela dell'impresa in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011, 35, il quale rileva come le patologie dei contratti derivati “al banco” possano riguardare esclusivamente l’adempimento o l’inadempimento dei doveri informativi gravanti sull’intermediario.

<sup>483</sup> In tema cfr. App. Milano, 18 settembre 2013, cit.: «Nei derivati uniformi, la verifica giurisdizionale del rispetto delle regole di condotta dell’intermediario dettate dal T.U.F. e dalla normativa secondaria costituisce l’unica forma di controllo della correttezza delle contrattazioni. Trattandosi di compravendite di strumenti finanziari circolanti sul mercato, e già quotati, non si pone per essi il problema della "misurabilità" dell'alea in essi contenuta e della consapevole condivisione del rischio, ma unicamente un problema di adeguatezza o appropriatezza del prodotto rispetto al profilo di rischio dell'investitore, ovvero di assenza di eventuali conflitti di interesse».

<sup>484</sup> C. ANGELICI, *Alla ricerca del derivato*, cit., 162.

<sup>485</sup> *Supra* cap. II, § 6.

<sup>486</sup> D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2010, 778 ss.

Ne discende come i derivati *over the counter*, in quanto *tailor-made*<sup>487</sup>, potrebbero essere afflitti da vizi strutturali relativi alla causa riscontrabili mediante la valutazione<sup>488</sup>, e dunque la verifica, del rapporto tra la ragione concreta dell'operazione e l'attitudine del derivato a realizzarla. Verifica che, nella specie, riconduce al ruolo della causa come strumento valutativo per la tutela specifica dei contraenti che pongono in essere l'atto di autonomia privata. In altri termini l'attenzione dovrà focalizzarsi sul controllo in concreto<sup>489</sup> della meritevolezza degli interessi perseguiti dal contratto aleatorio (art. 1322 c.c.).

Ciò posto, l'*incipit* argomentativo non potrà che coincidere con la nozione qui accolta di contratto derivato quale negozio aleatorio, finalizzato alla funzione di gestione e/o di neutralizzazione di un rischio, preesistente (finalità di copertura) o contestualmente assunto (finalità speculativa) mediante la specifica operazione di scambio propria della tipologia di contratto derivato scelta dai contraenti<sup>490</sup>.

Ebbene su tali basi, in linea astratta, bene potrebbe accadere che il soggetto il quale intendeva coprirsi contro un determinato rischio, ovvero, speculare sul sottostante, non riesca a conseguire tale finalità; il tutto con l'aggravio che nel primo caso possa addirittura subire un esborso maggiore di quello ipoteticamente sopportato senza la conclusione del derivato OTC.

---

<sup>487</sup> *Supra* cap. II, § 6.

<sup>488</sup> In tema cfr. O. CLARIZIA, *Valutazione della causa in concreto e superamento del tipo legale*, in *L'interpretazione secondo Costituzione nella giurisprudenza. Crestomazia di decisioni giuridiche*, II, a cura di G. Perlingieri e G. Carapezza Figlia, Napoli, 2012, 411 ss.

<sup>489</sup> Sulla nozione di causa in concreto si rinvia a, senza presunzione di completezza, cfr. G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., 370 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, a cura di G. Vettori, II, Milano, 2006, 93 ss.; U. BRECCIA, *Causa*, in *Il contratto in generale*, in *Tratt. dir. privato*, XIII, Torino, 1999; E. NAVARRETTA, *La causa e le prestazioni isolate*, Milano, 2000, 231 ss.; ID, *Le prestazioni isolate nel dibattito attuale*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2007, I, 828 ss. Cfr. altresì C.M. BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, cit., 452 ss. il quale identifica la causa in concreto come la sua «ragione pratica, cioè l'interesse che l'operazione contrattuale è diretta a soddisfare».

In giurispr. cfr. da ultimo Cass., 03 aprile 2013 n. 8100, in *Giust. civ. Mass.*, 2013; Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 299 ss.

<sup>490</sup> *Supra* in questo capitolo § 3.

Tale evenienza sarebbe teoricamente ammissibile data la natura aleatoria del derivato OTC. Tuttavia, trattandosi come detto di un prodotto *taylor-made*, dottrina e giurisprudenza avvertono la necessità di un controllo concreto dell'accordo. Nella specie la funzione del contratto congegnata nel contesto dell'atto negoziale (la regola) dovrà necessariamente trovar appropriato riscontro nella concretezza dei fatti (l'atto)<sup>491</sup>.

Il controllo dovrà pertanto rivolgersi alla concreta ed effettiva sussistenza di un'alea che incida su entrambe le posizioni contrattuali<sup>492</sup>. In altri termini sarà necessario il riscontro di un'alea bilaterale<sup>493</sup>.

L'alea bilaterale si inserisce nel momento causale del negozio pertanto i contraenti, avendo accettato rispettivamente di subire l'alea, o di speculare su di essa, non avranno la facoltà di considerare il contratto come lesionario o come eccessivamente oneroso<sup>494</sup>. Ne discende che qualora la detta bilateralità sia meramente apparente, in quanto in concreto risulti escluso che uno dei contraenti possa subire un danno in dipendenza del verificarsi dell'evento incerto, vi sarà un'evidente divergenza tra la "regola" e l' "atto". Il contratto dovrà pertanto dichiararsi nullo per assenza di causa. Il tutto sarebbe ulteriormente confermato dalla natura transtipica della disposizione di cui all'art. 1895 c.c.<sup>495</sup>

---

<sup>491</sup> In questo senso cfr. A. GENTILI, *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, II, 2006, 1458 s., «laddove il codice commina la nullità per mancanza di accordo, o oggetto, o causa, non si riferisce alla loro mancanza al livello (semantico) della regola (che non sussiste ove non si esterni chi può o deve far qualcosa), ma al livello (reale) dei fatti».

<sup>492</sup> Anche la Suprema Corte di Legittimità è del medesimo avviso: «per aversi contratto aleatorio è necessario che l'alea intesa quale situazione rischiosa cui i contraenti si espongono, investa e caratterizzi il negozio nella sua interezza e nella sua formazione, sicché per la natura del negozio o per le specifiche pattuizioni stabilite dai contraenti divenga radicalmente incerto il vantaggio economico in relazione al quale le parti si espongono» (Cass., 30 agosto 2004, n. 17399, in *leggidigitaliprofessionale.it*, Cass., 7 giugno 1991, n. 6452, *ibidem*).

<sup>493</sup> R. NICOLÒ, cit., 1029 ss.; M. INDOLFI, *Aleatorietà convenzionale dei contratti derivati*, in *Studium Iuris*, 4, 2015, 405; ID., *La modulazione dell'aleatorietà convenzionale degli interest rate swap*, cit., 1022.

<sup>494</sup> Cfr. R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., 481.

<sup>495</sup> P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 207; Trib. Salerno, 02 maggio 2013, in *www.ilcaso.it*

Il carattere unilaterale dell'alea determinerebbe, in concreto, che nel contratto sorgano obbligazioni per un solo contraente. Di conseguenza vi sarebbe la programmazione di un trasferimento di ricchezza al quale non corrisponde "compenso" alcuno in favore di chi vi si obbliga, dunque si tratterebbe di un trasferimento intrinsecamente gratuito e però privo dello spirito liberale, pertanto "senza causa"<sup>496</sup>.

Al riguardo è opportuno specificare come tanto i derivati speculativi quanto quelli a copertura siano contratti aleatori<sup>497</sup>, dacché la connotazione speculativa non influirebbe in ordine alla valutazione della mancanza di alea del contratto<sup>498</sup>. Si tratterebbe di due piani concettuali distinti, non apparirebbe pertanto corretto sostenere che i derivati di copertura sarebbero contratti bilateralmente aleatori e quelli speculativi unilateralmente aleatori.

I derivati con alea unilaterale e i derivati speculativi presentano problemi di ammissibilità differenti. Dalla stipulazione di un contratto speculativo potrebbe conseguire un eventuale titolo di responsabilità dell'intermediario e/o esporre il negozio, in presenza dei relativi presupposti, alle regole sui vizi della volontà<sup>499</sup>. Diversamente il derivato con alea unilaterale, sia esso speculativo o di copertura, dovrà considerarsi privo di alea giuridicamente meritevole e, pertanto, sfornito di causa.

In aderenza a quanto illustrato è dunque condivisibile l'orientamento giurisprudenziale che dichiara la nullità del contratto derivato OTC in ragione

---

<sup>496</sup> M. BARCELLONA, *Della causa*, cit., 501.

<sup>497</sup> Cfr. G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. Priv.*, 1997, 594 ss.

<sup>498</sup> Cfr. P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 205. Non accoglibile sarebbe pertanto l'orientamento del Trib. Monza, 14 giugno 2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) secondo il quale «a seconda di come vengono strutturati [gli *irs* – n.d.r.] possono essere utilizzati con finalità di copertura dei rischi legati alle variazioni di tassi di interesse (o di cambio), vale a dire con lo scopo assicurativo senz'alto lecito e meritevole di tutela ai sensi dell'art. 1322 c.c. o con finalità meramente speculative, che riducendo lo strumento ad una mera scommessa, danno luogo ad obbligazioni non azionabili ex art. 1933 c.c.».

<sup>499</sup> V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2013, 985 s.

della verifica di un'alea unilaterale che, in concreto, preveda vantaggi incerti per il solo intermediario e svantaggi sicuri per l'investitore<sup>500</sup>.

Ciò posto risulta importante evidenziare come la necessaria bilateralità dell'alea non importi che la stessa debba obbligatoriamente distribuirsi tra le parti in modo analogo e/o equivalente<sup>501</sup>. È invero ammissibile che il rischio incida in misura differente la sfera giuridico-patrimoniale dei contraenti<sup>502</sup>.

Diversamente si giungerebbe a limitare ingiustificatamente l'autonomia individuale dei contraenti sindacando nel merito la perequazione delle contrapposte attribuzioni patrimoniale in un contratto che, per di più, è persino aleatorio<sup>503</sup>. Anche qui il perfezionamento di un derivato OTC avente un'alea bilaterale, ma sproporzionata in favore dell'intermediario, potrebbe esclusivamente condurre ad ipotesi di violazioni dell'Ufficio di diritto privato<sup>504</sup>, ovvero di vizi del consenso, ovvero a profili di responsabilità del primo per inadempimento degli obblighi informativi.

In altri termini occorre verificare che l'incertezza riferibile ad entrambe le posizioni risulti sostanziale e non solo formale e/o nominale. Qualora invece il rischio di perdite gravasse unicamente sulla sfera economica di uno solo dei contraenti (art. 1895 c.c.), l'alea andrebbe ritenuta inesistente e, conseguente, mancherebbe la causa di scambio nella descritta particolare accezione dei contratti aleatori<sup>505</sup>.

---

<sup>500</sup> In tal senso cfr. Trib. Modena, 23 dicembre, 2011, in *Contr.*, 2012, 130.

<sup>501</sup> Così App. Milano, 21 marzo 2016, in *iusletter.com*; Trib. Milano, 28 novembre 2014, cit.; Trib. Cosenza, 18 giugno 2014, in *www.ilcaso.it*

<sup>502</sup> Cfr. in tal senso Trib. di Milano, 19 aprile 2011, cit.

<sup>503</sup> Cfr. V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo?*, cit., 985.

<sup>504</sup> *Supra* in questo cap., § 2.

<sup>505</sup> Cfr. App. Torino, 27 luglio 2016, n. 1725, in *dirittobancario.it*; Trib. Brindisi, 08 luglio 2008, n. 489, in *Giur. merito*, 12, 2008, 3113: «Il "contratto aleatorio unilaterale", nel quale l'alea - quale elemento attinente alla causa del contratto - è tutta concentrata nella sfera giuridica del risparmiatore non è meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico (art. 1322 c.c.), in quanto l'ordinamento non può ammettere la validità di contratti atipici che, lungi dal prevedere semplici modalità di differenziazione dei diversi profili di rischio, trasferisca piuttosto in capo a una sola parte tutta l'alea derivante dal contratto, attribuendo invece alla controparte profili certi

Di conseguenza il derivato, solo apparentemente aleatorio, dovrà dichiararsi nullo per difetto dell'elemento essenziale che lo qualifica, la causa. Il contratto nullo potrà allora, in via residuale (ed eventuale), esplicitare gli effetti concreti di un altro contratto (art. 1424 c.c.)<sup>506</sup>.

All'illustrato orientamento<sup>507</sup> se ne contrappone un altro il quale sanziona con la nullità, per difetto di causa in concreto, i derivati che risultino strutturalmente inadeguati al perseguimento della "dichiarata" finalità di copertura. In altri termini, il derivato che i contraenti avrebbero inteso di copertura sarebbe nullo per carenza di causa in concreto qualora, in ragione della sproporzione delle alee, esso non fosse idoneo a perseguire la voluta finalità di *hedging*.

In forza del rappresentato principio, quest'ultimo orientamento sembrerebbe voler utilizzare la nozione di causa in concreto per far fronte alle patologie dei derivati connesse alla sproporzione economica tra le prestazioni e/o allo scorretto rapporto di sinallagmaticità contrattuale.

---

quanto alla redditività futura del proprio investimento»; conf. Trib. Salerno, 12 aprile 2007, in *Giur it.*, 2008, 134 s.

<sup>506</sup> Sulla conversione del contratto nullo cfr. *ex plurimis*: A. ALBANESE, *La nullità nelle società di persone e nei contratti di durata*, in *Contr. Impr.*, 3, 2005, 1154 ss.; L. BIGLIAZZI GERI, *Conversione dell'atto giuridico*, in *ED*, X, Milano, 1962, 537 ss.; C. CONSOLO, *La Cassazione prosegue nel suo dialogo con l'art. 1421 c.c. e trova la soluzione più proporzionata (la nullità del contratto va sempre rilevata, ma non si forma "ad ogni effetto" il giudicato)*, in *Corr. Giur.*, 2006, 10; G. DE NOVA, *Conversione del negozio nullo*, in *EG*, IX, Roma, 1988, 2 ss.; G. GANDOLFI, *La conversione dell'atto invalido*, I, Milano, 1984; G. GLIATTA, *Risolubilità o nullità del contratto di investimento in strumenti finanziari*, 4, in *Resp. civ.*, 2007, 356 ss.; N. IRTI, *La nullità come sanzione civile*, in *Contr. Impr.*, 1987, 548 ss.; G. LA MARCA, *Costituzione di diritti personali di godimento e difetto di registrazione: legittima la previsione della nullità del contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 5, 2008, 1 ss.; G. MIRABELLI, *op. cit.*, 60 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. Impr.*, 2005, 896 ss.; V. SANGIOVANNI, *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, in *Contr.*, 2008, 7; V. SCALISI, *Contratto e regolamento nel piano d'azione delle nullità di protezione*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 2005, 459 ss.; L. VALLE, *L'inefficacia delle clausole vessatorie e le nullità a tutela della parte debole del contratto*, in *Contr. Impr.*, 2005, 149 ss.

<sup>507</sup> Cfr. App. Trento, 3 maggio 2013, n. 141, in *dirittobancario.it*; Trib. Monza, 17 luglio 2012, cit.; Trib. Civitavecchia, 8 giugno 2011, cit.; Trib. Brindisi, 18 febbraio 2013, in *www.ilcaso.it*; Trib. Bari, 5 gennaio 2012, in *dirittobancario.it*; Trib. Bari, 15 luglio 2010, cit.

Al riguardo si è tuttavia precisato che tale uso della causa in concreto è paragonabile all'utilizzo di un «grimaldello per superare il principio della tendenziale insindacabilità dell'equilibrio economico del contratto e per affermare in linea generale che un contratto, con divario di valore fra prestazione e controprestazione, può ritenersi nullo per mancanza di causa»<sup>508</sup>.

Si tratterebbe in altri termini di un indiscriminato ricorso allo strumento della causa in concreto per far fronte ad anomalie del contratto che si dovrebbero viceversa indagare e risolvere alla stregua della disciplina dell'inadempimento, dei vizi del consenso e/o dell'Ufficio di diritto privato. La causa in concreto non potrebbe difatti assurgere a formula omnicomprensiva alla quale ricondurre qualsiasi anomalia del contratto<sup>509</sup>.

### 3.2. *Upfront, costi impliciti, mark to market e loro riflessi sulla causa del derivato.*

Nonostante si ritenga che *upfront*, costi impliciti e *mark to market* concorrano a definire l'oggetto del contratto in quanto prestazioni in esso dedotte<sup>510</sup>, risulta opportuno rilevare come essi, in determinate ipotesi, possano produrre effetti tali da snaturare la causa del derivato inficiandone così la validità.

Come in precedenza illustrato<sup>511</sup>, la clausola di *upfront payment* consiste nel patto in forza del quale l'intermediario versa alla controparte una somma – c.d. *upfront* – al momento della stipula del contratto del derivato. Nella specie tale stipula interviene a conclusione di un accordo mediante il

---

<sup>508</sup> V. ROPPO, *Causa concreta: storia di un successo?*, cit., 957 ss.

<sup>509</sup> M. INDOLFI, *La modulazione dell'aleatorietà convenzionale degli interest rate swap*, cit., 1024.

<sup>510</sup> *Infra* in questo cap., § 4.

<sup>511</sup> *Supra* cap. II, § 7.

quale i contraenti rinegoziano le condizioni di un derivato in essere<sup>512</sup>, ovvero, più semplicemente, concludono *ab origine* un derivato con una (apparente) utilità per l'investitore<sup>513</sup>.

In linea astratta una pattuizione di tal genere non rappresenterebbe altro che una modalità di pagamento "anticipato" da parte di un contraente all'altro, nell'ambito delle numerose tipologie in cui si può presentare lo scambio di pagamenti. Ciò che l'intermediario eroga a titolo di *upfront* esprimerebbe una parte dei flussi positivi che il derivato andrà a generare in futuro in favore del cliente<sup>514</sup>, ossia, un meccanismo di attualizzazione di flussi futuri attesi<sup>515</sup>.

In proposito si può citare l'esempio dell'*annuity swap* nel quale una parte versa una somma all'altra al momento del perfezionamento del contratto (non effettuando ulteriori pagamenti per l'intera durata del rapporto) e la controparte si obbliga a compiere una serie di versamenti determinabili (a tasso variabile) o determinati (a tasso fisso)<sup>516</sup> nell'arco del rapporto.

---

<sup>512</sup> Sulla natura speculativa del secondo derivato cfr. Trib. di Verona, 5 novembre 2012, in *www.ilcaso.it*: «la c.d. rinegoziazione o rimodulazione dei contratti derivati è qualificabile giuridicamente come novazione oggettiva allorché uno dei contraenti (di solito il cliente) si determini a risolvere il primo *swap* soltanto in presenza di un secondo contestuale nuovo *swap* che consenta di evitare di pagare l'importo della risoluzione anticipata del primo grazie alla compensazione con il pagamento (up front) che trova giustificazione nella conclusione del secondo *swap*. In questi casi infatti le parti estinguono il primo *swap* facendo così sorgere l'obbligazione di pagamento della perdita dallo stesso generata che contestualmente estinguono, facendo sorgere una nuova obbligazione in virtù di un nuovo titolo. È così che il nuovo *swap* assume una funzione che è necessariamente speculativa in quanto è diretto a ridurre o a differire nel tempo il concreto realizzarsi della perdita provocata dallo *swap* precedente»; conf. Trib. Cosenza, 18 giugno 2014, cit.

<sup>513</sup> Sul tema cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 469.

<sup>514</sup> M. TRUDU, *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, cit., 32.

<sup>515</sup> Cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 604 ss. il quale ritiene che l'*upfront* sia riconducibile ad un servizio accessorio di finanziamento con conseguente necessità della previa conclusione di un apposito contratto.

<sup>516</sup> Al riguardo cfr. Trib. Bologna, 1 dicembre 2009, in *Giur. comm.*, II, 2012, 386 ss.

In entrambi i casi, tuttavia, tale pagamento può incidere negativamente sulla funzione del derivato determinandone la nullità per difetto di causa in concreto.

Può infatti accadere che il contratto voluto dalle parti (la regola) non trovi riscontro nella sua funzione concreta (l'atto). Ciò in considerazione della circostanza per cui il derivato, anziché realizzare la sua funzione aleatoria di gestione del rischio, sia congegnato al fine di permettere all'intermediario il recupero sicuro dunque, non aleatorio, della somma erogata<sup>517</sup>.

In tal caso, combinandosi in concreto con la funzione del derivato, l'*upfront* determinerebbe uno snaturamento della causa del contratto, addossando l'intera alea in capo al solo investitore il quale non avrebbe possibilità di trarre guadagno alcuno dal contratto in argomento<sup>518</sup> ma solo perdite. Di conseguenza l'alea del contratto non potrà che riscontrarsi come posta unilateralmente a carico del solo investitore determinando, per l'effetto, la nullità dell'intero contratto. Si tratterebbe di una nullità che, nonostante colpisca una clausola, si estenderebbe ragionevolmente all'intero contratto qualora risulti che i contraenti non lo avrebbero concluso senza quella parte del contenuto che è appunto colpita da nullità (art. 1419, co. 1 c.c.).

In tal caso il contratto nullo potrà eventualmente convertirsi, *ex art.* 1424 c.c., in un contratto di finanziamento<sup>519</sup> che dovrà però rispettare gli

---

<sup>517</sup> Cfr. Trib. Bari, 15 luglio 2010, cit.

<sup>518</sup> Cfr. *contra* F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, cit., 69.

<sup>519</sup> Per la qualificazione dell'*upfront* come finanziamento cfr. App. Bologna, 11 marzo 2014, in *www.ilcaso.it*: «in tema di contratti di swap stipulati con enti pubblici, la clausola di *up front* costituisce, proprio in ragione della sua natura aleatoria, una forma di indebitamento attuale o potenziale. La previsione del premio di liquidità, risolvendosi in un anticipato versamento di fondi, che sconta l'attualizzazione sui relativi tassi contrattuali a carico della controparte o che si ripercuote sullo spread, consiste in un'operazione analoga alla contrazione di un mutuo, laddove la sua concessione comporta un tasso o uno *spread* che attualizza il premio corrisposto in via anticipata dalla banca all'ente».

specifici requisiti di forma-contenuto nonché la disciplina dei c.d. tassi di soglia di cui alla l. 108/1996<sup>520</sup>.

### 3.3. *Mark to market e costi impliciti.*

Il *mark to market* (MTM) rappresenta una proiezione finanziaria fondata sul valore teorico di mercato del contratto derivato nell'ipotesi di risoluzione anticipata del medesimo (il c.d. costo di sostituzione)<sup>521</sup>, esso non rappresenterebbe pertanto un valore concreto ed attuale, ma solo potenziale<sup>522</sup>. Una proiezione che, si specifica, non andrebbe intesa come "previsione", bensì come valore attualizzato, attraverso modelli matematici, dei flussi attesi in forza dei dati rilevati all'istante del calcolo<sup>523</sup>.

Si tratta di un valore influenzato da una pluralità di fattori variabili a livello giornaliero, di conseguenza, è sistematicamente aggiornato in funzione dell'andamento quotidiano dei mercati finanziari.

In altri termini il MtM rappresenta un'ipotesi di chiusura contrattuale giornaliera del derivato e di stima probabilistica del rapporto di debito/credito tra le parti. Essendo pertanto un proiezione, il MtM non determina delle conseguenze giuridiche in quanto, fuori dall'ipotesi della risoluzione anticipata, non estrinsecerebbe un reale obbligo di pagamento e/o un'effettiva perdita monetaria<sup>524</sup>.

Sul versante degli effetti giuridici, il MtM acquista esclusivo rilievo, per l'appunto, nell'ipotesi di risoluzione anticipata del contratto: esso diviene

<sup>520</sup> Sull'accertamento dei tassi soglia cfr. D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 604 ss.

<sup>521</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 458.

<sup>522</sup> Cass., 8 luglio 2016, n. 14059, in *Giust. Civ. Mass.*, 2016; Cass., 11 maggio 2016, n. 9644, in *ilsocietario.it*, 2016, 18 luglio; Cass. pen., 16 dicembre 2011, n. 47421, in *Cass. Pen.*, 1, 2013, 178.

<sup>523</sup> U. PATRONI GRIFFI, *L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*, in *Riv. Dir. Banc.*, 10, 2016, 23.

<sup>524</sup> App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, in *dirittobancario.it*; Trib. Milano, 19 aprile 2011, cit.

l'importo che una delle due parti dovrà versare all'altra a titolo di indennizzo<sup>525</sup>.

Di conseguenza, posta la natura aleatoria del contratto derivato<sup>526</sup>, si ritiene come il MtM non quantifichi un diretto profitto per l'intermediario. Risulterebbe pertanto non accoglibile l'orientamento secondo il quale il suo valore iniziale coincida con un guadagno definitivamente acquisito per la banca – di rovescio una perdita subita dal cliente –, a prescindere dal concreto andamento nel tempo del derivato<sup>527</sup>.

In tal senso si è espressa anche la Corte dei Conti Abruzzo<sup>528</sup> la quale ha avuto modo di precisare che il MtM consti di un valore virtuale, in quanto attualizzato solo nell'ipotesi di chiusura ad una certa data, nonché variabile in ragione della sua connessione diretta con l'andamento dei mercati finanziari.

Ciò posto, alla problematica del MtM risulta connessa quella della qualificazione dei costi impliciti del contratto derivato.

I costi impliciti consisterebbero nel margine lordo aggiunto al *fair value* del derivato che l'intermediario percepisce in ragione della stipula del derivato, quale suo corrispettivo. I costi impliciti, pertanto, rappresentano una componente che, sommandosi al *mark to market*, determinano un valore negativo di quest'ultimo per il cliente ed un corrispondente valore positivo dello stesso per l'intermediario.

---

<sup>525</sup> G.M. DANUSSO, *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa con particolare riferimento ai derivati conclusi con gli enti locali nella giurisprudenza italiana e inglese*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, a cura di A. Gentili e R. Di Raimo, Napoli, in corso di pubblicazione, 34.

<sup>526</sup> *Supra* in questo cap., § 3.2

<sup>527</sup> App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, cit.; Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962, in *Giur. Comm.*, 2013, 357 con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*.

<sup>528</sup> Corte dei Conti Abruzzo, 22 aprile 2010, n. 259, in *iusexplorer.it*

Si è posto dunque il problema se tale valore negativo del MtM *at inception* del derivato OTC<sup>529</sup> determini uno squilibrio tale da produrre, in assenza della corresponsione di un *upfront* in favore del cliente, uno snaturamento della causa e, dunque, la nullità del contratto.

Ebbene si può riscontrare come, in giurisprudenza, ad un primo periodo in cui si affermava che il mero valore negativo del MtM *at inception* determinasse *tout court* la nullità del contratto derivato<sup>530</sup>, si registra favorevolmente il nuovo orientamento il quale ammette la possibilità di un *mark to market* iniziale negativo per il cliente, e positivo per l'intermediario. Ciò è dovuto alla circostanza per cui i costi ed i profitti dell'intermediario non sono individuati a parte, bensì sono aggiunti sul *fair value* del derivato praticato al cliente<sup>531</sup>. Una siffatta prassi sarebbe pienamente legittima tanto che risulta costantemente applicata in tutte le operazioni bancarie in conto proprio<sup>532</sup>.

Da ciò consegue come il c.d. derivato "par" non possa di fatto concretamente esistere per le seguenti ragioni.

Le universali metodologie di *pricing* di un derivato hanno come punto di partenza il c.d. prezzo a *mid-market*, ovverosia, sinteticamente<sup>533</sup>, il prezzo medio di domanda offerta di mercato di quel determinato contratto preso in considerazione nel mercato interbancario. Si tratta di un dato

---

<sup>529</sup> Per prassi, nei derivati uniformi le commissioni dell'intermediario rappresentano una voce separata e fissa rispetto al prodotto compravenduto, conseguentemente esse non confluiscono, come nei derivati OTC, nel MtM iniziale. Ciò si deve all'elevata liquidità degli strumenti *de quibus* che permette loro un'agevolata cessione in caso di sopravvenuta insolvenza dell'investitore.

<sup>530</sup> Cfr. Trib. Pescara, 11 ottobre 2012, n. 1241, in *iusexplorer.it*

<sup>531</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, cit., 57.

<sup>532</sup> App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, cit.

<sup>533</sup> Sul tema si rinvia a L.G. DOUGLAS, *Yield curve analysis, The fundamentals of risk and return*, New York, 1988; M. STIGUM, *The money market*, Illinois, 1983; I. NELKEN, *The handbook of exotic options*, Chicago, 1996; B. ANTL, *Management of interest rate risk*, Londra, 1988; J. HULL, *Introduzione ai mercati dei futures e delle opzioni*, Milano, 1995; M.D. FITZGERALD, *Financial options*, cit.

ragionevolmente oggettivo, in quanto parametrato ad indici del mercato finanziario quali, ad esempio, i tassi di interesse pubblicati e diffusi.

Una volta definito il *mid-market*, il rispettivo prezzo individuato non è però completo, non è in altri termini quello finale. Il prezzo finale dovrà legittimamente considerare e comprendere le seguenti principali componenti: i costi necessari per generare ed eseguire lo strumento derivato, il premio per il rischio di credito (di cui il rischio di controparte<sup>534</sup> è una componente), il premio per il rischio operativo, il premio per l'eventuale illiquidità del contratto, i costi amministrativi e operativi, i costi connessi all'innovazione ed alla complessità del contratto (c.d. premio per il rischio di modello), il premio per il rischio di *funding*<sup>535</sup>, il margine di profitto dell'intermediario (c.d. *mark up*)<sup>536</sup>.

Le dette componenti si rivelano imprescindibili<sup>537</sup>, permettono il funzionamento stesso del mercato finanziario. Senza di esse, invero, non esisterebbero né *dealer* né *market makers*<sup>538</sup>.

In tale quadro si comprende perciò il motivo per cui il prezzo finale del derivato risulti variabilmente definito in stretto rapporto con le qualità soggettive di ciascun cliente. Qualità soggettive che sono pertanto percepite e stimate dall'intermediario il quale, di conseguenza, determinerà i rischi da

---

<sup>534</sup> Premio che risulterà variabile in ragione del profilo creditizio del cliente. Profilo che rappresenta evidentemente una componente importante del prezzo finale: trattandosi di un mercato *otc*, l'intermediario deve necessariamente considerare il rischio di insolvenza del cliente per uno strumento che non circola e che, quindi, il primo è impossibilitato a "piazzare" nuovamente come se si trattasse di un derivato uniforme.

<sup>535</sup> *Supra* cap. I, § 7.5

<sup>536</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *Fair value e fair price nei contratti derivati*, in *Giur. Comm.*, 2, 2015, 349; in tema cfr. inoltre A. CARLEO, C.D. MOTTURA e L. MOTTURA, *Sul "valore di un derivato. Argomentazioni in margine alla disputa tra amministrazioni pubbliche e banche*, in *Contr.*, 4, 2011, 383 ss.

<sup>537</sup> Trib. Verona 25 marzo 2013, in *Giur. comm.*, 2014, 719, con nota di F. CAPUTO NASSETTI; Trib. Milano 19 aprile 2011, cit.

<sup>538</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, cit., 64.

sostenere, i relativi costi<sup>539</sup> nonché il profitto i quali, tutti, confluiranno poi nel MtM “finale”<sup>540</sup>.

Questa è anche la ragione per cui due diversi intermediari offriranno mediamente allo stesso cliente, per lo stesso identico contratto, condizioni contrattuali differenti. Non potrà pertanto esistere un prezzo giusto ed un prezzo ingiusto del derivato OTC, bensì, un prezzo di libero mercato<sup>541</sup>.

Da quanto illustrato si ritiene pertanto che i derivati OTC non possano avere un valore iniziale (*at inception*) del *mark to market* pari a zero. Esso sarà tendenzialmente negativo per il cliente in quanto racchiuderà, al suo interno, i costi ed i rischi sostenuti dall’intermediario nonché il c.d. *mark up*<sup>542</sup>. I costi impliciti dei prodotti finanziari OTC dunque esistono e, salvo quanto si dirà tra poco, non snaturano *tout court* la causa del contratto determinando la nullità del derivato, né obbligano la banca a compensare il cliente tramite erogazione di *up front*<sup>543</sup>.

Del resto, la tesi che sostiene aprioristicamente il principio della nullità della causa nel caso di *mark to market* negativo *at inception* si fonderebbe sul seguente assunto: l’esistenza di un MtM iniziale negativo sarebbe sempre ed in ogni caso equivalente all’eliminazione dell’alea.

Ebbene, essendo il contratto derivato connotato da una marcata aleatorietà con funzione di gestione del rischio<sup>544</sup>, tale orientamento risulterebbe del tutto indimostrato e non condivisibile: è impossibile ritenere

<sup>539</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell’essere “contratti derivati”*, cit., 57.

<sup>540</sup> Cfr. G. M. DANUSSO, *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa*, cit., 39.

<sup>541</sup> Cfr. G. M. DANUSSO, *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa*, cit., 37; F. CAPUTO NASSETTI, *ult. cit.*, 66.

<sup>542</sup> Cfr. App. Milano, 25 maggio 2014, n. 2244, in *dirittobancario.it*; Trib. Torino, 20 gennaio 2016, n. 316, in *dirittobancario.it*

Nello stesso senso cfr. G. M. DANUSSO, *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa*, cit., 83 s.

<sup>543</sup> Trib. Torino, 30 luglio 2015, in *www.ilcaso.it*

<sup>544</sup> *Supra* in questo cap. § 3.2

aprioristicamente che un'alea negativa alla stipula permanga tale per tutta la durata del contratto.

Ciò fermo, nella prospettiva del rapporto con il cliente *retail*, la presenza di costi impliciti particolarmente onerosi può essere tuttavia colta nella prospettiva dell'obbligo gravante sull'intermediario di agire curando al meglio l'interesse dell'investitore, alla stregua di un cooperatore sostanziale ricoprente un Ufficio di diritto privato, in vista dello scopo ultimo di tutela dell'integrità dei mercati finanziari (art. 21 T.U.F.)<sup>545</sup>. Pertanto, in quest'ultima fattispecie, qualora la misura dei costi impliciti sia tale da determinare la non scarsa importanza alla miglior cura del cliente *retail*, quest'ultimo, oltre ad invocare (se del caso) i vizi del consenso, avrà il diritto di respingere l'atto gestorio ai sensi dell'art. 1711, co. 1, ultima parte c.c., il quale prevede che, in assenza di ratifica, l'atto che esorbita dal mandato resta a carico del mandatario. Un rimedio, questo, esperibile sia contro l'eccesso di potere sia in caso di inadempimento del mandatario alla cura dell'interesse del mandante<sup>546</sup>.

Ciò precisato, se poc'anzi si è ritenuta non condivisibile la nullità della causa del contratto derivato in ragione di un'aprioristica valutazione del valore negativo del MtM alla stipula, il discorso si rivela sensibilmente diverso in una valutazione in concreto del funzionamento del derivato.

Invero, qualora venga accertato che la misura dei costi impliciti e/o la conformazione del *mark to market* siano tali da incidere completamente la

---

<sup>545</sup> *Supra* in questo cap., § 2 ss.; D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 3, 2013, 648 ss.

<sup>546</sup> Cfr. A. LUMINOSO, *Rappresentanza e mandato a confronto*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 2012, 760; R. NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto di "risparmio"*, in *Contr.*, 2010, 72; ID., *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2012, 188.

causa del derivato, escludendo di fatto l'essenziale bilateralità dell'alea<sup>547</sup>, allora il contratto potrà dichiararsi nullo per assenza di causa in concreto<sup>548</sup>.

Per inciso, infine, sul diverso piano dell'informazione, si ritiene che la mancata *disclosure* da parte dell'intermediario del valore negativo del MtM<sup>549</sup> alla stipula e/o della sua stima probabilistica, nonché dei costi impliciti definiti nel contratto, non potrà condurre alla nullità per assenza di causa<sup>550</sup>, bensì, secondo il caso concreto, potrà essere valutata sul piano dei vizi connessi allo svolgimento dell'Ufficio di diritto privato (per il cliente

---

<sup>547</sup> *Supra* in questo cap., § 3.2

<sup>548</sup> Così Trib. Lecce, 09 maggio 2011, in *www.ilcaso.it*: «Le operazioni in strumenti derivati dovrebbero presentarsi come potenzialmente vantaggiose per il cliente quanto meno nell'ipotesi di scenari economici a lui favorevoli. Costituisce, pertanto, un'operazione rovinosa ed insensata e sbilanciata a tutto vantaggio dell'intermediario quella che presenti costi di transazione talmente elevati da assorbire gli eventuali guadagni del cliente nel caso di andamento lui favorevole del mercato».

<sup>549</sup> Per i criteri di calcolo del MtM *infra* in questo cap., § 4.

<sup>550</sup> In antitesi cfr. Corte di App. Milano, 18 settembre 2013, cit., secondo cui, considerato che la causa del derivato sarebbe una scommessa che entrambe le parti accettano di stipulare, sussisterebbe la inderogabile necessità che entrambi i contraenti conoscano tutti gli elementi essenziali di tale scommessa, tra i quali vi rientrerebbe anche il *mark to market*. Di conseguenza qualora l'intermediario non comunicasse lo sbilanciamento in suo favore del *mark to market* alla stipula, si avrebbe una diretta incisione della causa del contratto dalla quale discenderebbe la nullità dell'intero contratto; conf. Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *iusexplorer.it*

Cfr. in tal senso D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 20 ss.; ID., *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata*, cit., 835 ss., R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, cit., 71.

*retail*<sup>551</sup>), ovvero dei vizi del consenso<sup>552</sup>, ovvero dell'inadempimento per violazione dei doveri informativi<sup>553</sup>.

Nella specie, l'omessa dettagliata scomposizione (c.d. *unbundling*) dei costi impliciti inclusi nel prezzo del derivato non potrebbe determinare la nullità della causa<sup>554</sup> per la seguenti considerazioni<sup>555</sup>.

Posta l'illustrata legittima facoltà dell'intermediario di incorporare i costi e la remunerazione attesa all'interno dello strumento finanziario, si evidenzia inoltre come i costi impliciti non rappresentino un onere che il cliente corrisponde in aggiunta al prezzo pattuito. In altri termini, essi non costituiscono gravami che sono aggiunti in modo ambiguo. L'investitore corrisponde difatti esclusivamente il prezzo<sup>556</sup> così come contrattualmente indicato.

Ciò analogamente a quanto avviene in un'operazione di mutuo immobiliare nella quale la banca non è gravata dell'obbligo di scomporre il tasso di interesse applicato al cliente, indicando separatamente tutte le voci (incluso il profitto) che concorrono a formare il detto tasso<sup>557</sup>.

---

<sup>551</sup> Si richiama in proposito la Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 (c.d. Comunicazione sui prodotti illiquidi) la quale raccomanda per il cliente *retail*: «di effettuare la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo *fair value* (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi – anche a manifestazione differita - che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente».

<sup>552</sup> Cfr. Trib. Milano, 13 febbraio 2014, in *www.ilcaso.it*: «Occorre poi precisare che, in assenza di informazioni specifiche sul profilo di rischio del prodotto, ricostruito attraverso il ricorso a scenari probabilistici e senza informazioni sul valore del *mark to market* alla data di stipulazione, l'investitore non è in grado di formulare un giudizio di convenienza economica del derivato in termini di costo/rischio/beneficio».

<sup>553</sup> In questo senso cfr. Trib. Milano, 13 settembre 2016, n. 10049, in *ilsocietario.it*, 2016, 19 settembre; Trib. Milano 13 maggio 2016, n. 6001, in *dirittobancario.it*; Trib., Torino 30 luglio 2015, cit.

<sup>554</sup> Cfr. App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, cit.

<sup>555</sup> *Contra* Trib. Torino, 17 gennaio 2014, cit.

<sup>556</sup> Sulla determinabilità del prezzo *infra* in questo cap., § 4.

<sup>557</sup> G.M. DANUSSO, *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa*, cit., 93; ID., *Derivati del Comune di Milano: commento alla sentenza della Corte di Appello di Milano*, in *dirittobancario.it*, 12 s.

#### 4. L'oggetto.

In assenza di un rigoroso linguaggio legislativo, la dottrina ha nel tempo ricondotto alla nozione di “oggetto del contratto” una pluralità di significati.

Ad un primo orientamento che identificava l'oggetto con il bene dedotto nel contratto<sup>558</sup>, se ne avvicendava uno successivo il quale lo identificava con la prestazione<sup>559</sup>; ciò sotto l'evidenza che altrimenti sarebbero stati esclusi tutti quei negozi unicamente riferiti a diritti e/o rapporti. A quest'ultima impostazione, però, si rispondeva che per includere in una siffatta nozione anche l'effetto traslativo, sarebbe stato necessario aderire ad una concezione oltremodo generica tanto da confondere la prestazione con il contenuto<sup>560</sup>.

Dato atto delle delineate difficoltà, e rinunciando ad una soluzione unitaria, si è pertanto preferito elaborare una nozione dell'oggetto plasmata sugli effetti principali che il contratto è destinato a produrre; dacché un oggetto inteso come “prestazione” (o diritto alla prestazione) nell'ipotesi di contratti a contenuto obbligatorio, ovvero, come “cosa” (o il diritto sulla cosa) nel caso di contratti a contenuto dispositivo.

---

<sup>558</sup> G.B. FERRI, *Il negozio giuridico*, Padova, 2004, 152; G. GABRIELLI, *L'oggetto della conferma ex art. 590 c.c.*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1964, 1367, nt. 2; F. MESSINEO, *Il contratto in genere*, cit., 135; F. CARNELUTTI, *Teoria generale del diritto*, Roma, 1951, 146; L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1949, 578; G. STOLFI, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1947, 14.

<sup>559</sup> A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, 279; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. Iudica*, Zatti, Milano, 2001, 336; A. CATAUDELLA, *I contratti. Parte generale*, Torino, 2014, 27 ss.; G. DE NOVA, *L'oggetto del «contratto di informatica»: considerazioni di metodo*, già in *Dir. inf.*, 804, ora in *I contratti di informatica. Profili civilistici, tributari e di bilancio*, Milano, 1987, 22; G. MIRABELLI, *op. cit.*, 174; A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, 110; P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, I, *La compravendita di «cosa futura»*, Napoli, 1962, 67; G. PIRAS, *Osservazioni in materia di teoria generale del contratto*, I, *La struttura*, Milano, 1952, 75.

<sup>560</sup> R. SACCO, *Il contratto*, in *Tratt. Sacco*, a cura di R. Sacco e G. De Nova, II, Torino, 2004, 6; C.M. BIANCA, *Diritto civile, Il contratto*, cit., 320; G. ALPA, *Oggetto e contenuto*, in *Tratt. Bessone*, a cura di G. Alpa, U. Breccia e A. Liserre, XIII, 3, Torino, 1999, 340; N. IRTI, *Oggetto del negozio giuridico*, in *Nsso Dig. it.*, XI, Torino, 1963, 803.

Quest'ultima proposta non contraddirebbe inoltre l'impostazione classica per la quale «l'oggetto consiste [...] nelle cose o nelle prestazioni mediante le quali si attua la funzione economico-sociale del contratto»<sup>561</sup>.

Secondo quest'ultimo orientamento, si assume pertanto che per oggetto del contratto derivato siano da intendersi i seguenti elementi: le prestazioni riferite ai versamenti in denaro<sup>562</sup>, incluse quelle parametrare al MtM per la risoluzione anticipata; nonché, in via eventuale, i beni indicati quali sottostanti<sup>563</sup> del contratto da consegnare fisicamente.

Nella specie, in ragione della sua componente aleatoria, si rileva come nonostante le prestazioni pecuniarie (*i.e.*: prezzo) non possano determinarsi *ab initio*, esse dovranno comunque risultare determinabili in base ad indici dedotti nella scheda contrattuale quali il tasso, il cambio, ovvero altri parametri all'uopo prescelti dai contraenti. Prendendo ad esempio un *plain vanilla* il prezzo, dunque l'oggetto, sarà principalmente individuato dai tassi di riferimento (fisso contro variabile) che le parti si obbligano a pagare reciprocamente, nonché da tutti gli altri elementi che, integrandosi con l'alea, concorreranno a definire la prestazione dovuta, quali ad esempio, la descrizione dell'evento che determina l'obbligo di pagamento, la quantificazione e la durata.

Ebbene, come anticipato, anche il *mark to market* concorre a determinare l'oggetto del contratto in argomento. Difatti, quale evento caratterizzante tutti i contratti derivati, la risoluzione anticipata, in caso di suo avveramento, produce l'obbligo gravante su uno dei contraenti di versare il c.d. costo di sostituzione, ossia, appunto il *mark to market* attualizzato. Si tratta invero di un evento tanto naturale nella "vita" del negozio *de quo* da

---

<sup>561</sup> F. GALGANO, *Il negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, III, Milano, 2002, 121 ss. Conf. A. CATAUDELLA, *cit.*, 33.

<sup>562</sup> Anche reciproci, come ad esempio negli *irs*.

<sup>563</sup> Ipotesi come illustrato remota.

essere addirittura previsto in alcune delle (pur esigue) norme positive espressamente dedicate ai contratti derivati.

Nella specie, l'art. 2427-*bis* c.c. richiede che la nota integrativa delle società per azioni indichi, per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati: a) il loro *fair value*; b) informazioni sulla loro entità e sulla loro natura, compresi i termini e le condizioni significative che possono influenzare l'importo, le scadenze e la certezza dei flussi finanziari futuri; b-*bis*) gli assunti fondamentali su cui si basano i modelli e le tecniche di valutazione, qualora il fair value non sia stato determinato sulla base di evidenze di mercato; b-*ter*) le variazioni di valore iscritte direttamente nel conto economico, nonché quelle imputate alle riserve di patrimonio netto; b-*quater*) una tabella che indichi i movimenti delle riserve di fair value avvenuti nell'esercizio<sup>564</sup>.

In aggiunta, il co. 2 dell'art. 203 T.U.F., dispone che, ai fini dell'applicazione dell'art. 76 l. fall., il valore degli strumenti finanziari derivati sia determinato secondo il loro costo di sostituzione, ossia il *mark to market*.

Ebbene, in entrambe le ipotesi il legislatore considera e riconosce esplicitamente l'evento dell'anticipata chiusura del contratto derivato, nonché il consequenziale pagamento del MtM. In particolare la prima delle due disposizioni richiamate regola la periodica valutazione del derivato in previsione di una sua chiusura anticipata; la seconda, invece, disciplina lo scioglimento del contratto con la consecutiva restituzione del differenziale

---

<sup>564</sup> L'art. 2426, co. 4 c.c. precisa inoltre che «Il *fair value* è determinato con riferimento: a) al valore di mercato, per gli strumenti finanziari per i quali è possibile individuare facilmente un mercato attivo; qualora il valore di mercato non sia facilmente individuabile per uno strumento, ma possa essere individuato per i suoi componenti o per uno strumento analogo, il valore di mercato può essere derivato da quello dei componenti o dello strumento analogo; b) al valore che risulta da modelli e tecniche di valutazione generalmente accettati, per gli strumenti per i quali non sia possibile individuare facilmente un mercato attivo; tali modelli e tecniche di valutazione devono assicurare una ragionevole approssimazione al valore di mercato».

all'attivo fallimentare ovvero l'ammissione di un correlativo credito al passivo.

Si tratterebbe in definitiva di una clausola-tipo che, in quanto tale, conformerebbe i contratti derivati nella prassi odierna<sup>565</sup>.

In tale quadro, sebbene le parti non possano determinare *ab origine* il MtM a causa della sua conformazione mutevole, si evidenzia tuttavia come il contratto debba indicarne il criterio di calcolo. Il MtM integra invero un elemento essenziale ai fini dell'accordo, in quanto concorre a determinare una prestazione propria dedotta nel contratto derivato<sup>566</sup> e dunque il suo oggetto<sup>567</sup>.

In altri termini, essendo il contratto derivato un contratto aleatorio<sup>568</sup> la cui funzione è individuata nella gestione del rischio, allora la sommatoria attualizzata dei differenziali futuri attesi rappresenta «sia pure nella dimensione temporalmente contestualizzata, un differenziale tra contrapposti flussi finanziari, ossia, l'oggetto stesso del contratto»<sup>569</sup>.

---

<sup>565</sup> Cfr. A.A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, in *Soc.*, 6, 2016, 715.

<sup>566</sup> Cfr. Trib. Milano, 13 maggio 2016, n. 6001, cit., secondo cui in un contratto di *swap* «l'esistenza di un margine di redditività del tutto legittimo in favore di una delle parti (e, normalmente, in favore dell'intermediario, quale soggetto che ha costruito e messo a disposizione il derivato) si configura esso stesso quale componente essenziale del contratto, sia in quanto onere sul quale necessariamente deve convergere l'accordo negoziale delle parti, sia in quanto componente che, determinando di fatto uno squilibrio iniziale dello *swap* (con passaggio dal suo valore teorico al valore di mercato), influisce sulla misura dell'alea che le contrapposte parti si assumono».

<sup>567</sup> U. PATRONI GRIFFI, *L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*, cit., 21 ss.

<sup>568</sup> Cfr. Lodo arbitrale Milano, 4 luglio 2013, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 2015, 220 ss. e in *dirittobancario.it* con nota di B. MARCHETTI, *Lodo Arbitrale Milano 4 luglio 2013: mark to market come elemento essenziale dello swap e necessaria condivisione dei modelli di pricing*: «elemento essenziale del contratto [è] l'indicazione del c.d. MtM, quella cioè, necessariamente probabilistica, del fair value, che ex ante si assegna al differenziale che il derivato in quel momento secondo determinati criteri avrebbe ipoteticamente potuto determinare a scadenza [...] L'alea, il rischio, non esclude affatto, anzi postula, che il contratto contenga tutti gli elementi in cui poter riscontrare l'entità ipotetica dell'alea che si corre».

<sup>569</sup> Trib. Milano, 16 giugno 2015, n. 7398, cit.; in dottrina D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, *Riv. Dir. Civ.*, 2016, 111.

L'omessa indicazione della formula di calcolo del MtM, di conseguenza, «nel momento in cui non solo non contiene il *fair value*, ma neppure ne consente per la complessità del contenuto del derivato una (agevole) determinabilità, implica il venir meno dell'elemento del contratto rappresentato dalla individuazione o individuabilità del perimetro almeno ipotetico dell'alea e così, nei contratti in cui l'oggetto è aleatorio, della determinazione o determinabilità dell'oggetto (nella specie di quella parte di oggetto rappresentata dal differenziale futuro e incerto che la stima del *mark to market* è propriamente protesa a determinare)»<sup>570</sup>.

Quanto argomentato conduce pertanto ad interrogarsi sulla validità di clausole, rinvenibili nella prassi finanziaria, le quali rimettano esclusivamente all'intermediario la determinazione dei versamenti periodici ed il MtM dovuti dal cliente, mediante criteri oscuri ed indecifrabili, non comunque contenuti nella scheda contrattuale. Una clausola di tal genere è stata, ad esempio, oggetto di esame in una recente pronuncia del Trib. di Milano del 9 marzo 2016<sup>571</sup>: «la quantificazione del Costo di Sostituzione sarà effettuata dalla Banca sulla base delle condizioni praticate da controparti di mercato su operazioni sostitutive di quella oggetto del Contratto risolto e aventi uguali caratteristiche».

Il problema qui è evidente e riguarda la generale ammissibilità del potere dell'intermediario di autodeterminare unilateralmente le singole prestazioni esecutive del derivato e, così, l'oggetto del contratto.

Preliminarmente è opportuno ricordare come l'art. 23 T.U.F. stabilisca la nullità di tutte le pattuizioni di rinvio agli usi, per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. Pertanto se

---

<sup>570</sup> Lodo arbitrale Milano, 4 luglio 2013, cit.

<sup>571</sup> Trib. Milano, 9 marzo 2016, n. 3070, in *dirittobancario.it*

il contratto di investimento faccia espresso riferimento alla determinazione operata in base alla prassi la clausola è senz'altro nulla<sup>572</sup>.

Chiarita la questione preliminare, si registra come in linea generale, dopo una prima fase di completa chiusura<sup>573</sup>, dottrina e giurisprudenza ammettano a determinate condizioni e limiti, la possibilità che uno dei due contraenti possa determinare unilateralmente l'oggetto del contratto<sup>574</sup>.

In particolare, la determinazione *de qua* sarebbe ammissibile qualora il contratto contenga sufficienti elementi di identificazione dell'oggetto, tali da circoscrivere con sufficiente precisione il compito determinativo del contraente<sup>575</sup>. In tal modo la facoltà riconosciuta non si ricondurrebbe ad un ingiustificato arbitrio, bensì ad un ordinario adempimento di un obbligo contrattuale, vagliabile secondo la diligenza richiesta, orientata alla buona fede contrattuale<sup>576</sup>. Diversamente si deve escludere che la determinazione dell'oggetto possa rimettersi al mero arbitrio di una delle parti, ciò equivarrebbe a constatare la non esistenza di un vero accordo e, dunque,

---

<sup>572</sup> Cfr. Trib. Roma, 25 novembre 2015, in *www.ilcaso.it*: «L'art. 23 comma 2 del T.U.F., lì dove esclude qualsivoglia ipotesi di rinvio agli usi per al determinazione dei corrispettivi, dei costi e degli oneri comunque dovuti dai clienti alle banche, preclude il richiamo alle prassi generalmente in uso nel sistema bancario».

<sup>573</sup> D. RUBINO, *La compravendita*, in *Tratt. Cicu, Messineo*, XXIII, Milano, 1962, 253.

<sup>574</sup> Cfr. R. SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1979, 362; C.M. BIANCA, *Diritto Civile, Il contratto*, cit., 338; «la determinazione successiva del contratto può essere rimessa ad uno dei contraenti nei limiti in cui non si presti ad alterare la posizione dell'altro contraente»; L. BARASSI, *La teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1963, 173; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, I, Padova, 2004, 261; A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale nel diritto dei contratti: appunti sul sistema nordamericano*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 2001, 99.

<sup>575</sup> Cass., 8 novembre 1997, n. 11003, in *Giust. civ.*, I, 1998, 2889; Cass., 18 gennaio 1979, n. 367, in *Giust. civ.*, I, 1979, 832: «il conferimento ad una delle parti di un potere arbitrario che equivale a definire unilateralmente lo scambio e quindi il contratto».

<sup>576</sup> E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, a cura di E. GABRIELLI, Torino, 2006, 861; ID., *L'oggetto del contratto*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 2001, 239; R. SACCO, *Il contratto*, cit., 130; A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, cit., 135; ID., *Note sull'arbitramento della parte*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, III, 2, Milano, 1998, 65; F. GALGANO, *Della simulazione. Della nullità del contratto. Dell'annullabilità del contratto*, in *Comm. Scialoja, Branca*, Bologna-Roma, 1998, 122; F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996, 183; F. CRISCUOLO, *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995, 34.

l'inammissibile soggezione di un contraente alla libera ed incontrollata volontà dell'altro<sup>577</sup>.

In aderenza a quanto illustrato, non sarebbero pertanto ammissibili e, quindi dovranno dichiararsi nulle, le clausole contrattuali (dunque i contratti) che, per la determinazione delle prestazioni pecuniarie dei contraenti o del MtM, rinviassero a formule non univocamente indicate nel contratto e di esclusivo appannaggio dell'intermediario; a maggior ragione dovranno dichiararsi pertanto nulli quei contratti dove l'esercizio del potere di determinazione neppure trovi fondamento in un patto contrattuale. In tali casi, difatti, il valore attribuibile al MtM dall'intermediario risulterebbe «sostanzialmente non verificabile e, quindi, rimesso alla rilevazione arbitraria di una delle parti del contratto»<sup>578</sup>.

Il contratto di investimento dovrà pertanto indicare univocamente, a pena di nullità, le formule matematiche ovvero i c.d. «modelli matematici»<sup>579</sup> necessari a determinare con certezza le prestazioni pecuniarie dei contraenti, MtM compreso<sup>580</sup>. Sostenere diversamente, ossia che i calcoli effettuati potranno comunque verificarsi *ex post* non supererebbe il problema di fondo: l'oggetto è un requisito del contratto la cui determinazione o determinabilità

---

<sup>577</sup> R. SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, cit., 362.

<sup>578</sup> Trib. Milano 9 marzo 2016, cit.

<sup>579</sup> Ossia metodologie universalmente riconosciute, come ad esempio il c.d. *discounted cash flow* (per i derivati più semplici), *Black & Scholes* (per le opzioni) e *Montecarlo simulation* (per i più complessi).

<sup>580</sup> *Contra* cfr. F. CAPUTO NASSETTI, *La insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, cit., 55 ss.; ID. *Fair value e fair price nei contratti derivati*, cit., 371, secondo l'A. il MtM diviene operante solo in caso di chiusura anticipata del rapporto e, pertanto, sarebbe un evento contrattuale meramente eventuale e non necessario, dunque non assumerebbe alcuna rilevanza genetica del contratto. Di conseguenza il MtM non potrebbe considerarsi come un elemento essenziale del contratto. Cfr. inoltre G. M. DANUSSO, *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa*, cit., 34; L. PONTIROLI, *Contratti derivati e scommessa: come l'uso incontrollato di una metafora comprometta i rapporti tra diritto dei contratti e diritto dell'intermediazione finanziaria*, cit., 233 ss.

In giur. cfr. Lodo arbitrale Milano, 29 gennaio 2014, in *dirittobancario.it*, il quale assume «l'orientamento della giurisprudenza per la quale il *mark to market* non costituisce l'oggetto del contratto e, dunque, non rientra tra gli elementi essenziali del medesimo che le parti sono tenute a determinare in maniera esplicita o in relazione al quale sono tenute a prevedere precisi criteri di determinazione»; Trib. Genova, 30 novembre 2015, cit.

deve sussistere alla sua conclusione, non successivamente ad essa (art. 1346 c.c.).

La soluzione della nullità dell'intero contratto in relazione all'omessa indicazione del MtM potrebbe ritenersi forte; si osserva tuttavia come la clausola *de qua* non possa non concorrere nel definire l'oggetto del derivato: il costo di sostituzione non sarebbe altro che il c.d. differenziale in alcune delle sue possibili identificazioni applicative<sup>581</sup>, dunque una specifica modalità di espressione dell'oggetto stesso del contratto<sup>582</sup>.

##### 5. *La forma.*

Come noto il primo comma dell'art. 23 T.U.F. stabilisce che i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento [escluso il servizio di cui all'art. 1, co. 5, lett. *f*)], e se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti. Inoltre la CONSOB, sentita la Banca d'Italia, può stabilire con regolamento che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati

---

<sup>581</sup> A. A. DOLMETTA, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, cit., 715.

<sup>582</sup> Cfr. Trib. Milano, 7 luglio 2016, in *www.ilcaso.it* «Dovendo l'oggetto del contratto e, quindi, tutte le sue componenti, essere determinate o quanto meno determinabili, pena la nullità del contratto stesso, è necessario che nel regolamento contrattuale venga indicato il metodo di calcolo di tale valore; in difetto, risolvendosi la quantificazione dell'MtM in una determinazione di una delle parti (la banca), non verificabile dall'altra, deve concludersi come esso non risulti determinabile, implicando la nullità dell'intero contratto ex art. 1418 c.c.»; Trib. Milano 16 giugno 2015, n. 7398, cit.

Una certa imprecisione tra causa e oggetto si rinviene in App. Milano, 18 sett. 2013, cit., la quale, divergendo da quanto precedentemente affermato («la causa, ritenuta meritevole dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee»), sostiene poi che «l'oggetto del contratto di *swap* si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee reciproche e bilaterali: sicché è inconcepibile che la quantità e la qualità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo».

in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo e la nullità (co. 3) può essere fatta valere dal solo investitore<sup>583</sup>.

Si tratta evidentemente di una forma *ad substantiam* finalizzata a tutelare gli interessi dell'investitore nonché quelli superindividuali del mercato<sup>584</sup>, dunque protettiva<sup>585</sup> per il cliente e sanzionatoria per l'intermediario<sup>586</sup>.

Forma scritta alla quale si aggiunge l'obbligo di consegnare un esemplare scritto del documento che però non sia una mera copia. Di qui la necessità di redigere il contratto in due originali uno dei quali da consegnare al cliente<sup>587</sup>; l'omessa consegna non determina tuttavia la nullità del contratto, bensì l'eventuale responsabilità dell'intermediario per l'inadempimento di un obbligo su questi gravante<sup>588</sup>.

Come detto, la violazione della prescritta forma determina invece la nullità relativa del contratto che, in quanto tale, può esser eccepita esclusivamente dall'investitore<sup>589</sup>.

Ciò posto, si registra un interessante confronto in dottrina ed in giurisprudenza, in relazione all'applicazione della regola in argomento ai

---

<sup>583</sup> Trib. Milano, 29 aprile 2015, in *Banca Borsa tit. cred.*, 3, II, 2016, 282: «Non è qualificabile come abusiva la condotta del cliente che, nel far valere il difetto formale del contratto quadro ai sensi dell'art. 23 t.u.f., limiti l'oggetto dell'azione ai soli investimenti non remunerativi selezionando esclusivamente alcuni fra gli ordini di borsa dallo stesso impartiti»; conf. Trib. Padova, 21 gennaio 2013, in *Banca Borsa tit. cred.*, II, 2014, 612.

<sup>584</sup> Trib. Milano, 6 febbraio 1997, in *Giur. it.*, 1998, 302 ss.

<sup>585</sup> Cfr. in tal senso App. Venezia, 28 luglio 2015; Trib. Taranto, 8 gennaio 2008; Trib. Forlì, 18.9.2008; Trib. Forlì, 7 maggio 2009; Trib. Vigevano, 8 maggio 2009; Trib. Biella, 13 gennaio 2012; tutte in *www.ilcaso.it*

<sup>586</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 330.

<sup>587</sup> L. ZITIELLO, *La disciplina dei contratti nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, in *I contratti*, 2, 1998, 175; P. GAGGERO, *Commento alla disciplina dei servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari*, in *Contr.*, 1996, 514 ss.

<sup>588</sup> Trib. Torino, 26 maggio 2010, in *www.ilcaso.it.*; Trib. Bergamo, 27 aprile 2009, in *www.ilcaso.it*

<sup>589</sup> Una nullità relativa che non può essere superata dall'intermediario neppure nell'ipotesi in cui l'investitore abbia conseguito un profitto in forza del contratto nullo per mancanza di forma. Cfr. Trib. Torino, cit.; Trib. Bergamo, cit.

contratti che disciplinano le negoziazioni in strumenti finanziari (anche) derivati.

Secondo un primo orientamento<sup>590</sup> la prescrizione *de qua* si applicherebbe esclusivamente al contratto quadro e non anche ai singoli ordini di negoziazione. Sulla scorta di un secondo<sup>591</sup>, invece, alla forma scritta a pena di nullità non sfuggirebbe nemmeno l'ordine esecutivo<sup>592</sup>.

In specie, per quest'ultimo orientamento, la nullità per mancanza di forma scritta dei singoli contratti regolati dal contratto quadro, ovvero per omessa registrazione dell'ordine telefonico, sembrerebbe confermata anche dall'art. 1352 c.c. secondo cui, qualora i contraenti convengano per iscritto di adottare una determinata forma per la successiva conclusione di un contratto, si presume che la forma scelta sia voluta per la validità di questo.

Secondo la dottrina più sensibile<sup>593</sup>, risulterebbe ad ogni modo preferibile applicare la regola in argomento al solo contratto quadro<sup>594</sup>.

---

<sup>590</sup> Trib. Lecco, 20 luglio 2012, in *www.ilcaso.it*; Trib. Genova, 22 marzo 2007, in *Foro Pad.*, I, 2007, 126, con nota di L. GHIGLIOTTI, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di responsabilità della banca intermediaria per servizi di investimento*; Trib. Napoli, 21 febbraio 2007, in *dirittobancario.it.*, ottobre 2007, con nota di D. CESIANO, *La prestazione dei servizi di investimento e la tutela degli investitori*; Trib. Arezzo, 17 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Biella, 26 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 26 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Oristano, 12 giugno 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 15 marzo 2006, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 25 marzo 2006 (ord.), in *Corr. merito*, 2006, 737, con nota di V. SANGIOVANNI, *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*; Trib. Genova, 14 dicembre 2006, in *Corr. merito*, 2007, 440; Trib. Genova, 2 agosto 2005, in *Foro it.*, 2006, 308, Trib. Venezia, 8 giugno 2005, in *Foro it.*, I, 2005, 2537, con nota di A. PALMIERI, *prestiti obbligazionari, "default" e tutela "successiva" degli investitori: la mappa dei primi verdetti*.

<sup>591</sup> App. Venezia, 19 novembre 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Bari, 16 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Ravenna, 19 novembre 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Genova, 26 giugno 2006, in *Foro pad.*, I, 2007, 137; Trib. Torino, 30 maggio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 1857; Trib. Bari, 20 febbraio 2006, in *Giur. merito*, 2006, 2173; Trib. Bari, 19 marzo 2007, in *iuseplorer.it*; Trib. Bari, 27, marzo 2006, in *Corr. merito*, 2006, 1000.

<sup>592</sup> Il tema resta di attualità nonostante si fosse originato sotto la vigenza dell'abrogato regolamento Consob n. 11522/1998 (come noto sostituito dal regolamento n. 16190 del 2007). Le disposizioni qui rilevanti, difatti, sono state trasfuse nel successivo Regolamento: i commi 1 e 2 dell'art. 30, Reg. n. 11522, sono confluiti nell'art. 37 del nuovo regolamento; mentre il co. 2 dell'art. 60, Reg. n. 11522 è stato riproposto nel nuovo art. 57.

<sup>593</sup> E. GIRINO, *I Contratti derivati*, cit., 438; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati*, cit., 678;

Una conferma in tal senso si evincerebbe, in primo luogo, dallo stesso art. 23 T.U.F. il quale, indicando «i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento», non potrebbe che intendere esclusivamente il contratto quadro e non i singoli ordini esecutivi<sup>595</sup>. In secondo luogo, la registrazione degli ordini telefonici non coinciderebbe con una modalità di espressione della forma del contratto, bensì rappresenterebbe esclusivamente uno strumento di archiviazione di dichiarazioni che avrebbero una forma verbale. La registrazione si collocherebbe di conseguenza nelle aree dell'adempimento e dei mezzi di prova.

La sanzione della nullità sarebbe perciò riferibile al solo contratto quadro laddove, invece, la disciplina delle regole di trasmissione dei singoli ordini di negoziazione sarebbe oggetto della libera disponibilità delle parti le quali, legittimamente, disporrebbero del potere di stabilire una diversa tecnica di espressione negoziale per la stipula dei singoli contratti derivati, in alternativa a quella scritta<sup>596</sup>. Cosicché, in quest'ultimo caso, la forma scritta sarà *ad probationem* e non a pena di invalidità<sup>597</sup>.

Ciò posto, per completezza, occorre affrontare l'ipotesi inversa nella quale si rinvenga la forma scritta del singolo contratto esecutivo e non, invece, del contratto quadro.

La questione è controversa. Posto il legame indissolubile tra il contratto per la prestazione dei servizi di investimento e l'ordine di esecuzione, un

---

<sup>594</sup> App. Perugia, 24 ottobre 2016, in *www.ilcaso.it*: «i contratti derivati stipulati da un Comune sono nulli senza la necessaria preventiva stipulazione del contratto-quadro di intermediazione finanziaria».

<sup>595</sup> D. PACE, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca, borsa, tit, cred.*, II, 2010, 122 ss.; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 26 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Biella, 26 gennaio 2007, cit.

<sup>596</sup> Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 438, il quale specifica come sia ad ogni buon conto necessario che il "raggio di copertura" del contratto normativo includa il perfezionamento della specifica operazione concretamente realizzata dai contraenti.

<sup>597</sup> Cfr. Trib. Milano, 26 aprile 2007, cit. Tuttavia, «se le parti hanno pattuito una determinata forma per il conferimento dell'ordine, il difetto di tale forma esclude la validità dell'ordine e, conseguentemente, rende senza causa contrattuale la successiva attività negoziale posta in essere dalle parti dalla banca» (Trib. Milano, 11 aprile 2008, in *Soc.*, 2009, 479).

primo orientamento ha ritenuto che la mancanza del contratto quadro determini in ogni caso la nullità del secondo. L'ordine esecutivo troverebbe la sua ragion d'essere, la sua causa, nel contratto quadro in mancanza del quale nessun effetto giuridico si produrrebbe nei rapporti giuridico-patrimoniali tra intermediario e cliente<sup>598</sup>.

Si registra tuttavia un altro orientamento<sup>599</sup> in parziale difformità con il precedente il quale ritiene ammissibile la stipula per iscritto di un unico contratto – riferito ad un'unica operazione – che però contenga tutti i requisiti di forma e di sostanza previsti dalla disciplina positiva a tutela del cliente. Pertanto sarebbe assolto l'obbligo della forma scritta qualora le parti non sottoscrivano il c.d. contratto quadro bensì contratti di valore affine in coincidenza di ciascuna operazione di investimento<sup>600</sup>.

---

<sup>598</sup> Cfr. Trib. Cagliari, 18 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*. Cfr. altresì Trib. Padova, 23 marzo 2010, in *www.ilcaso.it*, secondo il quale la produzione in giudizio del solo contratto di investimento in prodotti derivati, che sia concepito come parte integrante del contratto quadro e non ne contenga tutti i requisiti previsti dall'art. 30 vecchio Reg. Int., non ottempera l'onere probatorio relativo alla stipula del contratto quadro; Conf. Trib. Modena, 27 aprile 2010, in *www.ilcaso.it*

<sup>599</sup> Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*; conf. Trib. Monza, 4 giugno 2008, in *www.ilcaso.it*

<sup>600</sup> Non è ammessa in ogni caso la convalida del contratto quadro nullo, cfr. Cass., 11 aprile 2016, n. 7068, in *Corr. Giur.*, 8-9, 2016, 1113: «E' nullo, per difetto di forma ad *substantiam*, il contratto relativo alla prestazione di servizi di investimento, sottoscritto dall'investitore, ma non anche dalla banca. La nullità del contratto incide sulla validità dei successivi ordini di acquisto stante anche l'esclusione di ogni forma di convalida del contratto nullo ex art. 1423 c.c. Pertanto, la produzione in giudizio del contratto di negoziazione da parte della banca, non rende validi retroattivamente gli ordini di acquisto e le operazioni di compravendita de quibus, con la conseguente necessità di restituzione della somma impiegata dal cliente e dei titoli alla banca»; conf. Cass., 24 marzo 2016, n. 5919, in *Nuova Giur. Civ.*, 2016, 9, 1168.

Cfr. *contra* Trib. Verona, 28 giugno 2012, in *www.ilcaso.it*: «Nell'ambito della prestazione di un servizio d'investimento, il contratto quadro nullo per mancanza della forma scritta può essere convalidato, dal momento che la legittimazione relativa all'azione prevista dall'art. 23 t.u.f. esprime la prevalenza dell'interesse del contraente protetto sull'interesse pubblico alla tutela del mercato. La convalida può derivare non solo dall'esecuzione volontaria delle prestazioni ma da qualsiasi comportamento incompatibile con la volontà di avvalersi della nullità».

## 6. *Derivati e P.A.*

Un significativo profilo di indagine interessa le specifiche questioni inerenti le negoziazioni di strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali della p.a.

La propensione degli enti locali all'utilizzo dei contratti che qui interessano si deve al progressivo conseguimento da parte di questi di una perfetta autonomia finanziaria. Due sono in tal senso i principali snodi normativi: la legge 23 dicembre 1994, n. 724 (successivamente attuata dal D.M. 5 luglio 1996, n. 420) che ha soppresso il regime di monopolio fiscale della Cassa Depositi e Prestiti nell'erogazione del credito a detti enti; la nota riforma costituzionale introdotta a mezzo della legge Cost. 18 ottobre 2001, n. 3. Di qui l'opportunità per gli enti locali di reperire risorse finanziarie «rivolgendosi a nuovi canali di finanziamento per controbilanciare recenti tagli dei finanziamenti e far fronte ad una dilatazione della spesa rigida»<sup>601</sup>.

Ciò posto, si registra un quadro normativo la cui complessità si deve oltre che alla peculiare materia oggetto di esame, anche al susseguirsi di specifiche disposizioni legislative e regolamentari *ad hoc*.

Ebbene, i principali riferimenti normativi si individuano nell'art. 41 della Legge 28 dicembre 2001, n. 448<sup>602</sup> (finanziaria del 2002) regolante la «finanza degli enti territoriali»; nel consecutivo decreto ministeriale dell' 1 dicembre 2003, n. 389 recante il «Regolamento concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte delle province, dei comuni, delle città metropolitane, delle comunità montane e delle comunità isolate, nonché dei consorzi tra enti territoriali e delle regioni, ai sensi dell'articolo 41, comma 1,

---

<sup>601</sup> Audizione dei rappresentanti della Corte dei conti del 3 marzo 2005 in relazione alla «Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati» realizzata dalla VI Commissione finanze della Camera dei deputati, 25.

<sup>602</sup> Precedentemente a questo sono: l'art. 35, L. 23 dicembre 1994, nonché il Decreto Ministero del Tesoro, 5 luglio 1996, n. 420, recante il regolamento per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli enti locali.

della L. 28 dicembre 2001, n. 448»; nella Circolare 27 maggio 2004 del Ministero dell'economia e delle finanze; nella circolare 22 giugno 2007<sup>603</sup> del Ministero dell'economia e delle finanze<sup>604</sup>.

La lettura sistematica della riportata disciplina suggerisce una *ratio* complessiva orientata a consentire, sì, la stipulazione di derivati da parte della p.a., tuttavia con il rispetto di specifici presidi nell'assunzione delle correlative ed inevitabili posizioni di rischio<sup>605</sup>.

Proprio in ragione di ciò, l'art. 41 L. n. 448 del 2001 cit. demandava al Ministero dell'economia e delle finanze il coordinamento delle norme relative all'utilizzo degli strumenti derivati da parte dei succitati enti.

Di qui il menzionato decreto del Mef del 1° dicembre 2003, n. 389 e la relativa circolare esplicativa del 27 maggio 2004, n. 101118. L'attenzione si appunta quindi sull'art. 3 del citato decreto con cui si stabiliscono i criteri operativi per la conclusione, allora consentita, di determinati contratti derivati. Criteri operativi che, letti sistematicamente, avrebbero individuato una *ratio* finalizzata a circoscrivere l'utilizzo di tali contratti ai soli fini di copertura e/o ristrutturazione del debito pregresso<sup>606</sup>.

Le operazioni in derivati positivamente riconosciute sono: a) *swap* di tasso di cambio; b) *forward rate agreement*; c) acquisto di *cap* di tasso di interesse; d) acquisto di *collar* di tasso di interesse; e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni delle precedenti operazioni; f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora

---

<sup>603</sup> Intitolata «non applicabilità delle delegazioni di pagamento alle operazioni in derivati concluse da enti locali» chiude alla possibilità di configurare i contratti derivati come una passività.

<sup>604</sup> Si menzionano inoltre: Circolare Mef, 31 dicembre 2007; Art. 1, co. 381-384, L. 24 dicembre 2007, n. 244 (legge finanziaria 2008).

<sup>605</sup> F. CAPRIGLIONE, *I «derivati» dei Comuni italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2014, 265 ss.

<sup>606</sup> F. CAPRIGLIONE, *I «derivati» dei Comuni italiani nella gestione della finanza pubblica*, cit., 268; in tal senso cfr. Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, cit.

non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività. Operazioni queste ultime consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore all'1% del nozionale della sottostante passività.

Peculiare interesse ha riscosso la previsione di cui alla lett. f) da ultimo citata. In essa si configura invero una tipologia contrattuale il cui contenuto, fermi gli indicati vincoli, risulta in gran parte governato dall'autonomia pattizia dei contraenti. Vincoli che in tal senso sembrerebbero chiaramente delineati: scadenza dell'operazione non posteriore a quella della sottostante passività; flussi ricevuti dall'ente equivalenti a quelli che quest'ultimo è obbligato a versare in esecuzione del piano di rimborso della sottostante passività; flussi che l'ente si obbliga a corrispondere alla banca, ancorché liberamente determinabili, non caratterizzati da un profilo crescente. È inoltre ammessa la possibilità, al momento del perfezionamento dell'accordo, di corrispondere all'ente un *upfront* per un ammontare che però non superi l'1% del valore nozionale del sottostante.

Orbene, fermo quanto ritenuto in materia di *upfront*<sup>607</sup>, il peculiare disegno di quest'ultima previsione conferma l'intenzione del regolatore di preordinare specifici limiti diretti «ad evitare operazioni volte puramente a soddisfare esigenze di liquidità»<sup>608</sup> dell'ente.

In altri termini, tale disposizione ritraeva uno dei segmenti più rappresentativi dello sforzo tendente alla prevenzione del c.d. azzardo morale in cui un ente sarebbe potuto incorrere nella stipula di un derivato. Un

---

<sup>607</sup> *Supra* in questo cap. § 3.1 – 3.2

<sup>608</sup> Cfr. Corte dei Conti, Relazione sulla gestione finanziaria delle regioni, esercizi 2011-2012, vol. I, 80 ss.

azzardo rappresentato, nella specie, dal rischio che l'immediata percezione di un cospicuo (e fuori controllo) ammontare a titolo di *upfront*, fosse la preponderante (se non unica) ragione per cui un ente addivenisse alla stipula di un derivato. *Upfront* che poi, ragionevolmente, sarebbe stato impiegato nell'ordinaria gestione<sup>609</sup> e non, invece, per il responsabile proposito di gestione e ristrutturazione del debito sottostante.

Tale lettura sarebbe inoltre coerente con quanto auspicato dalla citata circolare 27 maggio 2004 Mef la quale conclude rammentando che «considerata, infine, la particolare caratteristica di rischiosità strettamente connessa con l'attività in derivati, si raccomanda che gli enti destinatari del D.M. n. 389 del 2003, a fine cautelativo, facciano riferimento alle norme del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla Consob con delibera 1 luglio 1998 e successive modificazioni, con particolare riguardo agli articoli da 25 a 31 ed al “Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari” allegato al predetto Regolamento Consob».

Anche il successivo intervento della L. 27 dicembre 2006, n. 296 (c.d. Finanziaria 2007) si pone sulla stessa scia: premettendo che «gli enti possono concludere tali operazioni solo in corrispondenza di passività effettivamente dovute, avendo riguardo al contenimento dei rischi di credito assunti», conferma come pattuizioni di tal genere «devono essere improntate alla riduzione del costo finale del debito e alla riduzione dell'esposizione ai rischi del mercato»<sup>610</sup>.

Una simile *ratio* si rinviene poi in un'ulteriore circolare esplicativa del Mef datata 31 gennaio 2007, laddove si auspica il connubio tra «il doveroso

---

<sup>609</sup> Cfr. CORTE DEI CONTI, Sez. riunite in sede di controllo, *Gli strumenti di finanza derivata nelle regioni e negli enti locali*, in *Foro it.*, V, 2009, coll. 157.

<sup>610</sup> In tal senso cfr. G. DE MARCO, *Il quadro normativo*, in *Gli strumenti finanziari derivati negli enti locali. Aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità*, a cura di M. Atelli, Milano, 2008, 14.

rispetto dell'autonomia della finanza locale» e «l'imprescindibile riguardo all'economicità complessiva delle operazioni poste in essere dagli enti per la gestione del debito».

Il delineato quadro subisce a questo punto un repentino cambio di impostazione a seguito dell'art. 62 d.l. 25 giugno 2008, n. 112, - contenente «Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività della finanza pubblica e la perequazione Tributaria» - mediante il quale si impone agli enti locali il momentaneo divieto di sottoscrivere strumenti finanziari derivati, sino all'entrata in vigore di uno specifico regolamento del Mef. Regolamento, quest'ultimo, che avrebbe dovuto individuare la tipologia dei contratti relativi a strumenti finanziari derivati, la cui stipula sarebbe stata consentita per il periodo di un anno decorrente dalla data in vigore del decreto *de quo*.

La cesura (formalmente temporanea) diventa definitivamente tranciante con il successivo art. 1, comma 572, della legge 27 dicembre 2013 n. 147 (c.d. legge di stabilità per il 2014).

La legge di stabilità 2014 espunge, difatti, il riferimento all'entrata in vigore dell'apposito regolamento del Mef che avrebbe dovuto individuare la tipologia di contratti derivati e le componenti derivate ammesse. Si giunge così all'attuale conformazione normativa che impone un divieto permanente agli enti locali di stipulare nuovi contratti derivati.

In particolare, la nuova formulazione del comma 3° dell'art. 62 D.L. n. 112/2008 pone agli enti locali, individuati dall'art. 2 del Tuel<sup>611</sup>, il divieto di: a) stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dal co. 3, art. 1 TUF; b) procedere alla rinegoziazione dei contratti derivati già in essere alla data di entrata in vigore della detta legge di stabilità; c) stipulare contratti di finanziamento che includano componenti derivate.

---

<sup>611</sup> D.lgs. 18 agosto 2000, n. 267.

Ai sensi dei successivi commi *3-bis*, *3-ter* e *3-quater*, detto generale divieto risulta tuttavia non operante per una serie di operazioni quali:

- a) le estinzioni anticipate totali dei contratti relativi agli strumenti finanziari derivati;
- b) le riassegnazioni dei medesimi contratti a controparti diverse dalle originarie, nella forma di novazioni soggettive, senza che vengano modificati i termini e le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati;
- c) la possibile ristrutturazione del contratto derivato a seguito di modifica della passività sottostante, esclusivamente nella forma di operazioni prive di componenti opzionali e volte alla trasformazione da tasso fisso a variabile o viceversa e con la finalità di mantenere la corrispondenza tra la passività rinegoziata e la collegata operazione di copertura;
- d) il perfezionamento di contratti di finanziamento che includono l'acquisto di *cap* da parte dell'ente.

Il generale divieto in argomento non esclude inoltre la facoltà degli enti:

a) di procedere alla cancellazione, dai contratti derivati esistenti, di eventuali clausole di risoluzione anticipata, mediante regolamento per cassa nell'esercizio di riferimento del relativo saldo; b) di procedere alla cancellazione, dai contratti derivati esistenti, di componenti opzionali diverse dalla opzione *cap* di cui gli enti siano stati acquirenti, mediante regolamento per cassa nell'esercizio di riferimento del relativo saldo.

Sebbene la richiamata Legge di Stabilità del 2014 abbia determinato un'evidente restrizione per la futura operatività in derivati degli enti locali, la materia mantiene un vivo interesse per tutti quei contratti stipulati dagli enti locali in costanza della previgente disciplina ed ancora in essere. Saranno

pertanto nel prosieguo esaminate le principali questioni che interessano lo specifico settore della negoziazione dei contratti *de quibus* con la p.a.

Fermi i dovuti ‘accorgimenti’ di cui di seguito, in proposito è bene anticipare sin da subito che, in linea generale, anche in questo particolare settore restano ferme ed applicabili le su illustrate questioni e proposte soluzioni in termini di natura, struttura e patologia del contratto derivato<sup>612</sup>.

### 6.1. [Segue] Riparto di giurisdizione e autotutela.

La stipula di contratti derivati da parte di enti pubblici si riconnette, in generale, ad alcune delle annose questioni del diritto amministrativo implicate nelle vicende della contrattualità pubblica, quali: l’ammissibilità dell’esercizio del potere di autotutela nell’ambito dell’attività contrattuale posta in essere dalla p.a.; la sorte del contratto a seguito dell’eventuale annullamento degli atti del procedimento amministrativo prodromici alla sua stipula; il riparto di giurisdizione<sup>613</sup> tra giudice amministrativo e ordinario per le rispettive fasi pubblicistiche e privatistiche.

---

<sup>612</sup> Si tratta tendenzialmente di un contratto stipulato dall’ente pubblico nell’ambito della sua capacità di diritto privato, ex art. 1, L. 241/1990 (cfr. *infra* prossimo §).

<sup>613</sup> Il tema risulta ampiamente dibattuto. Senza pretese di completezza cfr. A. BARTOLINI, *Annullamento d’ufficio e sorte del contratto: il caso degli Interest rate swaps*, 2, 2012, 201 ss.; R. CAPONIGRO, *Annullamento dell’aggiudicazione ed effetti sul contratto*, in *Foro amm. CdS*, 10, 2009, 2423 ss.; P. DE LISE, *Effettività della tutela e processo sui contratti pubblici*, in *giustizia-amministrativa.it*, 2008; A. MASSERA, *Annullamento dell’aggiudicazione e sorte del contratto: le molte facce di un dialogo asincrono tra i giudici*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comparato*, 2, 2009, 285 ss.; S. FANTINI, *La giurisdizione esclusiva del g.a. sulla sorte del contratto in caso di annullamento in autotutela dell’aggiudicazione*, in *Urbanistica e appalti*, 1, 2013, 27 ss.; P. CARPENTIERI, *Sorte del contratto (nel nuovo rito degli appalti)*, in *Dir. Proc. Amm.*, 2, 2011, 664 ss.; G. GRECO, *Illegittimo affidamento dell’appalto, sorte del contratto e sanzioni alternative nel d.Lgs. 53/2010*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 3/4, 2010, 729 ss.; M. NUNZIATA, *I nuovi poteri del giudice amministrativo in tema di annullamento dell’aggiudicazione e sorte del contratto*, in *Foro amm. CdS*, 12, 2010, 2700 ss.; C. LAMBERTI, *L’annullamento dell’aggiudicazione e la sorte del contratto nel codice del processo amministrativo*, in *Giustizia amministrativa*, 3/4, 2010, 164 ss.; F. MERUSI, *Annullamento dell’atto amministrativo e caducazione del contratto*, in *Foro amm. Tar*, (II), 2004, 569 ss.

In specie, le questioni poste non riguardano solo l'organo giurisdizionale al quale è demandato il giudizio circa gli effetti che può produrre l'annullamento, in autotutela, degli atti amministrativi prodromici al derivato in essere. Esse infatti si estendono, più a monte, alla scelta del giudice cui spetti la giurisdizione sul provvedimento di autotutela che, nonostante possa assumere la forma di un atto autoritativo, bene potrebbe avere la sostanza di un atto di mera gestione del rapporto contrattuale. Tale atto, cioè, potrebbe essere qualificato quale negozio unilaterale di recesso<sup>614</sup>, con la conseguenza che le connesse controversie dovrebbero demandarsi al giudice ordinario<sup>615</sup>.

La questione, dunque, si appunta sulla esatta qualificazione giuridica dell'atto di annullamento in autotutela posto in essere dalla p.a.

In proposito, per orientamento consolidato, si rileva come il riparto di giurisdizione sia guidato dal c.d. *petitum* sostanziale, ovverosia dalla natura della situazione giuridico-soggettiva dedotta in giudizio<sup>616</sup>.

Tale assunto subisce tuttavia una deroga qualora la fattispecie considerata presenti una commistione inestricabile tra interessi legittimi e diritti soggettivi. Per questi casi è consentito al legislatore di devolvere le connesse controversie alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo<sup>617</sup>. Devoluzione che, però, in ossequio ai dettami della nota Corte Costituzionale, 6 luglio 2004, n. 204<sup>618</sup>, dovrà rispettare le prescrizioni di cui all'art. 103 Cost. il quale ammette l'estensione della cognizione del

---

<sup>614</sup> F. CORTESE, *Le operazioni con strumenti finanziari derivati e l'autotutela amministrativa*, in *Giornale di diritto Amministrativo*, 4, 2012, 394 ss.

<sup>615</sup> Tar Piemonte, 21 dicembre 2012, n. 1390, in *Foro amm. Tar*, 12, 2012, 3759.

<sup>616</sup> *Ex plurimis*, Tar Lombardia, 18 marzo 2014, n. 691, in *Foro amm.*, 3, 2014, 858.

<sup>617</sup> Cfr. art. 133 D.lgs. 02/07/2010, n. 104 (c.d. Codice del Processo Amministrativo).

<sup>618</sup> In *Foro Amm. CdS*, 2004, 1895 ss.

giudice speciale a patto che i diritti soggettivi considerati siano comunque strettamente connessi all'esercizio del potere amministrativo<sup>619</sup>.

Orbene, nel delineato quadro, l'attività contrattuale posta in essere dalla p.a. assume particolare connotazione. Tale attività avrebbe invero una struttura bifasica<sup>620</sup>: la fase pubblicistica – prodromica alla conclusione del contratto – sarebbe governata dalla disciplina amministrativa; la fase esecutiva dello stesso, invece, dalle norme del diritto civile. Una dicotomia che si riverbera poi sul piano processuale del riparto di giurisdizione tra giudice amministrativo e giudice ordinario, con lo spartiacque individuato nel perfezionamento del contratto privatistico.

La linearità della soluzione non è tuttavia sufficiente a dirimere alcune fattispecie concrete che sono pertanto collocate in una zona grigia<sup>621</sup>: la fattispecie oggetto di esame è tra queste ultime.

In specie, si è posta la questione se l'annullamento in autotutela degli atti amministrativi prodromici alla conclusione del derivato abbia l'effetto di viziare la validità di quest'ultimo<sup>622</sup>.

---

<sup>619</sup> In tema cfr. M.A. SANDULLI, *Un passo avanti e uno indietro: il giudice amministrativo è giudice pieno ma non può giudicare dei diritti (a prima lettura a margine di Corte Costituzionale n. 204 del 2004)*, in *Riv. Giur. Ed.*, 4, 2004, 1230 ss.; V. CERULLI IRELLI, *Giurisdizione esclusiva e azione risarcitoria nella sentenza della Corte Costituzionale n. 204 del 6 luglio 2004 (osservazioni a prima lettura)*, in *Dir. Proc. Amm.*, 3, 2004, 820 ss.

<sup>620</sup> In tal senso cfr. Corte Cost., 23 novembre 2007, n. 401, in *Giurispr. Costit.*, 6, 2007, 444; Tar Toscana, 23 novembre 2011, n. 1925 in *Foro It.*, 2, 3, 2012, 93. Si registra in proposito un recente orientamento della Suprema Corte tendente a rivendicare la giurisdizione del giudice ordinario ogni qual volta gli atti di tutela siano adottati in un'epoca successiva alla conclusione del contratto (Cfr. Cass. S.U., 11 gennaio 2011, n. 391, in *Riv. It. Dir. Pubbl. Com.*, 1, 2011, 258).

<sup>621</sup> In senso favorevole alla giurisdizione del giudice amministrativo per l'annullamento in autotutela degli atti di gara successivi al perfezionamento del contratto cfr. Cass. S.U., 21 giugno 2005, n. 12296, in *Foro Amm. CdS*, 2005, 1688: «L'autotutela dell'amministrazione appaltante, che - riscontrando a carico dell'aggiudicatario una causa di esclusione - annulli l'aggiudicazione e assegni l'appalto ad un altro concorrente, non incide sul contratto di diritto privato stipulato successivamente agli atti di evidenza pubblica, ma riguarda solo tali atti prodromici, di modo che riguardo all'esercizio dell'autotutela è configurabile la giurisdizione esclusiva del g.a., in base all'art. 6 della legge n. 205 del 2000».

<sup>622</sup> In tema cfr. Cons. Stato, Ad. Plen., 3 giugno 2011, n. 10, in *Foro Amm. CDS*, 6, 2011, 1842: «qualora un negozio di diritto privato posto in essere da una p.a. sia preceduto da un procedimento amministrativo, l'annullamento degli atti di quest'ultimo non comporta, di regola,

Ebbene, secondo un più risalente orientamento<sup>623</sup>, l'amministrazione locale sarebbe sempre in astratto titolare del potere di annullare in autotutela gli atti della serie procedimentale relativi alla stipula di un contratto derivato. Né il provvedimento di aggiudicazione definitiva, né tantomeno la conclusione e l'esecuzione del relativo contratto sarebbero, di per sé, un ostacolo giuridicamente insormontabile.

L'annullamento in autotutela di detti atti procedurali produrrebbe *sic et simpliciter* l'automatica caducazione del derivato, ancorché già in corso di esecuzione. In tale contesto, inoltre, bene potrebbe fondarsi il provvedimento *de quo* su una valutazione a posteriori del contratto derivato la quale accerti la violazione del principio della convenienza economica, *ex art. 41 L. 448/2001 cit.* Non convenienza che, nella specie, si sostanzierebbe per un valore negativo del derivato *at inception*<sup>624</sup> a discapito dell'ente locale. Non si tratterebbe perciò di un recesso unilaterale di natura negoziale, bensì, di un esercizio del potere amministrativo volto ad annullare in autotutela l'aggiudicazione in favore dell'intermediario finanziario.

Di qui la declaratoria di inefficacia del contratto derivato rientrante, come tale, nella piena giurisdizione del g.a. Ciò come confermato dall'art.

---

l'automatica caducazione del negozio giuridico a valle (cd. effetto caducante), producendo piuttosto una invalidità derivata (c.d. effetto viziante), che deve essere dedotta davanti al giudice avente giurisdizione sull'atto negoziale»; «al di fuori dei casi in cui l'ordinamento attribuisce espressamente al g.a. la giurisdizione sulla "sorte del contratto" che si pone a valle di un procedimento amministrativo viziato (v. art. 133, comma 1, lett. e) n. 1, c. proc. amm., in tema di contratti pubblici relativi a lavori, servizi, e forniture), secondo l'ordinario criterio di riparto di giurisdizione spetta al g.a. conoscere dei vizi del procedimento amministrativo, e al g.o. dei vizi del contratto, anche quando si tratti di invalidità derivata dal procedimento amministrativo presupposto dal contratto. Tale riparto di giurisdizione non fa però venire meno l'interesse a impugnare davanti al g.a. gli atti amministrativi prodromici di un negozio societario, atteso che il loro annullamento produce un effetto viziante del negozio societario a valle, con la conseguente possibilità di: azionare rimedi risarcitori; impugnare il negozio societario davanti al g.o.; chiedere all'Amministrazione l'ottemperanza al giudicato amministrativo, e, in caso di perdurante inottemperanza, adire il g.a. che in sede di ottemperanza può intervenire sulla sorte del contratto».

<sup>623</sup> Cons. Stato, 7 settembre 2011, n. 5032, in *Giorn. Dir. Amm.*, 4, 2012, 394, con nota di F. CORTESE.

<sup>624</sup> *Supra* in questo cap. 3.2 – 3.3

122 c.p.a. che sarebbe di sicura applicazione anche qualora l'annullamento degli atti prodromici derivino dall'esercizio del potere di autotutela<sup>625</sup>.

Ricondotta la *res* controversa alla giurisdizione amministrativa, tale orientamento conclude infine con la conseguente inoperatività nella materia in argomento, *ex art.* 4 L. 218/1995, dell'eventuale clausola di deroga della giurisdizione italiana in favore di una estera.

Un successivo orientamento, discostandosi parzialmente dal precedente<sup>626</sup>, affronta la questione ponendo una significativa distinzione: l'annullamento in autotutela sarebbe ammissibile solo in costanza di una procedura di evidenza pubblica per l'affidamento di contratti pubblici<sup>627</sup>. Di conseguenza, esulerebbe dalla giurisdizione del g.a. e ricadrebbe in quella del g.o., la controversia avente ad oggetto l'annullamento d'ufficio, *ex art.* 21-*nonies* L. 241/1990, di una precedente autorizzazione alla stipula di contratti derivati adottata, però, in assenza di un procedimento amministrativo di evidenza pubblica "a monte" (come ad es. mediante una c.d. gara informale). In tal caso, il formale annullamento rappresenterebbe un atto privatistico in quanto afferente ad eventuali vizi del contratto stipulato<sup>628</sup> e non, invece, a un giudizio di legittimità relativo ad un atto d'imperio: «affinché una determinazione amministrativa possa assumere la natura dell'atto prodromico, nel senso tecnico considerato dalla giurisprudenza, occorre che sia individuabile nell'atto stesso il compimento di un processo decisionale ossia la formazione della volontà di compiere un atto di diritto privato, di cui l'ente abbia valutato ed approvato il contenuto, e che ciò

---

<sup>625</sup> Cfr. S. CALDARELLI, *Poteri pubblici e mercati finanziari: la giurisdizione inglese sui derivati stipulati dagli enti locali*, in *Foro Amm. (II)*, 2, 2015, 379 ss.

<sup>626</sup> Cons. Stato, Ad. Plen., 5 maggio 2014, n. 13, in *Giorn. Dir. Amm.*, 7, 2014, 744 ss.

<sup>627</sup> Cfr. Cass., S.U., 27 luglio 2013, n. 17780, in *pluris-cedam.utetgiuridica.it*, la quale ha rilevato che un atto potrà qualificarsi come prodromico qualora, collocandosi alla conclusione di un procedimento amministrativo, sia volto a sintetizzare le valutazioni discrezionali dell'amministrazione.

<sup>628</sup> Che come tale non può rientrare nella giurisdizione del g.a. (Cfr. Corte Cost. n. 204/2004 cit.).

risulti verificabile in base al procedimento seguito. In tal caso l'atto assume dignità provvedimento e può essere autonomamente valutato sul piano della legittimità, e formare oggetto di impugnazione in sede giurisdizionale ovvero di autotutela. In tal senso la Corte di Cassazione a SS.UU. 27 luglio 2013, n. 17780, che ha affermato la giurisdizione su un atto perché da considerarsi prodromico in quanto assunto a conclusione di un procedimento amministrativo e indirizzato a sintetizzare le valutazioni discrezionali dell'amministrazione»<sup>629</sup>.

In tale quadro, pertanto, non si ravviserebbe la giurisdizione del g.a. per l'ipotesi in cui un ente locale, sull'assunto che l'intermediario finanziario abbia violato i doveri informativi, annulli d'ufficio una precedente delibera autorizzativa<sup>630</sup> per la negoziazione di contratti finanziari derivati successivamente stipulati. Delibera, in tal senso, adottata al di fuori di un procedimento ad evidenza pubblica e quindi non valutabile autonomamente sul piano della sua legittimità.

Una siffatta autorizzazione, invero, rappresenterebbe null'altro che un atto mediante il quale l'ente manifesta e spende la sua capacità negoziale di diritto privato (art. 1, L. 241/1990), pertanto, un eventuale annullamento in autotutela estrinsecerebbe nulla più che la volontà di sciogliersi unilateralmente da un vincolo contrattuale "ritenuto" invalido: l'ente qui si pone in una posizione paritaria rispetto alla controparte privata. La giurisdizione, allora, non potrà che appartenere all'autorità giudiziaria

---

<sup>629</sup> Cons. Stato, Ad. Plen., 5 maggio 2014, n. 13, cit.

<sup>630</sup> «Sebbene possa definirsi non del tutto precisa l'espressione, che figura nella sentenza impugnata, che la deliberazione 1353655 "non conteneva alcuno specifico riferimento alla sottoscrizione dei contratti derivati qui in esame", non per questo può negarsi che la menzione dei contratti derivati, quale risulta dai testi trascritti, è assolutamente generica e riferita a mere eventualità di cui si sarebbe valutata la convenienza e l'opportunità nel successivo percorso attuativo dell'operazione riguardante il prestito obbligazionario» (Cons. Stato, Ad. Plen., 5 maggio 2014, n. 13, cit.).

ordinaria<sup>631</sup>. Ne consegue, da ultimo, che, controvertendosi in ordine a diritti disponibili, legittima e pienamente efficace sarebbe una clausola pattizia derogativa della giurisdizione italiana in favore di una straniera (art. 4, L. 31.05.1995, n. 218 – art. 1 Reg. Ce 44/2001).

L'annullamento dell'atto amministrativo in via di autotutela si prospetta, dunque, come un mero artificio non idoneo a mascherare la realtà di un giudizio volto a sindacare direttamente i requisiti di validità del contratto che, come tale, è sottratto alla giurisdizione amministrativa<sup>632</sup>.

Detta ermeneusi trova da ultimo il conforto della Corte di Legittimità<sup>633</sup> con l'aggiunta di un'importante precisazione: oltre alla conferma del delineato impianto metodologico, si specifica come, a prescindere dalla sussistenza o meno di un procedimento di evidenza pubblica, il *discrimen* funzionale a selezionare la corretta giurisdizione è identificato in ragione del

---

<sup>631</sup> Per l'accentramento della tutela contrattuale in seno alla giurisdizione ordinaria in mancanza di procedura di evidenza pubblica cfr. Cass., S.U., 05 aprile 2012 n. 5446, in *Foro amm. CDS*, 7-8, 2012, 1794 ss.: «In tema di attività negoziale della p.a., rientrano nella giurisdizione del giudice ordinario le controversie aventi ad oggetto tutti gli atti della serie negoziale successiva alla stipulazione del contratto, cioè non solo quelle che attengono al suo adempimento e quindi concernenti l'interpretazione dei diritti e degli obblighi delle parti, ma anche quelle volte ad accertare le condizioni di validità, efficacia, nullità o annullabilità del contratto, siano esse inerenti o estranee o sopravvenute alla struttura del contratto, comprese quelle derivanti da irregolarità o illegittimità della procedura amministrativa a monte e le fattispecie di radicale mancanza del procedimento di evidenza pubblica o sussistenza di vizi che ne affliggono singoli atti, accertabili incidentalmente da detto giudice, al quale le parti possono rivolgersi senza necessità del previo annullamento da parte del giudice amministrativo». Nella specifica materia dei contratti derivati cfr. Cass., S.U., 17 maggio 2013, n. 12110, in *CED Cassazione*, 2013: «Appartiene alla giurisdizione del giudice ordinario la controversia avente ad oggetto la legittimità di deliberazioni comunali recanti la dichiarazione di nullità, resa in sede di autotutela, della precedente deliberazione di giunta e delle determinazioni dirigenziali poste a base di contratti per operazioni su strumenti finanziari stipulati in base a trattativa privata da un comune con una banca, in quanto tale declaratoria di nullità, con cui l'amministrazione unilateralmente afferma la radicale inidoneità dei medesimi atti a produrre effetti vincolanti, al contrario di quanto accade per l'annullamento in autotutela, non costituisce esercizio di poteri autoritativi, né di poteri discrezionali di apprezzamento del pubblico interesse, e deve perciò misurarsi con gli eventuali diritti soggettivi che i terzi possano aver al riguardo acquisito, trattandosi, nella specie, di accertare se sia o meno intrinsecamente nulla una manifestazione di volontà negoziale, ovvero se da essa sia o meno scaturito un rapporto contrattuale impegnativo per le parti» (Conf. Cass., S.U. (ord.), 29 maggio 2012, n. 8515, in *Giur. It.*, 11, 2012, 2397, con nota di S.S. SCOCA).

<sup>632</sup> Cons. Stato, Ad. Plen., 5 maggio 2014, n. 13, cit.

<sup>633</sup> Cass., S.U., 23 ottobre 2014, n. 22554, in *CED Cassazione*, 2014.

*petitum* sostanziale e della *causa petendi* così come individuati dal giudice, in forza dei fatti allegati, nonché del rapporto giuridico controverso<sup>634</sup>.

Di modo che, una volta perfezionato il contratto, sarebbe precluso all'amministrazione il potere di svincolarsi in autotutela dallo stesso lamentando di fatto vizi privatistici. Diversamente ciò «equivarrebbe a consentire una sorta di revoca del consenso contrattuale (sia pure motivato con l'esercizio del potere di annullamento in via di autotutela) che la pariteticità delle parti negoziali esclude per il contraente pubblico non meno che per il contraente privato»<sup>635</sup>.

## 6.2. [Segue] Ipotesi di nullità del derivato per violazione di norme imperative della contrattazione pubblica.

Ferme restando le esaminate caratteristiche di ciascun elemento essenziale del contratto derivato (e le connesse patologie)<sup>636</sup>, anche qui operanti, nella contrattazione con la p.a. occorre interrogarsi se la violazione dell'indicata disciplina pubblicistica possa determinare la nullità dello strumento derivato preso in esame. Il quesito si orienta dunque alla possibile invocazione della nullità del contratto derivato, *ex* comma 1° e/o 3° dell'art. 1418 c.c.

Ebbene, sul versante dell'imperatività si è espressa in senso affermativo la Corte Costituzionale<sup>637</sup> la quale ha ritenuto che «attraverso la disciplina del

<sup>634</sup> Cfr. Cass., S.U., 05 dicembre 2011, n. 25927, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2, 2012, 185.

<sup>635</sup> Cass., S.U., 23 ottobre 2014, n. 22554, cit.: «non può dunque ammettersi che, pretendendo di adoperare il proprio potere discrezionale di autotutela per eliminare i vizi in realtà afferenti (non già alle determinazioni prodromiche, in sé sole considerate, ed alle modalità procedurali ad esse proprie, bensì) al contratto ormai stipulato, l'amministrazione possa spostare l'asse della giurisdizione riconducendo nell'alveo di quella amministrativa una controversia sulla validità di un contratto di diritto privato, come tale rientrante nell'alveo della giurisdizione ordinaria».

<sup>636</sup> *Supra* in questo cap., § 2, 3, 4, 5.

<sup>637</sup> Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, cit.; sul tema cfr. A. SCOGNAMIGLIO, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari da parte degli enti territoriali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1, 2011, 18 ss.; E. GIRINO, *Natura e funzione della disciplina dei servizi*

mercato mobiliare e dei contratti aventi ad oggetto gli strumenti finanziari derivati, il legislatore ha inteso tutelare il mercato stesso, la sua stabilità, nonché i risparmiatori che vi operano. Per perseguire questo scopo sono state contemplate regole imperative (obblighi informativi, forma dei contratti, divieto di rinvio agli usi per la determinazione dei compensi) che attengono essenzialmente alle modalità di conclusione, alla forma e ai contenuti dei singoli contratti e che sono finalizzate a proteggere la sfera giuridica dei soggetti che accedono a tale tipologia di finanziamento, i quali sono considerati alla stregua di contraenti deboli, che si trovano rispetto al professionista che opera nel mercato in una posizione di asimmetria informativa. Si tratta di norme imperative che perseguono una finalità chiaramente protettiva, come risulta dalla previsione introdotta nel comma 5 dell'art. 62 d.l. n. 112 del 2008, dall'art. 3 della l. n. 203 del 2008, secondo cui i contratti relativi a strumenti finanziari derivati, che risultino stipulati dagli enti territoriali in violazione delle disposizioni previste dal citato regolamento ministeriale, sono nulli e tale nullità "può essere fatta valere solo dall'ente"».

Come su illustrato, l'art. 62 d.l. 112/2008 cit. è stato successivamente riformato nel senso del divieto generale di stipula di contratti derivati<sup>638</sup>, ciò non toglie che si è al cospetto di una disciplina imperativa la cui violazione determina la nullità testuale relativa (in caso di violazione del co. 5, art. 62 d.l. 112/2008) ovvero virtuale<sup>639</sup> (per il resto della disciplina pubblicistica). Disciplina che opererà chiaramente nella sua pregressa formulazione per i contratti derivati stipulati ante Legge 27 dicembre 2013, n. 147 cit. ed ancora in essere.

---

*di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1, 2011, 35 ss.

<sup>638</sup> Salve talune eccezioni, *supra* in questo cap., § 6.

<sup>639</sup> Fatti salvi, in tema di nullità virtuale, i crismi di cui alla pronunzia della Cassazione a S.U. n. 19 dicembre 2007, n. 26724, cit., *supra* in questo cap., § 2.2.1

Appurato dunque il carattere dell'imperatività, occorre verificare eventuali profili di nullità<sup>640</sup> del derivato positivamente stabiliti, ovvero in ragione di elementi strutturali o di contenuto violativi della menzionata disciplina<sup>641</sup>.

Il riferimento si rivolge in sostanza ai vincoli normativi che limitano l'ambito di ammissibilità delle operazioni in derivati per gli enti locali al perseguimento di una finalità di copertura del rischio<sup>642</sup>.

Di seguito si menzioneranno le questioni più significative che dunque si aggiungono, intersecandosi, con quelle precedentemente esaminate<sup>643</sup>.

Ebbene, una volta accertata la tendenziale inefficacia dell'annullamento in autotutela motivato dalla non convenienza del derivato<sup>644</sup>, occorre tuttavia vagliare se la violazione del c.d. principio della convenienza economica<sup>645</sup>, in caso di ristrutturazione del debito locale, possa condurre alla nullità virtuale del derivato.

In proposito si condivide la posizione negativa assunta da parte della dottrina e della giurisprudenza<sup>646</sup>. In particolare, significativa risulta una pronuncia della sezione penale della Corte d'Appello di Milano<sup>647</sup> secondo cui il *test* della convenienza economica graverebbe esclusivamente sull'ente.

---

<sup>640</sup> In tema cfr. A. BENEDETTI, *La Giurisprudenza sui contratti derivati degli enti locali*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 11, 2013, 1116 ss.

<sup>641</sup> In ossequio alla nota Cass. 19 dicembre 2007, n. 26724 cit. si esclude dal campo di indagine l'eventuale violazione di doveri di comportamento da parte dell'intermediario finanziario (*supra* in questo cap., § 2.2.1).

<sup>642</sup> A. BENEDETTI, *La Giurisprudenza sui contratti derivati degli enti locali*, cit., 1118; *Supra* in questo cap., § 3.

<sup>643</sup> *Supra* in questo cap., § 2, 3, 4, 5.

<sup>644</sup> Il tema risulta in aggiunta connesso con le questioni dei costi impliciti, MtM, valore del derivato *at inception* e *pricing* per le quali *supra* in questo cap. § 3.2 – 3.3 – 4.

<sup>645</sup> art. 41, co. 2, l. 448/2001 cit.

<sup>646</sup> G.M. DANUSSO, *Derivati del Comune di Milano*, cit., 1 ss.

<sup>647</sup> App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, cit., *contra* cfr. Trib. Roma, 18 luglio 2016, n. 14375, in *dirittobancario.it*

Invero siffatta valutazione postulerebbe un calcolo globale, comprensivo anche di giudizi politici, concernente l'opportunità di un'operazione di ristrutturazione del debito. Di conseguenza si tratterebbe di una disposizione normativa rivolta esclusivamente alla p.a. e ai suoi funzionari<sup>648</sup>, la cui violazione non importerebbe la nullità dell'operazione<sup>649</sup>. Il tutto fermo restando come in *test* in argomento debba rispettarsi solo in caso di rifinanziamento di mutui preesistenti, non anche nell'ipotesi della mera rinegoziazione dell'eventuale derivato collegato a detti mutui<sup>650</sup>.

Altro recente dibattito si è posto in relazione alle prescrizioni imperative gravanti la struttura di un *collar swap*<sup>651</sup> in cui è parte un ente locale.

Il nodo problematico, in particolare, si individua sulla esistenza o meno di una disposizione imperativa la quale disponga che l'importo della vendita del *floor* non possa eccedere quello relativo all'acquisto del *cap*.

In senso affermativo si è espressa parte della giurisprudenza secondo cui, posto che il co. 2, lett. d), art. 3 d.m. 389/2003 consente all'ente pubblico il solo acquisto del *cap* (non la sua vendita), l'ente mai potrebbe cedere il *floor* per un valore economico superiore rispetto a quello necessario a finanziare l'acquisto del *cap*. Il tutto troverebbe conferma nella circolare Mef 27/05/2004<sup>652</sup>.

---

<sup>648</sup> In tal senso l'ente locale deve «obbligatoriamente attrezzarsi in proprio a stimare il valore dei derivati acquistati e, prima ancora, la loro rispondenza a quelle condizioni che reputa di complessiva convenienza economica in vista del contenimento del costo complessivo dell'indebitamento» (App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, cit.).

<sup>649</sup> Conf. High Court di Londra, 25 giugno 2015, n. 2010, *folio* 1456, Dexia Crediop S.p.A. v Comune di Prato, in *dirittobancario.it*

<sup>650</sup> Conf.: High Court di Londra, 25 giugno 2015, n. 2010 *folio* 1456, cit.; Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962, cit. (c.d. caso Pisa); G.M. DANUSSO, *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa con particolare riferimento ai derivati conclusi con gli enti locali nella giurisprudenza italiana e inglese*, cit., 56.

<sup>651</sup> *Supra* cap. II, § 3.1 – 4.

<sup>652</sup> «È implicito nell'acquisto del *collar* l'acquisto di un *cap* e la contestuale vendita di un *floor*, consentita unicamente al fine di finanziare la protezione dal rialzo dei tassi di interesse fornita dall'acquisto del *cap*».

Non sarebbe pertanto conforme al *collar swap* regolato dall'art. 3 co. 2 lett. d) d.m. 389/2003, con conseguenziale declaratoria di nullità, il derivato nel quale l'opzione *floor* ceduta dall'ente locale fosse di valore superiore all'opzione *cap* acquistata<sup>653</sup>.

Tale impostazione non è tuttavia accolta da un più sensibile orientamento il quale evidenzia come il testo della circolare Mef 27/05/2004 non imponga, né tantomeno suggerisca, l'equivalenza economica tra *cap* e *floor*.

In realtà, si nota, la *ratio* sottesa alla circolare *de qua* è quella di scongiurare l'evenienza che l'ente locale venda il *floor* per fini speculativi e, non, invece per finalità di copertura. Nulla di più.

Per l'effetto non appare configurabile una pretesa equivalenza tra i valori di *cap* e *floor* a pena di nullità. Una tale equivalenza non è positivamente prevista né, posta la specialità della disciplina in oggetto, potrebbe tantomeno evincersi mediante un'interpretazione estensiva.

Tutto ciò senza d'altronde trascurare che la detta circolare del Mef assurge a mero testo esplicativo del d.m. 389/2003, essa è dunque dotata di una minore efficacia vincolante rispetto al secondo: difficilmente potrà quindi interpretarsi in un senso estensivo che pretendesse l'equivalenza tra i due valori *de quibus*<sup>654</sup>.

Inoltre, trattandosi di un contratto aleatorio<sup>655</sup>, si osserva la difficoltà nell'individuare i criteri oggettivi che il giudice dovrebbe applicare per verificare la riferita equivalenza. Equivalenza che, ad esempio, potrebbe sussistere solo il giorno della conclusione del derivato.

---

<sup>653</sup> Trib. Milano, 24 ottobre 2016, n. 11658, in *dirittobancario.it*; conf. Trib. Chieti, 29 dicembre 2016, n. 894, in *www.ilcaso.it*

<sup>654</sup> High Court di Londra, 25 giugno 2015, n. 2010 *folio* 1456, cit.

<sup>655</sup> *Supra* in questo cap., § 3.

In aggiunta nessuna disposizione normativa fornisce un ausilio e/o riscontro in tal senso, ciò a conferma dell'inesistenza di un consimile principio nell'esaminato impianto dispositivo<sup>656</sup>.

---

<sup>656</sup> G.M. DANUSSO, *Derivati del Comune di Milano*, cit., 1 ss.; ID., *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa con particolare riferimento ai derivati conclusi con gli enti locali nella giurisprudenza italiana e inglese*, cit., 56.

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Siamo dunque giunti al termine del percorso volto alla comprensione della natura e struttura dei contratti finanziari derivati. Un percorso il cui interesse nasce dalla peculiare provenienza dei contratti *de quibus* i quali, nella specie, si originano perlopiù in contesti di *common law* per poi essere “trapiantati”, senza adattamento alcuno, nella dinamica del sistema normativo italiano<sup>657</sup>. Sono perciò schemi negoziali *alieni* con premesse logiche e concettuali in parte diverse da quelle proprie del diritto italiano.

Una circostanza, quest’ultima, non efficacemente considerata dal Legislatore nazionale il quale ha preferito regolare la materia con interventi settoriali, a “macchia di leopardo”, non però nuovi all’esegeta della disciplina di matrice europea. Disciplina europea che interessa un altro tassello importante del quadro complessivo, e conferma l’idea che la normativa nazionale abbia uno scopo prettamente armonizzatore, ciò a scapito di una logica riconduzione dell’insieme nell’ambito delle classiche categorie del diritto civile.

Spetta dunque all’interprete farsi carico della “incompiuta”.

Il metodo prescelto coincide con un primo momento osservativo e descrittivo della materia. Si offrono quindi alcune definizioni (*rectius* proposte definitorie) finalizzate a stimolare l’indagine critica dell’interprete su cosa debba intendersi per contratto finanziario derivato<sup>658</sup>.

---

<sup>657</sup> Cap. III, § 1.

<sup>658</sup> Cap. I, § 2 ss.

Di qui una necessaria correlazione del tema con la descrizione e comprensione dei maggiori rischi finanziari<sup>659</sup> che caratterizzano l'attività di cui si occupa.

A questo punto l'indagine propone una ravvicinata comprensione degli schemi contrattuali propri delle principali tipologie di contratti derivati<sup>660</sup>, di alcune clausole comuni in essi ricorrenti<sup>661</sup>, nonché la fondamentale distinzione tra negoziazioni in derivati uniformi e derivati *over the counter*<sup>662</sup>.

Sulla base degli acquisiti concetti, si è poi proseguito nell'individuazione della disciplina applicabile alla materia *de qua*.

Il risultato è coinciso con l'inquadramento della categoria<sup>663</sup> dei contratti derivati<sup>664</sup> in un contesto normativo multilivello nel quale confluiscono norme di carattere generale, speciale, regolamentare, nonché facoltativamente convenzionale (ad es. ISDA<sup>665</sup>), tutte in costante correlazione con la disciplina sancita per la prestazione dei servizi e delle attività di investimento<sup>666</sup>.

Raggiunto quindi un privilegiato punto di osservazione, che non dimentica la notevole varietà tipologica in essere di contratti derivati (per di più in incessante accrescimento), si è proposta una chiave di lettura unitaria della fattispecie mediante il prisma rappresentato dagli elementi essenziali del contratto civilistico.

Il proposto procedimento è stato tuttavia condotto non attraverso un'opera analitica della sterminata varietà dei patti rinvenuti dalla prassi

---

<sup>659</sup> Cap. I, § 6 ss.

<sup>660</sup> Cap. II, § 1, 2, 3, 4.

<sup>661</sup> Cap. II, § 5, 7.

<sup>662</sup> Cap. II, § 6.

<sup>663</sup> Cap. III, § 2.1

<sup>664</sup> Con la specifica della sensibile differenza tra contratti derivati e strumenti finanziari derivati (vd. cap. III, § 2.1).

<sup>665</sup> Cap. III, § 12 ss.

<sup>666</sup> Cap. III, 4 ss.

negoziale, bensì attraverso l'individuazione di alcuni elementi centrali e significativi che caratterizzano mediatamente tutte le fattispecie *de quibus*.

Si procede allora con l'elemento dell'accordo<sup>667</sup> connesso allo specifico contesto di emissione in cui è usualmente perfezionato il contratto *de quo*. Il contratto derivato è difatti usualmente concluso mediante l'attività di un intermediario finanziario nell'ambito della prestazione di servizi di investimento erogati da quest'ultimo.

Si rileva perciò la significativa connessione tra “servizi di investimento” e “strumenti finanziari” (di cui i derivati costituiscono una importante *subspecies*), dalla quale consegue una specifica disciplina del *consenso* allorquando i secondi vengano conclusi (come da prassi) nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Ciò si giustifica con un evidente interesse generale orientato a ragioni sistemiche (stabilità) ed equitative (tutela); si procede quindi ad approfondire la seconda.

Lo snodo argomentativo dei soggetti risulta dunque importante: il negozio, inteso come rapporto, intercede necessariamente tra soggetti i quali, ancorché a rigore non inclusi negli elementi essenziali, risultano gli indispensabili poli per l'esistenza stessa del contratto con piena capacità di influire su quest'ultimo.

Ciò posto, l'attenzione si focalizza sul *deficit* cognitivo dell'investitore e, in ragione della sua classe di appartenenza, sul conseguente necessario affidamento riposto nel consulente finanziario.

Muovendo dall'investitore qualificato sino a quello *retail*, si assiste così ad un incremento di protezione che va, rispettivamente, da una mera informazione anticipata, alla formazione di un vero e proprio rapporto di affidamento nell'assistenza e cooperazione tra l'investitore e l'intermediario.

---

<sup>667</sup> Cap. IV, § 2.

Un *climax* ascendente di tutela, che approda al suo ultimo stadio rappresentato dalla figura dell'investitore al dettaglio nell'ambito dell'attività della prestazione di servizi di consulenza e di gestione del portafogli.

Ebbene, nonostante la disciplina<sup>668</sup> in oggetto concerna le regole di condotta gravanti sull'intermediario, essa inevitabilmente si riverbera mediatamente sulla formazione dell'accordo, ossia sul singolo strumento finanziario derivato<sup>669</sup>.

Si è pertanto al cospetto di una formazione del consenso *diversificata*<sup>670</sup> in ragione della categoria di appartenenza del contraente-investitore: per l'investitore qualificato o professionale si rimanderà al classico *consenso* consapevole regolato dal noto principio del *caveat emptor* (autonomo e autoresponsabile) proprio dei consueti schemi del contratto quadro e/o mandato; diversamente, l'accordo con il cliente *retail* sarà retto dal *consenso* c.d. assistito dall'elaborazione critica dell'intermediario in esecuzione del suo incarico di Ufficio di diritto privato<sup>671</sup>. Ufficio, quest'ultimo, funzionale al perseguimento di un interesse privato alieno rispetto all'agente e, insieme, di un interesse pubblico qualificato (integrità dei mercati)<sup>672</sup>.

L'innalzamento di tutela discende dalla limitata capacità di cui è dotato il cliente *retail* nel valutare la convenienza del prodotto. L'effetto è l'esclusione del criterio dell'autoresponsabilità dovuto dall'indisponibilità dell'interesse<sup>673</sup> sotteso, tanto che lo stesso investitore *retail* non potrebbe disporre liberamente sollevando l'intermediario dagli obblighi comportamentali su quest'ultimo gravanti. Obblighi che non consisteranno

---

<sup>668</sup> Cap. II, § 3 ss.

<sup>669</sup> Siccome le regole di comportamento in questione hanno «ad oggetto la condotta precedente, contestuale, successiva alla conclusione» del contratto, allora «la disciplina diviene, innanzi tutto, una disciplina del contratto» [D. MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa*, cit., 2012, I, 285].

<sup>670</sup> Cap. IV, § 2.

<sup>671</sup> Cap. IV, § 2.1

<sup>672</sup> Art. 21 T.U.F.

<sup>673</sup> Salvo qualche eccezione testuale, *supra* cap. III, § 4 ss.

perciò in meri compiti informativi, bensì di piena consulenza nella lettura critica dei flussi informativi per la migliore tutela del cliente.

La struttura concettuale si riverbera sul tema dei rimedi a disposizione dell'investitore in un contesto che si registra privo di qualsiasi indicazione normativa<sup>674</sup>.

Lo sforzo ermeneutico per colmare la detta lacuna non ha però prodotto risultati univoci. In tal senso nemmeno la nota decisione del Supremo Consesso a S.U. n. 26724/2007 ha in realtà sortito un completo effetto risolutore.

Nonostante la Suprema Corte abbia escluso il rimedio della nullità virtuale, nessuna posizione è stata invero accolta in relazione ai vizi del consenso sofferti dal cliente per disinformazione causata dall'intermediario.

Ebbene, acquisito che la convenienza<sup>675</sup> – in termini di appropriatezza ed adeguatezza del derivato – costituisce la caratteristica determinante il consenso dell'investitore, si assiste ad una tipologia di rimedi diversificata in ragione della classe di appartenenza di quest'ultimo.

In specie, nel rapporto con il cliente *retail*, l'incorrettezza informativa ad opera dell'intermediario, titolare dell'Ufficio di diritto privato, inficia la corretta formazione progressiva del consenso "assistito" dell'investitore.

L'effetto sarà quindi la mancata integrazione dei necessari elementi oggettivi dai quali dipende l'efficacia degli atti compiuti. L'investitore potrà pertanto esperire l'azione di ripetizione del capitale investito, fatta salva l'ordinaria domanda di risarcimento per il maggior danno.

Diversamente, per i clienti professionali o qualificati sarà sempre possibile dedurre che la loro volontà sia stata viziata relativamente ad «una

---

<sup>674</sup> Cap. IV, § 2.2

<sup>675</sup> Ovviamente potenziale nel senso di una proiezione probabilistica dello strumento a realizzare l'interesse del cliente.

qualità che secondo il comune apprezzamento o in relazione alle circostanze deve ritenersi determinante del consenso»<sup>676</sup> così da incidere il contratto per errore essenziale. Errore che di conseguenza potrà opporsi all'intermediario in termini di annullabilità.

Il tutto fermo restando il diritto di eccepire, in via concorrente o alternativa, l'inefficacia (rimedio per l'eccesso di potere del rappresentante), ovvero la non imputabilità o rifiutabilità degli effetti (disciplina dell'eccesso di potere del mandatario) per i relativi atti compiuti dall'intermediario.

Esaurito l'accordo, si giunge alla causa<sup>677</sup> ponendosi la preliminare questione se il contratto derivato possa qualificarsi, o meno, come un contratto aleatorio.

Verrà infine individuata l'essenzialità della categoria del negozio aleatorio nella circostanza per cui i contraenti, manifestando la volontà di sottostare all'alea nei termini di speculazione ovvero di perdita, rinunciano a priori nel ritenere il contratto lesionario o eccessivamente oneroso.

Mentre nei contratti commutativi le parti convengono che lo scambio sia di per sé equilibrato, in quelli aleatori esse rinunciano a tale definizione, ed accettano che la prestazione venga successivamente determinata - nella sua misura e valore - *per relationem* in ragione dell'evento incerto considerato. Le parti accettano pertanto che la programmata determinazione *per relationem* possa provocare *ab origine* una sproporzione tra le attribuzioni patrimoniali.

L'aleatorietà sarà perciò intesa come funzione mediante la quale le parti regolano ed organizzano lo scambio sinallagmatico alla situazione di rischio, preesistente o contestualmente assunto, riferito ad entrambe e che entrambe desiderano governare e gestire.

---

<sup>676</sup> Art. 1429, n. 2), c.c.

<sup>677</sup> Cap. IV, § 3.

Identificata la funzione comune ai negozi aleatori nella gestione e neutralizzazione di un rischio specifico, e non nel perseguimento di un lucro incerto, il derivato potrà pertanto definirsi come un contratto aleatorio avente la funzione di gestione e/o di neutralizzazione di un rischio, preesistente (finalità di copertura) o contestualmente assunto (finalità speculativa) mediante la specifica operazione di scambio propria di ciascuna tipologia di contratto derivato. Il tutto precisando che la finalità speculativa o di copertura dovrà intendersi come propensione ad un risultato auspicato, tuttavia non garantito a pena di nullità: l'aleatorietà propria del negozio non lo consentirebbe.

Si procede allora con l'esame delle patologie affliggenti la causa.

Segue una preliminare annotazione: i profili patologici *de quibus* acquistano particolare rilievo nell'ambito dei derivati OTC, non invece in quello dei derivati uniformi i quali risultano conformati ad una significativa "astrattezza causale"<sup>678</sup>.

Come noto, assumendo l'intermediario la posizione aggiuntiva di controparte del cliente<sup>679</sup>, nei derivati OTC si sviluppa una vicenda negoziale regolata dalle consuete tecniche contrattuali non orientate alla logica dell'anonimato e del mercato collettivo.

Di conseguenza i derivati OTC, in quanto *tailor-made*<sup>680</sup>, potrebbero essere incisi da vizi della causa riscontrabili mediante il vaglio della ragione concreta dell'operazione. L'attenzione dovrà quindi focalizzarsi sul controllo in concreto della meritevolezza degli interessi perseguiti (art. 1322 c.c.).

Premessa la natura aleatoria del contratto derivato e la possibilità che l'investimento non dia i frutti sperati, si avverte così la necessità di un

---

<sup>678</sup> Cap. IV, § 3.1

<sup>679</sup> Cap. II, § 6.

<sup>680</sup> Cap. II, § 6.

controllo concreto della causa. La funzione del contratto costruita nel contesto dell'atto negoziale (la regola) dovrà necessariamente trovar appropriato riscontro nella concretezza dei fatti (l'atto).

Il controllo sarà perciò volto al riscontro di una concreta alea bilaterale che possa incidere effettivamente su entrambe le posizioni contrattuali. Di modo che, qualora risultasse in concreto escluso che uno dei contraenti possa subire un danno connesso al verificarsi dell'evento incerto, la bilateralità sarà meramente apparente con un'evidente divergenza tra la "regola" e l' "atto". Il contratto in tal caso dovrà dichiararsi nullo per assenza di causa.

L'alea unilaterale determinerebbe in concreto obbligazioni per un solo contraente, il che equivarrebbe alla programmazione di un trasferimento di ricchezza al quale non corrisponde "compenso" alcuno in favore di chi vi si obbliga; un trasferimento intrinsecamente gratuito privo però dello spirito liberale, pertanto "senza causa".

La bilateralità dell'alea non impone tuttavia un'equa e/o equivalente ripartizione delle probabilità di successo. È difatti ammissibile che il rischio incida le posizioni dei contraenti in misura differente. Diversamente si giungerebbe a limitare ingiustificatamente l'autonomia individuale dei contraenti in un contratto che, per di più, è persino aleatorio.

Resta fermo in ogni caso che la perfezione di un derivato OTC con alea bilaterale sproporzionata in favore dell'intermediario potrebbe condurre ad ipotesi di violazioni dell'Ufficio di diritto privato, ovvero di vizi del consenso, ovvero a profili di responsabilità del primo per inadempimento degli obblighi informativi.

Ciò posto, il tema della causa presenta rilevanti intersezioni con alcuni ricorrenti elementi del contratto derivato quali l'*upfront*<sup>681</sup>, i costi impliciti e il *mark to market*<sup>682</sup>.

Sebbene tali elementi concorrano a definire l'oggetto del contratto derivato (in quanto prestazioni in esso dedotte), in determinate ipotesi, essi possono a ben vedere produrre effetti tali da snaturare la causa del derivato inficiandone così la validità.

In specie, qualora la dinamica di pagamento innestata dall'*upfront* sia tale da permettere all'intermediario il recupero sicuro dunque, non aleatorio, della somma erogata, l'intera alea sarebbe in concreto addossata in capo al solo investitore il quale non avrebbe possibilità di trarre alcun guadagno ma solo perdite.

In questo caso, ancorché la nullità colpisca una clausola, la patologia si estenderà ragionevolmente all'intero contratto qualora risulti che i contraenti non lo avrebbero concluso se non con la parte affetta da invalidità (art. 1419, co. 1 c.c.).

In tal caso il contratto nullo potrà eventualmente convertirsi (art. 1424 c.c.) in un contratto di finanziamento, salvo il rispetto dei requisiti di forma-contenuto nonché la disciplina dei c.d. tassi di soglia di cui alla l. 108/1996.

Analoghe considerazioni potranno compiersi per MtM e costi impliciti<sup>683</sup>: qualora la loro conformazione sia tale da incidere completamente la causa del derivato, escludendo di fatto l'essenziale bilateralità dell'alea, allora il contratto potrà dichiararsi nullo per assenza di causa in concreto.

Sul diverso piano dell'informazione, si ritiene invece che non potrà determinare la nullità per assenza di causa l'omessa *disclosure* del valore

---

<sup>681</sup> Cap. II, § 7 e cap. IV, § 3.2

<sup>682</sup> Cap. IV, § 3.3

<sup>683</sup> Cap. IV, § 3.3

negativo del MtM alla stipula, e/o della sua stima probabilistica, e/o dei costi impliciti (c.d. *unbundling*). Tale illegittima condotta dell'intermediario potrà tuttavia valutarsi nell'ottica dei vizi connessi allo svolgimento dell'Ufficio di diritto privato (per il cliente *retail*), ovvero dei vizi del consenso, ovvero dell'inadempimento per violazione dei doveri informativi.

Orbene proseguendo con l'oggetto<sup>684</sup> del contratto derivato si ritiene che in esso debbano collocarsi: le prestazioni riferite ai versamenti in denaro, incluse quelle paramtrate al MtM per la risoluzione anticipata; nonché, in via eventuale, i beni indicati quali sottostanti<sup>685</sup> del contratto da consegnare fisicamente.

In proposito, senza trascurare la componente aleatoria del contratto che impedisce la determinazione *ab initio* delle prestazioni pecuniarie (i.e.: prezzo), si ritiene che le dette prestazioni debbano comunque risultare determinabili in base ad indici dedotti nella scheda contrattuale quali il tasso, il cambio, ovvero altri parametri all'uopo prescelti dai contraenti.

Ebbene, tra le dette prestazioni vi rientra anche il pagamento del MtM: l'evento della risoluzione anticipata caratterizza difatti tutti i contratti derivati ed il suo avveramento determina la prestazione a carico di una parte di versare il c.d. costo di sostituzione commisurato, per l'appunto, al *mark to market* attualizzato. Si tratta invero di un'evenienza così naturale nella dinamica del negozio *de quo* da essere addirittura prevista in alcune delle (pur esigue) disposizioni normative previste esplicitamente per i contratti derivati.

Conseguentemente, sebbene il MtM abbia una conformazione mutevole che impedisce la sua precisa determinazione *ab initio*, risulta necessario che il contratto ne indichi a pena di nullità la relativa formula di calcolo e/o i c.d.

---

<sup>684</sup> Cap. IV, § 4.

<sup>685</sup> Ipotesi come illustrato remota.

«modelli matematici», necessari a determinare con certezza le (eventuali) prestazioni pecuniarie.

Il MtM integra perciò un elemento essenziale ai fini dell'accordo e concorre a determinare una prestazione dedotta nel contratto: il costo di sostituzione non sarebbe altro che il c.d. differenziale in alcune delle sue possibili identificazioni applicative, dunque una specifica modalità di espressione dell'oggetto stesso del contratto.

Da qui discende la nullità di quelle clausole contrattuali (*rectius* i contratti) che, per l'indicazione delle prestazioni pecuniarie o del MtM, rinviino alla prassi<sup>686</sup> e/o a formule non univocamente indicate e di esclusivo appannaggio dell'intermediario. Saranno *a fortiori* nulli i contratti dove la facoltà di determinazione riconosciuta all'intermediario non abbia neppure fondamento in un patto contrattuale.

L'omessa indicazione della formula di calcolo del MtM impedisce invero l'individuazione del perimetro ipotetico dell'alea e così, nei contratti in cui l'oggetto è aleatorio, la determinazione o determinabilità dell'oggetto.

In conclusione, per quanto concerne la forma<sup>687</sup>, si rileva come l'art. 23 T.U.F. imponga la redazione per iscritto a pena di nullità per i contratti che regolano le negoziazioni in strumenti finanziari (anche) derivati.

A ciò si aggiunge l'obbligo dell'intermediario di consegnare al cliente un esemplare scritto del documento che però non sia una mera copia. Il contratto dovrà essere redatto in duplice originale.

In tale contesto, secondo l'orientamento preferito, si ritiene che la sanzione della nullità si riferisca al solo contratto quadro e non invece ai successivi ordini esecutivi. La forma di trasmissione dei singoli ordini di negoziazione sarebbe pertanto oggetto della libera disponibilità delle parti le

---

<sup>686</sup> Art. 23 T.U.F.

<sup>687</sup> Cap. IV, § 5.

quali, legittimamente, potrebbero così scegliere la più congeniale modalità di espressione negoziale per la stipula dei singoli contratti derivati. Di modo che, in quest'ultimo caso, la forma scritta sarà *ad probationem* e non invece a pena di nullità.

Nonostante l'assenza di una normativa certa e prospettazioni ermeneutiche non univoche, si è dunque offerto un quadro unitario grazie alla (ri)scoperta delle classiche e mai tramontate categorie del diritto civile che ancor oggi, seppur con i necessari adattamenti, costituiscono la stella polare nell'opera ermeneutica dell'accorto civilista.

## **BIBLIOGRAFIA**

**AGOSTINELLI R.**, *I modelli ABI di forward rate agreement e di currency option*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 1993.

**AGOSTINELLI R.**, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997.

**ALBANESE A.**, *La nullità nelle società di persone e nei contratti di durata*, in *Contr. Impr.*, 3, 2005.

**ALBANESE A.**, *Regole di comportamento e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria; quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008.

**ALBANESE A.**, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003.

**ALBERICI A.**, *I financial futures e le banche*, Milano, 1985.

**ALBERICI A.**, *I mercati dei financial futures*, in *Rivista milanese di economia*, 24, 1987.

**ALESSI R.**, *I doveri di informazione*, in *Manuale di Diritto Privato europeo*, a cura di C. Castronovo e S. Mazzamuto, Milano, 2007.

**ALLARA M.**, *La vendita*, Torino, 1946.

**ALPA G.**, *La legge sulle S.I.M. e i contratti con i clienti*, in *Giur. it.*, 1991.

**ALPA G.**, *Oggetto e contenuto*, in *Tratt. Bessone*, a cura di G. Alpa, U. Breccia e A. Liserre, XIII, 3, Torino, 1999.

**ALPA G.**, *sub art. 23*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, diretto da G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998.

**AMBROSINO S.**, *Principi costituzionali poteri pubblici e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.

**ANDERSEN TORBEN J. e HASAN R.**, *Interest rate risk management*, Londra, 1989.

**ANDERSEN TORBEN J.**, *Currency and interest rate hedging - A user's guide to options, futures, swaps, and forward contracts*, Institute of Finance, New York, 1988.

**ANGELICI C.**, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016.

**ANNUNZIATA F.**, *“Impresa di investimento”*, in *ED*, 2011.

- ANNUNZIATA F.**, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.
- ANNUNZIATA F.**, *Regole di comportamento e riforma dei mercati mobiliari*, Milano, 1993.
- ANTL B.**, *Management of interest rate risk*, Londra, 1988.
- ANTONUCCI A.**, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2004.
- ANTONUCCI A.**, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009.
- ASCARELLI T.**, *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa*, Milano, 1962.
- BACCHETTA P. e FERRERO A.**, *Financial futures e forward rate agreements (Fra)*, in *Ufficio studi notiziario*, 5-6, 1991.
- BALESTRA L.**, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000.
- BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI**, *Problemi di politica monetaria sollevati dallo sviluppo dei mercati derivati*, in *Boll. ec.*, Banca d'Italia, 1995.
- BANK OF ENGLAND**, *Statistical information about derivatives markets*, in *Quarterly bulletin*, 2, 1995.
- BARASSI L.**, *La teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1963.
- BARBERO D.**, *Sistema istituzionale del diritto privato italiano*, Torino, I, 1962.
- BARCELLONA E.**, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in *Swap tra banche e clienti* a cura di D. Maffeis, Milano, 2014.
- BARCELLONA E.**, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012.
- BARCELLONA M.**, *Della causa*, Vicenza, 2015.
- BARCELLONA M.**, *I derivati e la causa negoziale. I – L' "azzardo oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contr. Impr.*, 3, 2014.
- BARCELLONA M.**, *I derivati e la causa negoziale. II – Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, in *Contr. Impr.*, 4-5, 2014.
- BARCELLONA M.**, *L'interventismo europeo e la sovranità del mercato: la disciplina del contratto e i diritti fondamentali*, in *Eur. dir. priv.*, 2011.

- BARENGHI A.**, *Determinabilità e determinazione unilaterale nel diritto dei contratti: appunti sul sistema nordamericano*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 2001.
- BARENGHI A.**, *Note sull'arbitramento della parte*, in *Studi in onore di Pietro Rescigno*, III, 2, Milano, 1998.
- BARTOLINI A.**, *Annullamento d'ufficio e sorte del contratto: il caso degli Interest rate swaps*, 2, 2012, 201 ss.
- BATTELLI E.**, *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori: oggetto e campo di applicazione, sub Art. 67 bis Cod. Cons.*, in *Le modifiche al codice del consumo*, a cura di E. Minervini e L. Rossi Carleo, Torino, 2009.
- BATTELLI E.**, *Dall'inefficacia alla nullità di protezione*, in *Codice del Consumatore. Guida pratica alla nuova normativa*, a cura di E. Battelli e E.M. Tripodi, Milanofiori, Assago, 2006.
- BATTELLI E.**, *Il foro del consumatore nei contratti a distanza di servizi di informazione finanziaria: verso una nuova luce*, in *Diritto dell'Internet*, 2006.
- BATTELLI E.**, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*, in *Contr.*, 2006.
- BATTELLI E.**, *L'attuazione della direttiva sui consumatori tra rimodernizzazione di vecchie categorie e « nuovi » diritti*, in *Europa Dir. Priv.*, 3, 2014.
- BATTELLI E.**, *Nullità (di protezione) e controlli*, in *Codice del consumatore*, a cura di E. Battelli e E.M. Tripodi, Milano, 2006.
- BENATTI F.**, *Responsabilità precontrattuale (dir. civ.)*, in *Enc. giur. Treccani*, XXVII, Roma, 1991.
- BENEDETTI A.**, *La Giurisprudenza sui contratti derivati degli enti locali*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 11, 2013, 1116 ss.
- BENEDETTI A.M.**, *Contratto asimmetrico*, in *ED*, Annali V, 2012.
- BERLANDA E., BIANCHI T., GIAVAZZI F., PADOA SCHIOPPA T., RONDELLI L., TACCI M. e VENTURA A.**, *Strumenti derivati: il mercato italiano dei futures*, Roma, 1994.
- BIANCA C.M.**, *Diritto civile, Il contratto*, III, Milano, 2000.
- BIANCA C.M.**, *Diritto civile, La famiglia*, II, Milano, 2005.
- BIANCA C.M.**, *La vendita*, in *Tratt. Dir. Civ.*, diretto da F. Vassalli, Torino, 1972.
- BIANCHI B.**, *I mercati financial futures: funzione, organizzazione e possibili sviluppi in Italia*, in *Impresa banca*, 2, 1991.

- BIGLIAZZI GERI L.**, *Conversione dell'atto giuridico*, in *ED*, X, Milano, 1962.
- BISOGNI G.**, *Il regolamento Consob sugli intermediari finanziari (Norme di comportamento e ricadute civilistiche sui contenuti e sulla validità dei contratti)*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 1999.
- BOSELLI A.**, *Palio di opzione ed eccessiva onerosità*, in *Foro pad.*, I, 1954.
- BOVE A.**, *Le violazioni delle regole di condotta degli intermediari finanziari al vaglio delle Sezioni unite*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2009.
- BRANCA G.**, *Contratto condizionato e contratto di opzione*, in *Foro it.*, I, 1961.
- BRECCIA U.**, *Le obbligazioni*, in *Tratt. Iudica*, Zatti, Milano, 1991.
- BROZZETTI A.**, *La negoziazione dei prodotti illiquidi*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013.
- BRUNO F. e A. ROZZI**, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari di derivati OTC ("over the counter")*, in *Italia Soc.*, 10, 2007.
- BUCCIANTE A.**, *La patria potestà nei suoi profili attuali*, Milano, 1971.
- BUCCISANO O.**, *La novazione oggettiva e i contratti estintivi onerosi*, Milano, 1968.
- BUCCISANO O.**, *Novazione*, in *EG*, XII, Roma, 1990.
- BUTTARO L.**, *Del giuoco e della scommessa*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, IV, Bologna-Roma, 1959.
- CALDARELLI S.**, *Poteri pubblici e mercati finanziari: la giurisdizione inglese sui derivati stipulati dagli enti locali*, in *Foro Amm. (II)*, 2, 2015, 379 ss.
- CANTILLO M.**, *Le obbligazioni*, in *Giur. sist. Bigiavi*, Torino, 1992.
- CAPALDO G.**, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. Priv.*, 1997.
- CAPALDO G.**, *Il contratto aleatorio e l'alea*, Roma, 2004.
- CAPALDO G.**, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratti di swap*, Milano, 1999.
- CAPARRELLI F.**, *I derivati*, Milano, 2001.
- CAPONIGRO R.**, *Annullamento dell'aggiudicazione ed effetti sul contratto*, in *Foro amm. CdS*, 10, 2009, 2423 ss.
- CAPRARA G.**, *I mercati a termine di borsa - I futures markets*, Milano, 1986.
- CAPRARA U.**, *Borse merci e mercati a termine*, Milano, 1978.
- CAPRIGLIONE F.**, *I «derivati» dei Comuni italiani nella gestione della finanza pubblica. Una problematica ancora attuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, 2014, 265 ss.

- CAPRIGLIONE F.**, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca e Borsa*, 2008.
- CAPRIGLIONE F.**, *I prodotti «derivati»: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca Borsa tit. cred.*, I, 1995.
- CAPRIGLIONE F.**, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova direttiva MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009.
- CAPUTI M.**, *Le currency options per il management del rischio di cambio*, in *Economia e management*, 20, 1991.
- CAPUTO A.**, *La novazione*, in *Le obbligazioni*, a cura di P. Fava, II, Milano, 2008.
- CAPUTO NASSETTI F.**, *Considerazioni in tema di swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1993.
- CAPUTO NASSETTI F.**, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011.
- CAPUTO NASSETTI F.**, *La insostenibile leggerezza dell'essere «contratti derivati»*, in *Giust. civ.*, 5, 2016.
- CAPUTO NASSETTI F.**, *Profili civilistici dei contratti «derivati» finanziari*, Milano, 1997.
- CAPUTO NASSETTI F.**, *Profili legali degli interest rate swaps e degli interest rate and currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992.
- CAPUTO NASSETTI F.**, *Rinegoziazione dello swap e pagamento upfront tra collegamento negoziale, novazione oggettiva e rinnovazione del contratto*, in *Giur. comm.*, 2011.
- CAPUTO NASSETTI F.**, *Strumenti finanziari derivati*, in *ED*, 2013.
- CARBONETTI F.**, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992.
- CARIOTA FERRARA L.**, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1949.
- CARLEO A., MOTTURA C.D. e MOTTURA L.**, *Sul «valore di un derivato. Argomentazioni in margine alla disputa tra amministrazioni pubbliche e banche*, in *Contr.*, 4, 2011, 383 ss.
- CARNELUTTI F.**, *Teoria generale del diritto*, Roma, 1951.
- CARPENTIERI P.**, *Sorte del contratto (nel nuovo rito degli appalti)*, in *Dir. Proc. Amm.*, 2, 2011, 664 ss.
- CASTRONOVO C.**, *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Europa Dir. Priv.*, 1, 2011.

- CASTRONOVO C.**, *Ritorno all'obbligazione senza prestazione*, in *Europa Dir. Priv.*, 3, 2009.
- CASTRONOVO C.**, *Vaga culpa in contrahendo: invalidità responsabilità e la ricerca della chance perduta*, in *Europa Dir. Priv.*, 1, 2010.
- CATAUDELLA A.**, *I contratti. Parte generale*, Torino, 2014.
- CAVALLO BORGIA R.**, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da F. Galgano, III, Torino, 1995.
- CAVALLO BORGIA R.**, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. Impr.*, 1988.
- CERULLI IRELLI V.**, *Giurisdizione esclusiva e azione risarcitoria nella sentenza della Corte Costituzionale n. 204 del 6 luglio 2004 (osservazioni a prima lettura)*, in *Dir. Proc. Amm.*, 3, 2004, 820 ss.
- CESARO E.**, *Il contratto e l'opzione*, Napoli, 1969.
- CHIOMENTI F.**, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. di Dir. Comm. I*, 1987.
- CIAN M.**, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2011.
- CIRILLO A.**, *Nifs, Swap ed Options. Operazioni Bancarie innovative*, Padova, 1990.
- CLARIZIA O.**, *Valutazione della causa in concreto e superamento del tipo legale*, in *L'interpretazione secondo Costituzione nella giurisprudenza. Crestomazia di decisioni giuridiche*, II, a cura di G. Perlingieri e G. Carapezza Figlia, Napoli, 2012.
- CLARIZIA R.**, *Le options tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993.
- COLOMBINI F.**, *Strumenti derivati e intermediari finanziari. Specificità e riflessi gestionali*, in *Riv. banc.*, 1, 1999.
- CONFORTI A.**, *I financial futures*, in *Bancaria*, 5-6, 1984.
- CONFORTI A.**, *I forward rate agreement*, in *Bancaria*, 1, 1986.
- CONSOB**, *I principali prodotti derivati*, Ottobre 2012.
- CONSOLO C.**, *La Cassazione prosegue nel suo dialogo con l'art. 1421 c.c. e trova la soluzione più proporzionata (la nullità del contratto va sempre rilevata, ma non si forma "ad ogni effetto" il giudicato)*, in *Corr. Giur.*, 2006.
- CORRIAS P.**, *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato: contributo allo studio del rapporto di garanzia*, Milano, 2001.

## BIBLIOGRAFIA

- CORRIAS P.**, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di D. Maffei, Milano, 2014.
- CORTE DEI CONTI**, Sez. riunite in sede di controllo, *Gli strumenti di finanza derivata nelle regioni e negli enti locali*, in *Foro it.*, V, 2009, coll. 157.
- CORTESE F.**, *Le operazioni con strumenti finanziari derivati e l'autotutela amministrativa*, in *Giornale di diritto Amministrativo*, 4, 2012, 394 ss.
- CORTI C.L.**, *Esperienze in tema di opzioni*, in *I derivati finanziari*, a cura di F. Riolo, Milano, 1993.
- COSTANTINO F.S.**, *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro it.*, 5, 2008.
- COSTI R. e ENRIQUES L.**, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, VIII, 2004.
- COSTI R.**, *Il mercato mobiliare*, Milano, 2008.
- COTTINO G.**, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008.
- CRISCUOLO F.**, *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995.
- CUFFARO V.**, *Dopo il codice del consumo: la disciplina della commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Contr. Impr.*, 1, 2007.
- DALMARTELLO A.**, *I contratti delle imprese commerciali*, Padova, 1954.
- DANUSSO G.M.**, *Derivati del Comune di Milano: commento alla sentenza della Corte di Appello di Milano*, in *dirittobancario.it*
- DANUSSO G.M.**, *Interest Rate Swaps, prezzo giusto e doveri di informativa con particolare riferimento ai derivati conclusi con gli enti locali nella giurisprudenza italiana e inglese*, in *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, a cura di A. Gentili e R. Di Raimo, Napoli, in corso di pubblicazione.
- DE BIASI P.**, *Strumenti ben temperati. Alcuni profili giuridici e regolamentari dell'operatività dei derivati OTC*, Siena, 2000.
- DE IULIIS C.M.**, *Lo swap d'interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004.
- DE LISE P.**, *Effettività della tutela e processo sui contratti pubblici*, in *giustizia-amministrativa.it*, 2008.

**DE MARCO G.**, *Il quadro normativo*, in *Gli strumenti finanziari derivati negli enti locali. Aspetti contrattuali, contabili e profili di responsabilità*, a cura di M. Atelli, Milano, 2008, 14.

**DE MARI M. e SPADA L.**, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari*, in *Foro it.*, I, 2002.

**DE MARI M.**, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. banca e mercato fin.*, I, 2008.

**DE NOVA G.**, *Conversione del negozio nullo*, in *EG*, IX, Roma, 1988.

**DE NOVA G.**, *Il contratto alieno e le norme materiali*, in *Riv. dir. priv.*, II, 2009.

**DE NOVA G.**, *Il contratto alieno*, Torino, 2010.

**DE NOVA G.**, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contr.*, 2005.

**DE NOVA G.**, *L'oggetto del «contratto di informatica»: considerazioni di metodo*, già in *Dir. inf.*, 804, ora in *I contratti di informatica. Profili civilistici, tributari e di bilancio*, Milano, 1987.

**DE POLI M.**, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002.

**DEL PRATO E.**, *Autorità indipendenti, norme imperative e diritto dei contratti*, in *Riv. dir. priv.*, 2001.

**DEL SOLE V.**, *Future*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, XX, 2004.

**DENOZZA F.**, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di G. Gitti, M. Notari e M.R. Maugeri, I, Bologna, 2012.

**DI AMATO A.**, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, Milano, 2008.

**DI GIANDOMENICO G.**, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987.

**DI MAJO A.**, *Giustizia e «materializzazione» nel diritto delle obbligazioni e dei contratti tra (regole di) fattispecie e (regole di) procedura*, in *Europa Dir. Priv.*, 3, 2013.

**DI MAJO A.**, *L'obbligazione protettiva*, in *Europa Dir. Priv.*, 1, 2015.

**DI MAJO A.**, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1993.

**DI PRISCO N.**, *I modi di estinzione diversi dall'adempimento*, in *Trattato Rescigno*, Torino, IX, 1984.

**DI PRISCO N.**, *Novazione*, in *Tratt. Rescigno*, 9, I, Torino, 1999.

## BIBLIOGRAFIA

- DI RAIMO R.**, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003.
- DI RAIMO R.**, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche*, in *Giust. civ.*, 4, 2014.
- DI RAIMO R.**, *Dopo la crisi, come prima e più di prima*, in *Swaps tra banche e clienti*, a cura di D. Maffei, Milano, 2014.
- DI RAIMO R.**, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di F. Cortese e F. Sartori, Pisa, 2011.
- DI RAIMO R.**, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in *Finanza derivata, mercati e investitori*, a cura di F. Cortese e F. Sartori, Pisa, 2010.
- DOLMETTA A.A.**, *Della ricerca giurisprudenziale di contenere entro "ragionevoli limiti" l'operatività in derivati*, in *Soc.*, 6, 2016.
- DONOUGH W.**, *The global derivatives market*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly review*, 3, 1993.
- DOUGLAS L.G.**, *Yield curve analysis, The fundamentals of risk and return*, New York, 1988.
- DOWNES J. e GOODMAN J. E.**, *Dictionary of Finance and Investment Terms*, New York, 1995.
- ENRIQUES L.**, *L'intermediario in conflitto di interessi nella disciplina comunitaria dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, I, 2005.
- FANTINI S.**, *La giurisdizione esclusiva del g.a. sulla sorte del contratto in caso di annullamento in autotutela dell'aggiudicazione*, in *Urbanistica e appalti*, 1, 2013, 27 ss.
- FANTOZZI A.**, *Note minime sul trattamento fiscale di options, caps, floors, e collars*, in *Dir. prat. trib.*, 1, 1992.
- FEBBRAJO T.**, *L'informazione ingannevole nei contratti con il consumatore*, Napoli, 2006.
- FERRARIO M.**, *Domestic currency swap a fini speculativi e scommessa*, in *Contr.*, 2000.
- FERRERO E.**, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. Comm. e Obbligazioni*, 1992.
- FERRI G.**, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni raccolti in occasione del cinquantenario dell'INA*, Roma, 1963.

**FERRI G.B. e NERVI A.**, *Il contratto di compravendita*, in *Diritto Civile*, diretto da N. Lipari e P. Rescigno e coordinato da A. Zoppini, III, Milano, 2009.

**FERRI G.B.**, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966.

**FERRI G.B.**, *Il negozio giuridico*, Padova, 2004, 152; G. GABRIELLI, *L'oggetto della conferma ex art. 590 c.c.*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1964.

**FERRO-LUZZI P.**, *I contratti associativi*, Milano, 1969 (rist. 2001).

**FERRO-LUZZI P.**, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. Dir. Comm.*, I, 1998.

**FIORIO P.**, *Doveri di comportamento degli intermediari finanziari, suitability rule, conflitto di interessi e nullità virtuale dei contratti di investimento in bond argentini*, in *Giur. it.*, 2004.

**FIORIO P.**, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, in *ilcaso.it*, Sezione II - Dottrina, opinioni e interventi, 2007.

**FITZGERALD M.D.**, *Financial futures*, Londra, 1983.

**FITZGERALD M.D.**, *Financial options*, Euromoney Publications, Londra, 1987.

**FONDI F.**, *Rischi di cambio e rischi di interesse*, in *Gazzetta valutaria e del commercio internazionale*, 1989.

**FORCHIELLI P.**, *Contratto preliminare unilaterale e patto di opzione*, in *Studi Urbinati*, 1947-48.

**FORTUNATO S.**, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducement*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2009.

**G. GRECO**, *Illegittimo affidamento dell'appalto, sorte del contratto e sanzioni alternative nel d.Lgs. 53/2010*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 3/4, 2010, 729 ss.

**GABBRIELLI M. e DE BRUNO S.**, *Capire la finanza*, Milano, 1987.

**GABRIELLI E. e LENER R.**, *Mercati strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, I, 2011.

**GABRIELLI E.**, *Il contenuto e l'oggetto*, in *Tratt. Rescigno-Gabrielli*, a cura di E. GABRIELLI, Torino, 2006.

**GABRIELLI G.**, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. Impr.*, 2009.

**GAGGERO P.**, *Commento alla disciplina dei servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari*, in *Contr.*, 1996.

- GALASSO G.**, *Options e contratti derivati*, in *Contratto e impresa*, 1999.
- GALGANO F.**, *Della simulazione. Della nullità del contratto. Dell'annullabilità del contratto*, in *Comm. Scialoja, Branca*, Bologna-Roma, 1998.
- GALGANO F.**, *Diritto civile e commerciale*, II, I, Padova, 2004.
- GALGANO F.**, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. Impr.*, 2005.
- GALGANO F.**, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite*, in *Contr. Impr.*, 2008.
- GALGANO F.**, *Il contratto d'intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. e impr.*, I, 2008.
- GALGANO F.**, *Il negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, III, Milano, 2002.
- GAMBINO A.**, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, 110; P. PERLINGIERI, *I negozi su beni futuri*, I, *La compravendita di «cosa futura»*, Napoli, 1962.
- GANDOLFI G.**, *La conversione dell'atto invalido*, I, Milano, 1984.
- GAUDIELLO D.**, *Operatività in derivati ristretta per gli enti locali, dopo la Legge di Stabilità 2014*, in *dirittobancario.it*
- GAY G. e KOLB R.W.**, *Interest rate futures: concepts and issues*, Richmond, 1982.
- GENOVESE A.**, *Il contratto di opzione, nuovo strumento per la formazione dei contratti*, in *Riv. dir. comm.*, 1965.
- GENTILI A.**, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contr.*, 4, 2008.
- GENTILI A.**, *Il diritto come discorso*, Milano, 2013.
- GENTILI A.**, *Inadempimento dell'intermediario e vizi genetici dei contratti di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 3, 2009.
- GENTILI A.**, *La «nullità di protezione»*, in *Eur. Dir. Priv.*, 1, 2011.
- GENTILI A.**, *Le invalidità*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, II, 2006.
- GENTILI A.**, *Senso e consenso. Storia, teoria e tecnica dell'interpretazione dei contratti*, II, Torino, 2015.
- GHISELLI F.**, *Profili civilistici e fiscali degli strumenti finanziari derivati (options, futures, swaps, caps, floors, collars)*, in *Bollettino tributario*, 1997.

- GIRINO E. e VECCHIO C.**, *Futures, options, swaps, commerciali papers*, Milano, 1988.
- GIRINO E. e VECCHIO C.**, *Futures, options, swaps, commercial papers*, Milano, 1988.
- GIRINO E.**, *I contratti derivati*, Milano, 2010.
- GIRINO E.**, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1, 2011, 35 ss.
- GLIATTA G.**, *Risolubilità o nullità del contratto di investimento in strumenti finanziari*, 4, in *Resp. civ.*, 2007.
- GOBBO G.**, *Le sanzioni applicabili alla violazione delle regole di condotta in tema di investimenti mobiliari: la prima pronuncia nomofilattica su nullità e responsabilità contrattuale*, in *Giur. comm.*, II, 2008.
- GORLA G.**, *Note sulla distinzione fra opzione e proposta irrevocabile*, in *Riv. dir. civ.*, 1, 1962.
- GOURLAOUEN J.P.**, *I nuovi strumenti finanziari - swaps, futures, options e altri prodotti derivati*, Milano, 1993.
- GRECO F.**, *Informazione precontrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010.
- GRISI G.**, *Gli obblighi di informazione*, in *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, a cura di S. Mazzamuto, Torino, 2002.
- GRISI G.**, *Gli Obblighi Informativi Quali Rimedio Dei Fallimenti Cognitivi*, in *Oltre Il Soggetto Razionale. Fallimenti Cognitivi E Razionalità Limitata Nel Diritto Privato*, a cura di G. Rojas Elgueta e N. Vardi, Roma, 2014, 59 ss..
- GRISI G.**, *Informazione (Obblighi di)*, in *ED, Annali IV*, 2011.
- GRISI G.**, *L'annullamento del contratto*, in *Casi e questioni di Diritto Privato*, a cura di M. Bessone, Milano, 2002, 318 ss.
- GRISI G.**, *L'obbligo precontrattuale di informazione*, Napoli, 1990.
- GRISI G.**, *Lo ius poenitendi tra tutela del consumatore e razionalità del mercato*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2001.
- GRISI G.**, *Spigolando su causa, derivati, informazione e nullità*, in *Pers. e merc.*, 4, 2015.
- GRUMBALL C.**, *Managing interest rate risk*, Londra, 1986.

## BIBLIOGRAFIA

- GUADAGNO S.**, *I confini dell'informazione precontrattuale e la "storia infinita" dei contratti di intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, I, 2009.
- GUERNELLI M.**, *L'intermediazione finanziaria tra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. Comm.*, 2009.
- GUIZZI G.**, *Mercato finanziario*, in *ED* (V Aggiornamento), Milano, 2001.
- GULISANO A.**, *Le operazioni di swap domestico*, in *Amministr. Finan.*, 11, 1987.
- HORAT M.B.**, *Financial futures e opzioni*, Milano, 1992.
- HULL J.**, *Introduzione ai mercati dei futures e delle opzioni*, Milano, 1995.
- HULL J.**, *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano, 2012.
- HULL J.**, *Risk management and financial institutions*, Boston, 2010.
- INDOLFI M.**, *Aleatorietà convenzionale dei contratti derivati*, in *Studium Iuris*, 4, 2015.
- INDOLFI M.**, *La modulazione dell'aleatorietà convenzionale degli interest rate swap*, in *Contr.*, 11, 2014.
- INSTITUTE FOR INTERNATIONAL FINANCE**, *A preliminary framework for public disclosure of derivatives activities and related credit exposures*, 1994.
- INZITARI B.**, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da F. Galgano, Torino, 1995.
- INZITARI B.**, *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988.
- IPPOLITO R.**, *Il sinallagma nel contratto di assicurazione*, in *RD Comm.*, 1983.
- IRRERA M.**, *Domestic swaps: un nuovo contratto atipico?*, in *Foro Pad.*, II, 1987.
- IRTI N.**, *La nullità come sanzione civile*, in *Contr. Impr.*, 1987.
- IRTI N.**, *Oggetto del negozio giuridico*, in *Nsso Dig .it.*, XI, Torino, 1963.
- JAMESON R.**, *Planning the name game*, in *Risk*, 1998.
- JANNARELLI A.**, *Il contraente-risparmiatore*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013.
- JANNUZZI M.**, *Proposta irrevocabile e patto di opzione*, in *Foro it.*, I, 1949, 181;
- KING J.L.**, *Defining operational risk*, in *Algo research quarterly*, 1998.

- KOLB R.W.**, *Interest rate futures: a comprehensive introduction*, Richmond, 1982.
- LA MARCA G.**, *Costituzione di diritti personali di godimento e difetto di registrazione: legittima la previsione della nullità del contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 5, 2008.
- LA ROCCA G.**, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di “consulenza in materia di investimenti” (art. 1, comma 5o, lett. f, d. lgs. n. 58 del 1998)*, in *Contr. impr.*, 2009.
- LA ROCCA G.**, *La tutela dell’impresa in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011.
- LAMBERTI C.**, *L’annullamento dell’aggiudicazione e la sorte del contratto nel codice del processo amministrativo*, in *Giustizia amministrativa*, 3/4, 2010, 164 ss.
- LAMBRINI P.**, *La novazione*, in *I modi di estinzione*, a cura di A. Burdese e E. Moscati, III, in *Trattato delle obbligazioni* diretto da L. Garofalo e M. Talamanca, Padova, 2008.
- LEMBO M.**, *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo dir.*, 2017.
- LENER R.**, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2010.
- LENER R.**, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in *L’attuazione della MiFID in Italia*, a cura di R. D’Apice, Bologna, 2010.
- LENER R.**, *Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari (prime note sul neoformalismo negoziale)*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1990.
- LENER R.**, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996.
- LEVIS M. e PECETTO M.**, *I contratti swap*, in *Il Sole 24 Ore*, Milano, 1996.
- LIBONATI B.**, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965.
- LONGOBUCCO F.**, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contr. Impr.*, 2011.
- LONGOBUCCO F.**, *Obblighi di protezione e regole di concorrenza nella contrattazione di (e tra) impresa (e)*, in *Contr. Impr. Europa*, 2010.
- LONGOBUCCO F.**, voce “*Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*”, in *Digesto Delle Discipline Pubblicistiche. Sezione Commerciale*, VI Aggiornamento, Torino, 2012.
- LOOSIGIAN A.M.**, *Interest rate futures*, Homewood, 1980.

## BIBLIOGRAFIA

- LUCANTONI P.**, *Osservatorio l'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati otc*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014.
- LUMINOSO A.**, *La lesione dell'interesse contrattuale negativo (e dell'interesse positivo) nella responsabilità civile*, in *Contr. Impr.*, 1988.
- LUMINOSO A.**, *Rappresentanza e mandato a confronto*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 2012.
- LUPONE A.**, *Diritto internazionale privato (disposizioni generali)* (voce), in *ED*, agg. V, 2001.
- MACARIO F.**, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996.
- MAFFEIS D.**, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, *Riv. Dir. Civ.*, 2016.
- MAFFEIS D.**, *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5, 2011.
- MAFFEIS D.**, *Contratti derivati*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, Torino, 2010.
- MAFFEIS D.**, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 3, 2013.
- MAFFEIS D.**, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contr.*, 2008.
- MAFFEIS D.**, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività di prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 3, 2005.
- MAFFEIS D.**, *Homo oeconomicus, homo ludens: l'incontrastabile ascesa della variante aliena di tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata*, in *Contr. Impr.*, 4-5, 2014.
- MAFFEIS D.**, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2010.
- MAFFEIS D.**, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swaps tra banche e clienti*, a cura di D. Maffeis, Milano, 2014.
- MAFFEIS D.**, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *dirittobancario.it*, 2013.
- MAFFEIS D.**, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. Dir. Priv.*, 3, 2009.
- MAFFEIS D.**, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca borsa, tit. cred.*, I, 2012.

**MAFFEIS D.**, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2008.

**MAGAZZÙ A.**, *Novazione*, in *ED*, XXVIII, Milano, 1978.

**MAMMOLA P. e SABATINI G.**, *L'istituzione del mercato dei future sugli indici di borsa in Italia: aspetti organizzativi e regolamentari*, in *Bancaria*, 5, 1995.

**MANCA M.**, *La qualificazione delle operazioni con strumenti finanziari derivati*, in *Fisco*, 42, 2006.

**MARCHESINI E.**, *Fattori determinanti e profilo di rischio di alcuni strumenti finanziari innovativi*, in *Risparmio*, 2, 1989.

**MARCON C.**, *Gli strumenti finanziari derivati nei principi contabili internazionali. Prassi attuali e tendenze evolutive*, Padova, 2014.

**MARICONDA V.**, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008.

**MARTORANO F.**, *Note sulla compensazione nel conto corrente bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1957.

**MASCIANGELO S., MORCAVALLO F. e VOMERO F.**, *La compensazione*, in *Trattato delle obbligazioni*, a cura di A. Burdese e E. Moscati, Padova, III, 2008.

**MASERA R.**, *Swap e prodotti derivati. Rischi e rendimento*, in *Moneta e credito*, 1993.

**MASERA R.**, *Tecniche e opportunità dei financial futures in Italia: evoluzione dei mercati a termine e copertura dei rischi finanziari*, in *Mondo bancario*, n. 1, 1990.

**MASPERO D.**, *L'attività bancaria in derivati*, Roma, 2000.

**MASSERA A.**, *Annullamento dell'aggiudicazione e sorte del contratto: le molte facce di un dialogo asincrono tra i giudici*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comparato*, 2, 2009, 285 ss.

**MATTIELLO C., REBECCA G., SPILLER R. e TRIBAN L.**, *Derivati in bilancio*, Milano, 2006.

**MAZZAMUTO S.**, *Il contratto europeo nel tempo della crisi*, in *Europa Dir. Priv.*, 3, 2010.

**MAZZAMUTO S.**, *Le nuove frontiere della responsabilità contrattuale*, in *Europa Dir. Priv.*, 3, 2014.

## BIBLIOGRAFIA

- MAZZINI F.**, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Dir. banca e merc. fin.*, I, 2008.
- MAZZOLA C.**, *I contratti BTP futures del Mif e del Liffe*, in *Quaderni di ricerca Luiss*, 28, 1993.
- MAZZOLANO G. e PAPA F.**, *Forward rate agreement*, in *Ammin. fin.*, 1988.
- MCGRATH J.**, *Derivatives under global scrutiny*, in *International financial law review*, 1994, ottobre, 20.
- MCLEAN H.**, *The European options and futures exchanges*, Londra, 1991.
- MERANI M.C.**, *Il problema del conflitto di interessi nell'intermediazione mobiliare, I valori mobiliari*, a cura di G. Alpa, Padova, 1991.
- MERUSI F.**, *Annullamento dell'atto amministrativo e caducazione del contratto*, in *Foro amm. Tar*, (II), 2004, 569 ss.
- MESSINA P.**, *I contratti bancari finanziari*, Torino, 2013.
- MESSINEO F.**, *Il contratto in genere*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, 1972.
- METELLI F.**, *Currency options: i criteri per scegliere*, in *Amministrazione e finanza*, 16, 1993.
- METELLI F.**, *Il rischio finanziario origine e strumenti derivati - tassi di interesse, cambi, materie prime e titoli*, Milano, 1995.
- METELLI F.**, *Strumenti e tecniche per la gestione dell'esposizione ai tassi di interesse*, in *Notiziario economico della Banca San Paolo di Brescia*, 2, 1994.
- MIGLIACCIO G.**, *L'attività sui mercati mobiliari: intermediazione e finanza derivata*, Roma, 1996.
- MIOLA M.**, *Commento sub art. 21*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, *Intermediari e mercati*, Torino, 2002.
- MIRABELLI G.**, *Dei contratti in generale*, in *Comm. del cod. civ.*, Torino, 1967.
- MOLONEY N.**, *EU Securities and financial markets regulation*, Oxford, 2014.
- MONTI E. e ONADO M.**, *Il mercato monetario e finanziario in Italia*, Bologna, 1989.
- MONTI E.**, *Manuale di finanza per l'impresa*, Torino, 2000.
- MORANDI P.**, *Prestazione dei servizi di investimento: forma dei contratti e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Obbl. Contr.*, 2008.

- MORERA U.**, *I rapporti banca-cliente nella normativa MiFID. Un primo commento*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di M. De Poli, Padova, 2009.
- MORI M.**, *Swap - una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1990.
- MORONI R.**, *La "best execution" degli ordini in mercati azionari frammentati*, in *Banca, impresa, società*, 3, 2006.
- MOSCHETTA E.**, *Mercato dei derivati: rischi di sistema e modalità di controllo*, in *Rivista Milanese di economia*, 51, 1994.
- MOSCONI F. e CAMPIGLIO C.**, *Diritto internazionale privato e processuale – Vol. I: Parte generale e obbligazioni*, Torino, 2015.
- MOTTI C.**, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*, in *Giur. it.*, 2008.
- MURGIA M.**, *I financial futures nel mercato dei capitali italiano. Aspetti teorici ed osservazioni empiriche per l'istituzione di un mercato organizzato*, Milano, 1987.
- NATOLI R.**, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto di "risparmio"*, in *Contr.*, 2010.
- NATOLI R.**, *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2012.
- NAZZARO A.C.**, *Obblighi d'informare e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000.
- NELKEN I.**, *The handbook of exotic options*, Chicago, 1996.
- NERVI A.**, *La nozione giuridica di informazione e la disciplina di mercato. Argomenti di discussione*, in *Riv. dir. comm.*, 1998.
- NICOLÒ R.**, *Alea* (voce), in *ED*, II, Milano, 1958.
- NIVARRA L.**, *Alcune precisazioni in tema di responsabilità contrattuale*, in *Europa Dir. Priv.*, 1, 2014.
- NOBILI C.**, *Le obbligazioni*, Milano, 2008, 143 ss.
- NUNZIATA M.**, *I nuovi poteri del giudice amministrativo in tema di annullamento dell'aggiudicazione e sorte del contratto*, in *Foro amm. CdS*, 12, 2010, 2700 ss.
- ONZA M. e SALAMONE L.**, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009.
- OPPO G.**, *Note sulla contrattazione d'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1995.

- PACE D.**, *Gli ordini di borsa tra forma e mera archiviazione*, in *Banca, borsa. tit. cred.*, II, 2010.
- PAGLIANTINI S. e VIGORITI L.**, *I contratti di «swap»*, in *I contratti per l'impresa, II, Banca, mercati e società*, a cura di G. Gitti, M. R. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012.
- PAGLIANTINI S.**, *I costi impliciti nei derivati, fra trasparenza e causa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013.
- PAGLIANTINI S.**, *Neoformalismo contrattuale*, in *ED, Annali IV*, Milano, 2011.
- PALANDRI I.**, *Appunti in tema di formazione dei negozi giuridici*, in *Giur. compl. Cass. civ.*, II, 1948.
- PARADISO M.**, *Giuoco, scommessa, rendite*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, VIII, Torino, 2006.
- PARIS F. e SZEGO G.**, *I financial futures*, in *Riv. bancaria*, 5-6, 1987.
- PATERNOLLO F. e TARDINI P.**, *Il rischio di interesse in Italia*, Milano, 1991.
- PATERNOLLO R.**, *Opzioni su titoli obbligazionari*, in *Corr. trib.*, 1991.
- PATRONI GRIFFI U.**, *L'oggetto dei contratti su derivati nella giurisprudenza più recente*, in *Riv. Dir. Banc.*, 10, 2016.
- PATTI G.**, *Responsabilità precontrattuale e contratti standard*, in *Il Codice Civile. Commentario*, diretto da F. BUSNELLI, Milano, 1993.
- PEDRETTI A.**, *I financial futures strumenti di immunizzazione dal rischio di tasso. Uno sguardo panoramico*, in *Tesoreria*, 1, 1991.
- PELOSI A.C.**, *La patria potestà*, Milano, 1965.
- PERLINGERI P.**, *I mobili confini dell'autonomia privata*, in *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi di diritto civile*, a cura di P. Perlingeri, Napoli, 2003.
- PERLINGERI P.**, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006.
- PERLINGIERI P.**, *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento*, in *Comm. Scialoja, Branca*, Bologna-Roma, 1982.
- PERRONE A.**, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1995.
- PERRONE A.**, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca Borsa tit. cred.*, I, 51, 1998.
- PERRONE A.**, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, *Banca borsa tit. cred.*, I, 2006.

- PERRONE A.**, *Gli obblighi di informazione*, in *L'attuazione della Mifid in Italia*, a cura di R. D'Apice, Bologna, 2010.
- PERRONE A.**, *I contratti derivati «over the counter»*, in *I contratti per l'impresa. II. Banca, mercati, società*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012.
- PERRONE A.**, *Informazione al mercato e tutela dell'investitore*, Milano, 2003.
- PERRONE A.**, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati. Profili giuridici*, Milano, 1999.
- PERRONE A.**, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina Mifid*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, a cura di A. Perrone, Milano, 2008.
- PERRONE A.**, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. società*, 2005.
- PETRELLA G.**, *Gli strumenti finanziari derivati. Aspetti tecnici, profili contabili e regime fiscale*, Milano, 1997.
- PETRELLA V.**, *Note sul regime impositivo dei contratti di option*, in *Riv. dir. trib.*, 10, 1994.
- PIA P.**, *Il mercato azionario italiano*, Torino, 1997.
- PIAZZA G.**, *La responsabilità della banca per acquisizione a collocamento di prodotti finanziari "inadeguati" al profilo del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005.
- PICARDI L.**, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2006.
- PICCININI V.**, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema della efficacia delle regole informative*, in *Contr. impr.*, 2010.
- PINO A.**, *Il contratto aleatorio*, Padova, 1959.
- PIRAINO F.**, *Il controllo giudiziale di buona fede sulla clausola risolutiva espressa*, in *Contr.*, 2016.
- PIRAINO F.**, *L'abuso del diritto come argomento*, in *Riv. Dir. Civ.*, 3, 2012.
- PIRAINO F.**, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015.
- PIRAS G.**, *Osservazioni in materia di teoria generale del contratto*, I, *La struttura*, Milano, 1952.

## BIBLIOGRAFIA

- PIZZO M.**, *L'interest rate swap nei conti e nei bilanci di impresa*, Padova, 1990.
- PONTIROLI L.**, *Contratti derivati e scommessa: come l'uso incontrollato di una metafora comprometta i rapporti tra diritto dei contratti e diritto dell'intermediazione finanziaria*, in *Riv. dir. priv.*, 2, 2015.
- POSNER E.**, *An FDA for Financial Innovation: Applying the Insurable Interest Doctrine to 21st Century Financial Markets*, in *Northwestern University Law Rev.*, 107, 2013.
- PREITE D.**, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swap, index future)*, in *Dir. comm. internaz.*, 1992.
- PUGLIATTI S.**, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, Milano, 1935, rist. Napoli, 1978.
- PUGLIATTI S.**, *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965.
- RABITTI BEDOGNI C.**, *Commento sub art. 21, comma 1, lett. a e b*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998.
- RESCIGNO M.**, *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2009.
- RESCIGNO P.**, *Novazione*, in *Nsso Dig. It.*, XI, Torino, 1965.
- RESCIGNO P.**, voce *Obbligazioni (dir. priv.)- Nozioni generali*, in *ED*, vol. XXIX, Milano, 1979.
- RIGHINI E.**, *I valori mobiliari*, Milano, 1993.
- RINALDI A.A.**, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Società*, 2008.
- RISALITI G.**, *Gli strumenti finanziari derivati nell'economia delle aziende*, Milano, 2008.
- ROPPO V.**, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. Civ.*, 2013.
- ROPPO V.**, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppo di un nuovo paradigma*, in *Il contratto del duemila*, Torino, 2005.
- ROPPO V.**, *Il contratto*, in *Tratt. Iudica*, Zatti, Milano, 2001.
- ROPPO V.**, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005.

**ROPPO V.**, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero, l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contr. Impr.*, 2005.

**ROSSI F.**, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e divise in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1993.

**ROZZI F. e ROZZI A.**, *Il destino dell'operatore qualificato alla luce della MiFID*, in *Soc.*, 2007.

**RUBINO D.**, *La compravendita*, in *Tratt. Cicu, Messineo*, XXIII, Milano, 1962.

**RUSSO E.**, *I financial futures: mercati ed aspetti operativi*, in *Amm. e fin.*, 1986.

**SACCO R. e DE NOVA G.**, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, a cura di R. Sacco, I, Torino, 2004.

**SACCO R.**, *Il contratto*, in *Tratt. Sacco*, a cura di R. Sacco e G. De Nova, II, Torino, 2004.

**SALANITRO U.**, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle Sezioni Unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2008.

**SALATINO G.**, *Contratti swap. Dall'“operatore qualificato” al “cliente professionale”*: il trattamento delle dichiarazioni “autoreferenziali”, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2009.

**SANDULLI M.A.**, *Un passo avanti e uno indietro: il giudice amministrativo è giudice pieno ma non può giudicare dei diritti (a prima lettura a margine di Corte Costituzionale n. 204 del 2004)*, in *Riv. Giur. Ed.*, 4, 2004, 1230 ss.

**SANGIOVANNI V.**, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario tra responsabilità precontrattuale ed extracontrattuale*, in *Contr.*, 2006.

**SANGIOVANNI V.**, *Mancato aggiornamento del contratto-quadro e "nullità sopravvenuta"*, in *Contr.*, 2008.

**SANTOCCHI V.**, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2010.

**SANTORO F.**, *Gli obblighi di comportamento degli intermediari mobiliari*, in *Riv. società*, 1994.

**SANTORO-PASSARELLI F.**, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1983.

**SARACCO G.**, *Financial futures, rischi di cambio e di tasso: possibili applicazioni alla realtà italiana*, in *Rivista di diritto valutario e di economia internazionale*, 4, 1986.

## BIBLIOGRAFIA

- SARTORI F.**, *Il mercato delle regole. La questione dei bonds argentini*, in *Giur. it.*, 2005.
- SARTORI F.**, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011.
- SARTORI F.**, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. privato*, 2008.
- SARTORI F.**, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.
- SARTORI F.**, *Prodotti finanziari illiquidi (O.T.C.): il fattore giurisprudenziale e l'evoluzione normativa degli obblighi informativi*, in *Finanza derivati, mercati e investitori*, a cura di F. Cortese e F. Sartori, Pisa, 2010.
- SASSO L.**, *L'impatto sul mercato dei derivati otc*, in *Giur. comm.*, 2012.
- SCALFÌ G.**, *Corrispettività e alea nei contratti*, Varese, 1960.
- SCALIA A. e TORNETTA L.**, *I futures e le opzioni sui titoli di Stato. Un'analisi del mercato e delle prospettive in Italia*, in *Temi di discussione, Banca d'Italia*, 1991.
- SCALISI V.**, *Contratto e regolamento nel piano d'azione delle nullità di protezione*, in *Riv. Dir. Civ.*, I, 2005.
- SCALISI V.**, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 1990.
- SCALISI V.**, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, a cura di S. Mazzamuto e G. Terranova, Napoli, 1993.
- SCHLESINGER P.**, *Compensazione*, in *Nsso Dig. It.*, III, Torino, 1959.
- SCOGNAMIGLIO A.**, *Profili di costituzionalità dei limiti all'utilizzo degli strumenti finanziari da parte degli enti territoriali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1, 2011, 18 ss.
- SCOGNAMIGLIO R.**, *Contratti in generale*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1979.
- SCOGNAMIGLIO V.**, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle SS. UU.*, in *Soc.*, 2008.
- SCOGNAMIGLIO R.**, *Contratti in generale*, in *Comm. del cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1970.
- SCOTTI A.**, *Obblighi di buona fede e correttezza dell'intermediario finanziario nei rapporti con la clientela professionale*, in *Corr. giur.*, 2013.
- SCOTTI CAMUZZI S.**, *I conflitti di interessi fra intermediari finanziari e clienti nella direttiva Mifid*, *Banca borsa tit. cred.*, I, 2007.

- SERRA A.**, *I contratti di borsa a premio*, Milano, 1971.
- SIMONETTI A.**, *La giurisprudenza milanese sulle regole di comportamento degli intermediari*, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di Ginevra, Milano, 2012.
- SIMONETTO E.**, *I contratti di credito*, Padova, 1953.
- SPADA M. e COSSU P.**, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente. Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2010.
- SPADA P.**, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2002.
- SPOTO G.**, *Gli elementi essenziali del negozio giuridico*, in *Manuale di diritto civile*, a cura di F. Caringella e L. Buffoni, Roma 2009.
- SPOTO G.**, *Rilievo d'ufficio della nullità, clausole ed eterointegrazione del contratto nella giurisprudenza nazionale e della Corte di Giustizia*, in *Eur. Dir. priv.*, 1, 2016.
- STIGUM M.**, *The money market*, Illinois, 1983.
- STOLFI G.**, *Teoria del negozio giuridico*, Padova, 1947.
- SUNDARAM R.K. e DAS S.R.**, *Derivatives: principles and practice*, New York, 2010.
- SWAN E.J.**, *Building the global market: a 4.000 year history of derivatives*, London.
- SZEGO G., PARIS F. e ZAMLIRUNO G.**, *Mercati finanziari e attività bancaria internazionale*, Bologna, 1988.
- TAMBURRINO G.**, *I vincoli unilaterali nella formazione progressiva del contratto*, Milano, 1954.
- TARELLO G.**, *L'interpretazione della legge*, in *Tratt. Cicu e Messineo*, I, 2, Milano, 1980.
- TAROLLI R.**, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, I, 2008.
- TARQUINIO L.**, *"Financial derivatives". Fair value e convergenza contabile internazionale*, Torino, 2003.
- TELSER L.G. e HIGINBOTHAN H.N.**, *Organized futures markets: costs and benefits*, in *Journal of political economy*, 1977.
- TERRANOVA G.**, *I principi e il diritto commerciale*, in questa *Riv. Dir. Comm.*, I, 2015.

## BIBLIOGRAFIA

- TORNETTA L.**, *I futures sui tassi d'interesse: funzionamento e considerazioni sulla loro istituzione in Italia*, in *Rivista di politica economica*, 11, 1989.
- TUCCI A.**, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2, 2016.
- TUCCI A.**, *Servizi di investimento e nullità del contratto*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, Di Cataldo, F. Guerrera e A. Sciarrone Alibrandi, Torino, III, 2014.
- TUCCI A.**, *Tipicità dei contratti di investimento e disciplina codicistica*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013.
- UNGARI TRASATTI C.**, *Il patto di opzione: una figura controversa*, in *Riv. Not.*, 2003.
- VALLE L.**, *Contratti futures*, in *Contr. Impr.*, 1996.
- VALLE L.**, *L'inefficacia delle clausole vessatorie e le nullità a tutela della parte debole del contratto*, in *Contr. Impr.*, 2005.
- VALSECCHI E.**, *La rendita perpetua e la rendita vitalizia*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, XXXVII, Milano, 1961.
- VECCHIO C. e VITALI E.**, *Profili civilistici e fiscali delle options*, in *Boll. Trib.*, 1990.
- VECCHIO C.**, *Contabilizzazione e regime fiscale delle options*, in *Corr. trib.*, 50, 1991.
- VILLA C.**, *Potestà dei genitori e rapporti con i figli*, in *Il diritto di famiglia*, III, Torino, 2007.
- VILLANI U., SBORDONE F. e DI FABIO M.**, *Nozioni di diritto internazionale privato. Parte generale e obbligazioni*, Napoli, 2013.
- VIOLA C.**, *L'interest rate swap come strumento di gestione del rischio di interesse*, in *Quaderni AIAF* (Associazione italiana degli analisti finanziari), 1989.
- VITELLI F.**, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013.
- VITUCCI P.**, *La rescissione*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, IV, Milano, 2006.
- WILLIAMS E.**, *The economic function of futures markets*, Cambridge, 1986.
- WINSTONE D.**, *Financial derivatives. Hedging with futures, forwards, options and swaps*, London, 1995.
- ZACCARIA A.**, *Novazione*, in *Digesto civ.*, XII, Torino, 1995.

**ZACCHEO M.**, *Diritto Privato e buona fede in Il Diritto Privato oggi. Atti del I Convegno della SISDIC*, Napoli, 2006, 809 ss.

**ZITIELLO L.**, *La disciplina dei contratti nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, in *I contratti*, 2, 1998.

## INDICE DELLE SENTENZE

### Tribunali

- Trib. Milano, 6 febbraio 1997, in *Giur. it.*, 1998, 302.
- Trib. Firenze, 30 maggio 2004, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 537, e in *Giur. it.*, 2005, 754.
- Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *Contr.*, 2005, 585.
- Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Mantova, 10 dicembre 2004, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Palermo, 17 gennaio 2005, in *Contr.*, 2005, 1085 ss.
- Trib. Milano, 31 gennaio 2005, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Firenze, 18 febbraio 2005, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Firenze, 19 febbraio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 2097 ss.
- Trib. Mantova, 5 aprile 2005, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Parma, 13 aprile 2005, in *Giur. it.*, 2005, 2096 ss.
- Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 604.
- Trib. Firenze, 19 aprile 2005, in *Contr.*, 2005, 1010, e in *Corr. giur.*, 2005, 1273.
- Trib. Genova, 22 aprile 2005, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Torino, 30 maggio 2005, in *Giur. it.*, 2005, 1857
- Trib. Venezia, 8 giugno 2005, in *Foro it.*, 1, 2005, 2537, con nota di A. PALMIERI, *prestiti obbligazionari, "default" e tutela "successiva" degli investitori: la mappa dei primi verdetti*.
- Trib. Parma, 16 giugno 2005, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Avezzano, 23 giugno 2005, in *Foro it.*, I, 2005, 2535.
- Trib. Venezia, 11 luglio 2005, in *Giur. merito*, 2006, 111.
- Trib. Genova, 2 agosto 2005, in *Foro it.*, 2006, 308.
- Trib. Treviso, 10 ottobre 2005, in *www.ilcaso.it*

- Trib. Firenze, 18 ottobre 2005, in *Giur. merito*, 2007, 49 ss., con nota di A. BARENGHI, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro)*.
- Trib. Parma, 21 ottobre 2005, in *Giur. it.*, 2006, 1153 ss.
- Trib. Torino, 7 novembre 2005, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Catania, 25 novembre 2005, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Brindisi, 30 dicembre 2005, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1418.
- Trib. Trani, 31 gennaio 2006, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Bari, 20 febbraio 2006, in *Giur. merito*, 2006, 2173;
- Trib. Pescara, 28 febbraio 2006, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Termini Imerese, 7 marzo 2006, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Milano, 15 marzo 2006, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Milano, ord., 25 marzo 2006, in *Corr. merito*, 2006, 737, con nota di V. SANGIOVANNI, *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*.
- Trib. Bari 27, marzo 2006, in *Corr. merito*. 2006, 1000.
- Trib. Lecce, 12 giugno 2006, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Genova, 26 giugno 2006, in *Foro pad.*, I, 2007, 137
- Trib. Marsala, 12 luglio 2006, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Milano, 20 luglio 2006, in *Nuova giur. comm.*, 2007, I, 809 ss., con nota di D. TOMMASINI, *La dichiarazione "autoreferenziale" di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*.
- Trib. Genova, 14 dicembre 2006, in *Corr. merito*, 2007, 440.
- App. Milano, 19 dicembre 2006, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Cagliari, 18 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Biella, 26 gennaio 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Napoli, 21 febbraio 2007, in *dirittobancario.it.*, con nota di D. CESIANO, *La prestazione dei servizi di investimento e la tutela degli investitori*.
- Trib. Bari, 19 marzo 2007, in *iusexplorer.it*

- Trib. Genova, 22 marzo 2007, in *Foro Pad.*, I, 2007, 126, con nota di L. GHIGLIOTTI, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di responsabilità della banca intermediaria per servizi di investimento*.
- Trib. Salerno, 12 aprile 2007, in *Giur. it.*, 2008, 134.
- Trib. Bari, 16 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Arezzo, 17 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Milano, 26 aprile 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Parma, 24 maggio 2007, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Venezia, 30 maggio 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Vicenza, 5 giugno 2007, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Trani, 6 giugno 2007, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Oristano, 12 giugno 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Verona, 22 giugno 2007, in *Contr.*, 2007, 1093.
- Trib. Torino, 18 settembre 2007, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 337, con nota di P. BONTEMPI, *Gli obblighi di trasparenza dell'intermediario mobiliare nella conclusione di contratti di interest rate swap*.
- App. Venezia, 19 novembre 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Ravenna, 19 novembre 2007, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Taranto, 8 gennaio 2008, in *www.ilcaso.it*
- App. Milano, 25 gennaio 2008, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 2, II, 150.
- Trib. Vicenza, 12 febbraio 2008, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 203, con nota di C. TATOZZI, *La nozione di "operatore qualificato" tra vecchie incertezze e nuovi assetti normativi*.
- Trib. Roma, 20 marzo 2008, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Milano, 11 aprile 2008, in *Soc.*, 2009, 479.
- Trib. Siracusa, 13 maggio 2008, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Monza, 4 giugno 2008, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Pescara, 10 giugno 2008, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Taranto, 01 luglio 2008, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Brindisi, 08 luglio 2008, n. 489, in *Giur. merito*, 12, 2008, 3113.
- Trib. Forlì, 18 settembre 2008, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, in *www.ilcaso.it*.

- Trib. Milano, 14 febbraio 2009, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, II, 2010, 687.
- Trib. Bergamo, 27 aprile 2009, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Forlì, 7 maggio 2009, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Vigevano, 8 maggio 2009, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Bologna, 1 dicembre 2009, in *Giur. comm.*, 2011, 196, con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Contratto swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*.
- Trib. Bologna, 1 dicembre 2009, in *Giur. comm.*, II, 2012, 386.
- Trib. Catanzaro, 17 dicembre 2009, in *www.ilcaso.it*
- Trib. di Verona, 3 marzo 2010, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Udine, 5 marzo 2010, in *www.ilcaso.it*.
- Trib. Padova, 23 marzo 2010, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Modena, 27 aprile 2010, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Torino, 26 maggio 2010, in *www.ilcaso.it*;
- Trib. Milano, 07 luglio 2010, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, II, 2012, 104, e in in *Contr.*, 2011, 244.
- Trib. Bari, 15 luglio 2010, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2013, 106.
- Trib. Piacenza, 30 novembre 2010, in *www.ilcaso.it*
- Tribunale Salerno, 03 dicembre 2010, in *iusexplorer.it*
- Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Banca borsa tit. cred. 2011*, 6, II, 748.
- Trib. Lecce, 09 maggio 2011, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Civitavecchia, 8 giugno 2011, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 133, con nota di L.G. VIGORITI, *Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse*.
- Trib. Udine, 1 luglio 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 3, II, 2012, 384.
- Trib. Modena, 23 dicembre, 2011, in *Contr.*, 2012, 130.
- Trib. Bari, 5 gennaio 2012, in *dirittobancario.it*
- Trib. Biella, 13 gennaio 2012, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Milano, 8 febbraio 2012, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Cuneo, 14 giugno 2012, in *iusexplorer.it*
- Trib. Monza, 14 giugno 2012, in *www.ilcaso.it*
- Trib. Verona, 28 giugno 2012, in *www.ilcaso.it*

Trib. Monza, 17 luglio 2012, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2, 2013, 139, con nota di D. TOMMASINI, *Interest rate swap con funzione di copertura e causa concreta del contratto*.

Trib. Lecco, 20 luglio 2012, in *www.ilcaso.it*

Trib. Pescara, 11 ottobre 2012, n. 1241, in *iusexplorer.it*

Trib. di Verona, 5 novembre 2012, in *www.ilcaso.it*

Trib. Verona, 10 dicembre 2012, in *www.ilcaso.it*

Trib. Padova, 21 gennaio 2013, in *Banca Borsa tit. cred.*, II, 2014, 612.

Trib. Brindisi, 18 febbraio 2013, in *www.ilcaso.it*

Trib. Verona 25 marzo 2013, in *Giur. comm.*, 2014, 719, con nota di F. CAPUTO NASSETTI.

Trib. Salerno, 02 maggio 2013, in *www.ilcaso.it*

App. Trento, 3 maggio 2013, n. 141, in *dirittobancario.it*

Trib. Milano, decr., 16 luglio 2013, in *www.leggiditalia.it*

App. Milano, 18 settembre 2013, in *Rass. Dir. Civ.*, 2014, 1, 295, con nota di R. DI RAIMO.

Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *iusexplorer.it*

Trib. Milano, 13 febbraio 2014, in *www.ilcaso.it*

App. Bologna, 11 marzo 2014, in *www.ilcaso.it*

App. Milano, 25 maggio 2014, n. 2244, in *dirittobancario.it*

App. Milano, 3 giugno 2014, n. 1937, in *dirittobancario.it*

Trib. Cosenza, 18 giugno 2014, in *www.ilcaso.it*

Tribunale Milano, 23 giugno 2014, n. 8332, in *iusexplorer.it*

Trib. Perugia, 28 novembre 2014, in *www.ilcaso.it*

Trib. Milano, 28 novembre 2014, in *www.ilcaso.it*

Trib. Milano, 28 novembre 2014, in *www.ilcaso.it*

Trib. Milano, 29 aprile 2015, in *Banca Borsa tit. cred.*, 3, II, 2016, 282.

Trib. Milano, 16 giugno 2015, n. 7398, in *www.ilcaso.it*

App. Venezia, 28 luglio 2015, in *www.ilcaso.it*

Trib. Torino, 30 luglio 2015, in *www.ilcaso.it*

App. Milano, 11 novembre 2015, n. 4303, in *dirittobancario.it*

Trib. Roma, 25 novembre 2015, in *www.ilcaso.it*

- Trib. Genova, 30 novembre 2015, in *www.ilcaso.it*  
Trib. Torino, 20 gennaio 2016, n. 316, in *dirittobancario.it*  
App. Milano, 03 marzo 2016, n. 858, in *dirittobancario.it*  
Trib. Milano, 9 marzo 2016, n. 3070, in *dirittobancario.it*  
App. Milano, 21 marzo 2016, in *iusletter.com*  
Trib. Milano 13 maggio 2016, in *www.ilcaso.it*  
Trib. Milano, 13 maggio 2016, n. 6001, in *dirittobancario.it*  
Trib. Milano, 7 luglio 2016, in *www.ilcaso.it*  
Trib. Roma, 18 luglio 2016, n. 14375, in *dirittobancario.it*  
App. Torino, 27 luglio 2016, n. 1725, in *dirittobancario.it*  
Trib. Milano, 13 settembre 2016, n. 10049, in *ilsocietario.it*, 2016, 19 settembre.  
App. Perugia, 24 ottobre 2016, in *www.ilcaso.it*  
Trib. Milano, 24 ottobre 2016, n. 11658, in *dirittobancario.it*  
Trib. Chieti, 29 dicembre 2016, n. 894, in *www.ilcaso.it*

### **Corte di Cassazione**

- Cass., 24 marzo 2016, n. 5919, in *Nuova Giur. Civ.*, 2016, 9, 1168.  
Cass., 18 gennaio 1979, n. 367, in *Giust. civ.*, I, 1979, 832.  
Cass., 7 giugno 1991, n. 6452, *leggiditaliaprofessionale.it*  
Cass., 8 novembre 1997, n. 11003, in *Giust. civ.*, I, 1998, 2889.  
Cass., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Contr.*, 2002, 26 ss., con nota di E. GIRINO, *Contratti di swap: forma, autonomia, nullità e responsabilità*.  
Cass., 15 marzo 2001, n. 3753, in *Giur. it.*, 2001, 2083.  
Cass., 5 aprile 2001, n. 5052, in *Foro it.*, I, 2001, 2185.  
Cass., 6 aprile 2001, n. 5114, in *Contr.*, 2001, 818.  
Cass., 30 agosto 2004, n. 17399, in *leggiditaliaprofessionale.it*  
Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, in *Contr.*, 2005, 1004.  
Cass., S.U., 21 giugno 2005, n. 12296, in *Foro Amm. CdS*, 2005, 1688.

- Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, in *Nuova giur. civ. comm.*, I, 2007, 299.
- Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, I, 784.
- Cass., 25 giugno 2008, n. 17340, in *Giur. it.*, 2009, 889 ss., con nota di P. FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento al vaglio della Corte di Cassazione*.
- Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Giur. it.*, 2010, 338.
- Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Danno e resp.*, 2009, 1067.
- Cass., S.U., 11 gennaio 2011, n. 391, in *Riv. It. Dir. Pubbl. Com.*, 1, 2011, 258.
- Cass., 21 aprile 2011, n. 9263, in *Guida al dir.*, 24, 2011, 62.
- Cass., S.U., 05 dicembre 2011, n. 25927, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2, 2012, 185.
- Cass. pen., 16 dicembre 2011, n. 47421, in *Cass. Pen.*, 1, 2013, 178.
- Cass., 22 dicembre 2011, n. 28432, in *Giust. civ. Mass.*, 12, 2011, 1839.
- Cass., S.U. (ord.), 29 maggio 2012, n. 8515, in *Giur. It.*, 11, 2012, 2397, con nota di S.S. SCOCA.
- Cass., 28 febbraio 2013, n. 5050, in *Giust. civ. Mass.*, 2013.
- Cass., 03 aprile 2013 n. 8100, in *Giust. civ. Mass.*, 2013;
- Cass., S.U., 17 maggio 2013, n. 12110, in *CED Cassazione*, 2013.
- Cass., 10 aprile 2014, n. 8462, in *Guida dir.*, 23, 2014, 85.
- Cass., S.U., 23 ottobre 2014, n. 22554, in *CED Cassazione*, 2014.
- Cass., 17 aprile 2015, n. 7922, in *Giust. Civ. Mass.*, 2015.
- Cass., 26 gennaio 2016, n. 1376, in *Dir. Giust.*, 2016, 27 gennaio.
- Cass., 08 febbraio 2016, n. 2414, in *Guida dir.*, 15, 2016, 46.
- Cass., 09 febbraio 2016, n. 2535, in *Foro it.*, 6, I, 2016, 2139.
- Cass., 15 marzo 2016, n. 5089, in *ilsocietario.it*, 2016, 8 aprile.
- Cass., 16 marzo 2016, n. 5250, in *Giust. Civ. Mass.*, 2016.
- Cass., 11 aprile 2016, n. 7068, in *Corr. Giur.*, 8-9, 2016, 1113.
- Cass., 27 aprile 2016, n. 8394, in *Giust. Civ. Mass.*, 2016.
- Cass., 11 maggio 2016, n. 9644, in *ilsocietario.it*, 2016, 18 luglio.
- Cass., 13 maggio 2016, n. 9892, in *CED Cassazione*, 2016.
- Cass., 16 maggio 2016, n. 9981 in *Guida dir.*, 36, 2016, 74.
- Cass., 09 giugno 2016, n. 11876, in *Giust. Civ. Mass.*, 2016.

Cass., 8 luglio 2016, n. 14059, in *Giust. Civ. Mass.*, 2016.

### **Lodi Arbitrali**

Lodo arbitrale Casella, Costi, Schlesinger 19 luglio 1996, in *Riv. dir. priv.*, 1997, n. 3, 559, con nota di G. CAPALDO, *Contratti di swap*.

Lodo arbitrale Milano, 4 luglio 2013, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 2015, 220 ss. e in *dirittobancario.it* con nota di B. MARCHETTI, *Lodo Arbitrale Milano 4 luglio 2013: mark to market come elemento essenziale dello swap e necessaria condivisione dei modelli di pricing*.

Lodo arbitrale Milano, 29 gennaio 2014, in *dirittobancario.it*

### **Organi di giustizia amministrativa**

Corte dei Conti, Relazione sulla gestione finanziaria delle regioni, esercizi 2011-2012, vol. I, 80 ss.

Cons. Stato, 10 maggio 1994, n. 525, in *Cons. Stato*, I, 1995, 1328.

Corte dei Conti Abruzzo, 22 aprile 2010, n. 259, in *iusexplorer.it*

Cons. Stato, Ad. Plen., 3 giugno 2011, n. 10, in *Foro Amm. CDS*, 6, 2011, 1842.

Cons. Stato, 7 settembre 2011, n. 5032, in *Giorn. Dir. Amm.*, 4, 2012, 394, con nota di F. CORTESE.

Tar Toscana, 23 novembre 2011, n. 1925 in *Foro It.*, 2, 3, 2012, 93.

Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962, in *Giur. Comm.*, 2013, 357 con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*.

Tar Piemonte, 21 dicembre 2012, n. 1390, in *Foro amm. Tar*, 12, 2012, 3759.

Tar Lombardia, 18 marzo 2014, n. 691, in *Foro amm.*, 3, 2014, 858.

Cons. Stato, Ad. Plen., 5 maggio 2014, n. 13, in *Giorn. Dir. Amm.*, 7, 2014, 744 ss.

### **Corte Costituzionale.**

Corte Cost., 6 luglio 2004, n. 204, in *Foro Amm. CdS*, 2004, 1895 ss.

Corte Cost., 23 novembre 2007, n. 401, in *Giurispr. Costit.*, 6, 2007, 444.

Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2011, 1; in *Contr.*, 12, 2010, 1109, con nota di A.M. BENEDETTI, *La competenza statale sulla tutela della pubblica amministrazione - cliente nel settore dei derivati finanziario.*

### **Giurisdizioni straniere**

House of Lords, 24 gennaio 1991, *Hazel v Hammersmith and Fulham LBC*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 1991, 432, con nota di R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap.*

High Court di Londra, 25 giugno 2015, n. 2010, *folio* 1456, *Dexia Crediop S.p.A. v Comune di Prato*, in *dirittobancario.it*