



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI CAGLIARI
FACOLTÀ DI SCIENZE ECONOMICHE, GIURIDICHE E POLITICHE
CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA

GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI
TRA ALEATORIETÀ E OBBLIGHI DI INFORMAZIONE

Relatore:
PROF. CORRADO CHESSA

Tesi di laurea di:
FEDERICO ONNIS CUGIA

Anno Accademico 2011/2012

GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI
TRA ALEATORietà E OBBLIGHI DI INFORMAZIONE

CAP. I – I CONTRATTI DERIVATI

- *1. Nozione e definizione generale*
- *2. Classificazione dei contratti derivati*
 - *2.1. Derivati sintetici*
 - *2.2. Derivati complessi*
 - *2.3. Derivati di credito*
 - *2.4. Derivati di secondo livello*
 - *2.5. Derivati standard e derivati over the counter*
- *3. La causa del contratto derivato*
- *4. Critica alla tesi della scommessa ed aleatorietà*
- *5. La banca come soggetto esercente servizi e attività di investimento*
- *6. La classificazione degli investitori*

CAP. II – GLI OBBLIGHI INFORMATIVI

- *1. Le regole di comportamento e di organizzazione della banca*
- *2. Gli obblighi di informazione*
- *3. L'informativa da acquisire dai clienti*
- *4. Gli obblighi di informazione in fase di esecuzione*
 - *4.1. Informazioni sulla natura e sui rischi delle operazioni e sulle perdite rilevanti*
 - *4.2. La valutazione sull'adeguatezza delle operazioni*
 - *4.3. La valutazione sull'appropriatezza delle operazioni*
 - *4.4. I conflitti di interessi*
 - *4.5. La determinazione periodica degli addebiti e degli accrediti*
 - *4.6. La determinazione periodica del mark to market*
- *5. La violazione degli obblighi di informazione*

- 5.1. *La tesi della nullità del contratto*
- 5.2. *La tesi dell'inadempimento*
- 5.3. *La tesi della responsabilità precontrattuale*
- 5.4. *La soluzione della Corte di Cassazione*

CAP. III – LA RINEGOZIAZIONE DEI CONTRATTI DERIVATI OVER THE COUNTER: LA CLAUSOLA UP FRONT

- 1. *La clausola up front: premessa*
- 2. *La clausola up front come contratto di finanziamento occulto*
- 3. *La clausola up front come tecnica negoziale del contratto derivato*
- 4. *I rischi di usura in presenza della clausola up front*

CAP. IV - LA TUTELA DEL CORRETTO ESERCIZIO DELL'ATTIVITA' BANCARIA E FINANZIARIA

- 1. *I contratti derivati e la truffa contrattuale*
- 2. *Il riciclaggio*
- 3. *Un caso attuale di cronaca giudiziaria: lo "scandalo - derivati" Monte dei Paschi di Siena*

CAP. I – I CONTRATTI DERIVATI

1. Nozione e definizione generale

I contratti derivati rappresentano un fenomeno finanziario relativamente nuovo, iniziatosi a manifestare, nella forma degli *swap*, all'inizio degli anni '80 nel Regno Unito per ovviare alle allora vigenti restrizioni valutarie¹ e che oggi ha assunto notevoli dimensioni, raggiungendo i 648 mila miliardi di dollari, superando di ben 9 volte il PIL dell'intero mondo e di 14 volte la capitalizzazione dei listini mondiali².

L'analisi dell'evoluzione storica ha evidenziato che i derivati, almeno negli archetipi fondamentali, affondano le loro radici in epoche remote, risalendo addirittura alle fiere medievali della Francia e dell'Inghilterra, ove nacquero le regole del commercio a termine³. Il derivato è stato poi utilizzato nel tempo come strumento di copertura del rischio in alternativa all'assicurazione essendo a quest'ultima preferibile, negli scambi commerciali, per via sua maggiore adeguatezza a garantire le esigenze di copertura che si manifestano nell'ambito di un rapporto commerciale⁴. Trattasi di una tipologia contrattuale che nel nostro ordinamento giuridico ha faticato ad integrarsi e che ancora oggi trova contro di sé rilevanti censure, dovute sia all'inconsapevolezza degli operatori che alla scarsa produzione scientifica sull'argomento, per quanto già Luigi Einaudi in un articolo del 1896 attribuiva al derivato la sua funzione propria e la sua propria dimensione di utilità sociale⁵.

Per una definizione dei contratti derivati - tralasciando quella dottrina risalente che,

1

: E. GIRINO, *I contratti derivati*², Milano, 2010, 35.

2 : Dati al 4 giugno 2012 della *Bank for International Settlement, OTC derivatives market activities in the second half of 2011*.

3 : M. SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004, 47.

4 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 25.

5 : T. PADOA SCHIOPPA, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Lezioni Moar*, Milano, 1995, 63. Ivi viene ricordato un articolo di L. EINAUDI, intitolato “*In favore dei contratti differenziali*”, ove ricordava il ruolo assicurativo dei derivati affermando che «[...] nella fretta di demolire si è dimenticato che i contratti a termine adempivano a una funzione la quale ha pur bisogno di estrinsecarsi [...] per diminuire i rischi provenienti dalla oscillazione dei prezzi». Riferendosi alla tutela dei risparmiatori, affermava «È evidente che di dolorose rovine di capitalisti, di famiglie intere, non sia colpevole il meccanismo dei contratti a termine e che la speculazione si sarebbe rivolta in altre direzioni ove questa vi fosse rimasta preclusa [...] Alla legislazione in siffatte materie incombe il dovere non già di togliere la fonte occasionale del male con una proibizione assoluta, ma di impedire che gli inavveduti e in genere il pubblico non professionale si lasci attirare a cuor leggero nelle speculazioni».

parlando di contratti derivati, si riferiva ai subcontratti⁶ - in generale si potrebbe affermare che sono tali quei contratti di natura finanziaria consistenti nella negoziazione a termine di un'entità economica e nella relativa valorizzazione autonoma del differenziale emergente dal raffronto fra il prezzo dell'entità al momento della stipulazione e il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione⁷.

Fondando l'analisi su basi normative, si possono trovare due nozioni di contratto derivato, una meramente giuridica ed una contabile. La prima definizione si rinviene nella circolare della Banca d'Italia del 29 marzo 1988 n°4, che descrive gli strumenti finanziari derivati come «i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi d'interesse, tassi di cambio, indici di Borsa ecc. Il loro valore deriva da quello degli elementi sottostanti». Il regolamento della Banca d'Italia 2 luglio 1991 offre, invece, una distinzione tra contratto derivato “con titolo sottostante” e “senza titolo sottostante”, definendo il primo come «il contratto a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari» e il secondo come «il contratto a termine su strumenti finanziari collegati a tassi di interesse, a valute e a indici su valori mobiliari, su tassi di interesse e su valute». Una più completa qualificazione, derivante da una fonte normativa primaria, la si reperisce nella c.d. Legge “Sim”⁸, al cui art. 1, comma 2, vengono definiti valori mobiliari «i contratti a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari, tassi d'interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi d'interesse e valute».

Le definizioni citate risultano, però, insufficienti; innanzitutto perchè tutti i prototipi di contratti derivati sono contratti a termine, affermazione che non inquadra una definizione di contratto derivato, ma solo una sua caratteristica generale.

Un passo avanti verso una più completa ed esauriente definizione si è avuto a metà degli anni '90 *in primis* con una circolare della Banca d'Italia⁹, che ha definito i “prodotti derivati” come «i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali i titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa ecc. Il loro valore deriva

6 : A.G. DIANA, *Il subcontratto*, Torino, 2003, 78 e ss. L'uso di questa locuzione non è produzione diretta dell'autore bensì deriva da una pronuncia giurisprudenziale (Cass. 11 agosto 1990, n. 8202) ivi commentata. In passato era pacifico l'esclusivo utilizzo della locuzione contratti derivati in riferimento ai subcontratti: cfr., *ex multis*, F. MESSINEO, v. *Contratto derivato – Sub contratto*, in *Enciclopedia del Diritto*, X, Milano, 1962, 80 e ss.

7 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit, 9.

8 : Legge 2 gennaio 1991, n.1.

9 : Circolare 23 giugno 1994, sezione I, secondo comma.

da quello degli elementi sottostanti. Costituiscono prodotti derivati ad esempio i *futures*, le *options*, gli *swap*, i *forward rate agreements*». Tale definizione però continua a tenere fuori numerose fattispecie, in quanto non include quei contratti derivati che non insistono su elementi di altri schemi negoziali.

È invece col c.d. Decreto “Eurosim”¹⁰ che i contratti derivati vengono definiti strumenti finanziari. Si è così giunti all'attuale definizione normativa, nel Testo Unico della Finanza (TUF)¹¹, il quale, all'art. 1, 3° comma, lettere d) - j), (a seguito delle radicali modifiche apportate dal decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 147 di attuazione della c.d. Direttiva MiFID¹²), qualifica le diverse categorie di contratti derivati come strumenti finanziari derivati, dandone, in ossequio alla citata direttiva, una definizione per sottostante¹³. Le fattispecie previste dall'art. 1 TUF non sono però tassative: non sono comprese numerose fattispecie di contratti derivati utilizzati nei contratti finanziari. Oltretutto, quella dei contratti derivati deve essere intesa come una categoria aperta, in virtù dell'espressa previsione normativa dell'art. 18, comma 5, lett. a), TUF secondo la quale il Ministro dell'Economia e delle Finanze può individuare, con apposito regolamento, sentite la Banca d'Italia e la Consob, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari.

Nella varietà con cui i contratti derivati si palesano nella prassi, ricercare un elemento comune a ciascun tipo è impresa assai ardua: come un'illustre dottrina pone in evidenza¹⁴, tale caratteristica comune non può essere di natura legale, né legata all'oggetto o al parametro di riferimento, tantomeno alla riserva di attività prevista dall'art. 18 TUF. Insufficienti sarebbero anche il criterio dell'ammontare della prestazione derivante da un bene estraneo al contratto e che si pone come parametro di riferimento del contratto, in quanto tale criterio escluderebbe una delle numerose tipologie di contratti derivati presenti nella prassi. Non è elemento caratterizzante nemmeno il fatto che la derivazione si manifesta nella determinazione dell'ammontare di una prestazione e nell'attribuzione del valore di sostituzione del contratto, elemento

10 : Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415

11 : Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58

12 : MiFID, *Markets in Financial Instruments Directive*, è il nome con cui è nota la direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004

13 : E. GIRINO, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, in Banca, borsa e tit. cred., 2011, f.1, 35 ss.

14 : F. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti derivati*, Milano, 1997, 2.

comune a qualsiasi contratto a prestazioni corrispettive.

L'impossibilità di individuare una definizione giuridica della categoria, unita alla sua incertezza e alla sua continua evoluzione, porterebbe a concludere che sono contratti derivati quei contratti che il mercato finanziario considera tali. E nonostante esistano delle basi normative, quali quelle presenti nel TUF, anche queste devono ritenersi insufficienti per una compiuta definizione di strumento finanziario derivato. Si ricava così una definizione generale di contratto derivato, secondo cui son tali quei contratti il cui valore deriva dal prezzo di un'attività finanziaria sottostante ovvero dal valore di un parametro di riferimento (indice di borsa, tasso di interesse, cambio)¹⁵.

Altra dottrina, pur mettendo in evidenza che, se di primo acchito non sembra esservi un minimo comun denominatore tra i vari tipi di contratti derivati, soffermandosi si evince, invece, che carattere comune dei contratti derivati è la differenzialità, fondando dunque l'analisi non sul contratto derivato, bensì sulla categoria del contratto derivato, categoria entro la quale rientrano tutti quei «contratti (sin qui noti o ignoti, ma comunque certamente) atipici, di natura finanziaria consistenti nella negoziazione a termine di un'entità autonoma del differenziale emergente dal raffronto fra il “prezzo” dell'entità al momento della stipulazione e il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione»¹⁶. Vengono quindi evidenziati dei limiti alla più generale definizione precedentemente proposta, tesa ad evidenziare l'aspetto economico della valorizzazione e comunque inadatta ad esprimere il più complesso meccanismo giuridico che presiede alla formazione degli strumenti derivati¹⁷.

Un ulteriore filone dottrinale invece si fonda sulla più tecnica ed empirica definizione del contratto derivato come quel contratto ove l'obbligazione principale è determinata dal variare del valore sottostante da cui il contratto derivato dipende, con dipendenza che si manifesta al momento della scadenza del medesimo¹⁸.

15 : F. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti derivati*, cit., 2.

16 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 8 s.

17 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 8 ss. Aderiscono all'orientamento S. MEUCCI, *Operatore qualificato nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, in *Obbl. contr.*, 2008, 2; A. PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219; M. LEMBO, *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo diritto*, 2007, 512; R. BOMBARDI, *Strumenti finanziari derivati e sistema contrattuale Isda*, in *Dir. prat. soc.*, 2006, 32; M. TRUDU, *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Fin. loc.*, 2008, 27.

18 : Cfr. F. REALI, *I contratti di credit risk monitoring: contratti derivati, derivati di credito, securization e istituti affini*, 91-92; G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari* a cura di F. Riolo, 1993, 27; S. BO-G. VECCHIO, *Il rischio giuridico*

Ritornando alla definizione normativa offerta dal TUF, si può affermare di essere di fronte a strumenti finanziari per i quali, seppur elencati apparentemente in maniera tassativa, viene utilizzata una terminologia che consente di includere anche nuovi prodotti creati dalla prassi¹⁹. I contratti derivati sono strumenti finanziari perchè, avendo ad oggetto la possibile e probabile variazione del valore di un'entità economica (e non l'acquisto della stessa), hanno un oggetto finanziario. L'entità economica presa a riferimento, il c.d. sottostante, svolge un ruolo necessario, ma meramente strumentale rispetto alla creazione del differenziale di valore e può essere una grandezza di natura sia reale che finanziaria²⁰. Derivato non è dunque il contratto, ma lo strumento finanziario che da questo deriva²¹. La connessione ad altre attività finanziari sottostanti, quali titoli, merci, tassi, indici etc., non collide con il carattere derivativo del contratto, in quanto creando il differenziale danno vita ad operazioni che non sono mere operazioni insistenti su un qualsiasi fondamentale, bensì ad operazioni caratterizzate dalla finanziarietà. Questo è un elemento insito del contratto: qualunque strumento finanziario presuppone la costruzione e l'attivazione di un apparato negoziale, ma solo il contratto derivato coniuga negoziabilità e finanziarietà, è l'unico contratto che è al contempo strumento finanziario e non mezzo per acquisirne un altro. E questa unicità strutturale rende possibile l'inclusione, in seno al contratto, della componente finanziaria: non è un contratto che deve ricercare altrove la sua finanziarietà, la contiene in se stesso in virtù dello scambio non di un sottostante, ma del solo scarto di valore²². Con l'importante sentenza n. 52/2010, la Corte Costituzionale ha statuito che oggetto tipico e connotante del contratto derivato è il differenziale, che è altresì l'indicatore che identifica in modo certo ed inequivoco lo strumento anche nelle sue forme meno palesi e intuitive²³.

Vi è infine una nozione contabile dei derivati, che ha una sua autonomia e dei lineamenti di differenziazione. L'art. 6 lett. c) della legge 3 ottobre 2001, n. 366 (legge delega al Governo per la riforma del Diritto societario) prevedeva l'emanazione di

dei prodotti derivati, Milano, 1997, 7, e KPMG (a cura di), *Gli strumenti derivati*, Roma, 1996, 13.

19 : L'art. 18, 5° comma, lett. a) del TUF prevede infatti che solo il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, possa individuare nuove categorie di strumenti finanziari.

20 : R. MAVIGLIA, *Le obbligazioni strutturate*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario* a cura di S. Amorosino, Milano, 2008, 441 e ss.

21 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 10

22 : E. GIRINO, *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento* cit., 46

23 : Sent. C. cost. 18 febbraio 2010, n. 52

specifiche norme, relative alle operazioni in valuta ed agli strumenti finanziari derivati pronti contro termine, ma con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 sono state apportate modifiche agli artt. 2424-*bis*, 2425-*bis* e 2472 c.c., con apposita disciplina di trattamento delle sole operazioni “pronto contro termine” e, più in generale, di tutti i contratti che prevedono un obbligo di retrocessione a termine. Una vera e propria definizione contabile degli strumenti finanziari derivati è però contenuta nelle regole dello IAS 39²⁴. Ai sensi della normativa internazionale sulla contabilità²⁵, sono tali gli strumenti finanziari il cui valore può cambiare in relazione al mutare di un tasso d'interesse, prezzo di uno strumento finanziario, prezzo di una *commodity*, tasso di cambio in valuta estera, indice dei prezzi e dei tassi, *rating* di credito o altro sottostante non finanziario; non richieda un investimento iniziale netto o lo richieda in ammontare che non sia minore di altri tipi di contratti analoghi, rispetto ai quali le previsioni di cambiamento possano far ritenere che sia necessario il primo elemento; sia regolata ad una data futura. È, questa, una nozione di derivato ancora più generale di quella affermata in ambito meramente giuridico, tale da non permettere un'elencazione onnicomprensiva.

Secondo la nozione contabile, alla luce anche di quella che è la prassi finanziaria, relativamente alla finalità di impiego, i derivati si distinguono in: derivati di negoziazione (o speculativi) e derivati di copertura. Un derivato con finalità di copertura si propone di neutralizzare le conseguenze negative di variazioni sfavorevoli, ovvero inattese, di variabili finanziarie come tassi di interesse, tassi di cambio, prezzi di azioni e merci, ecc. In altre parole, un'operazione avente ad oggetto strumenti finanziari derivati si qualifica come di «copertura» quando ha la funzione di ridurre o trasferire l'esposizione al rischio, con l'obiettivo di proteggere il valore di singole attività o passività, ovvero di insiemi di attività e/o passività, da andamenti avversi di mercato. Un derivato può essere utilizzato anche con finalità di negoziazione o speculativa (*trading*). In tal caso l'operatore agisce con lo scopo di ottenere profitti, basandosi sulle proprie previsioni circa l'andamento di variabili finanziarie rilevanti. Differentemente dalle operazioni di copertura, nelle quali il rischio è preesistente e viene annullato, in quelle aventi finalità speculativa il rischio non esisteva e viene a configurarsi proprio con l'operazione stessa.

24 : Cfr. Regolamento (CE) n.2086/2004 della Commissione del 19 novembre 2004

25 : IAS 39, par. 9.

2. *Classificazione dei contratti derivati*

I contratti derivati non costituiscono un numero chiuso²⁶. Nella formulazione attuale del TUF, il legislatore ha tentato una classificazione dei contratti derivati, che sicuramente non è esaustiva sia per via dell'assenza di importanti categorie di derivati utilizzati nella prassi internazionale, sia per le modalità di classificazione, basato sul carattere differenziale delle tipologie elencate e non sul tentativo di definire le varie categorie. Detto elenco lo troviamo nella definizione di strumenti finanziari all'articolo 1, comma 2 lett. d), e), f), g), h), i) e j), nonché al comma 1-bis, lett. d), nella definizione di valori mobiliari. Si tratta, nello specifico, di:

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad 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;

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e 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;

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap* e 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;

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, contratti a termine («*forward*») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di

²⁶ : V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e Giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, I, 39 e ss.

altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

- strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;

- contratti finanziari differenziali;

- contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o 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 derivati, 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

- qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari (azioni, obbligazioni ed altri titoli negoziati), a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

Come rilevato *supra*, l'elencazione casistica non è esaustiva, in quanto vi sono molte altre tipologie di strumenti finanziari derivati, desumibili dai tipi emersi nei mercati internazionali, come ad esempio le c.d. opzioni esotiche. Ciò altresì nega la possibilità di ridurre la classificazione alle sole tre principali forme contrattuali *futures*, *options* e *swaps*. E' una definizione, quella presente nel TUF, che appare inoltre confusa, che definisce il derivato come contratto, strumento finanziario e valore mobiliare, non dando un'esatta definizione né del derivato in sé, né tantomeno delle vate categorie, operando una distinzione sul tipo di regolamento di questi rapporti, che è quasi esclusivamente di carattere differenziale²⁷.

²⁷ : È prevista infatti la definizione differita nel tempo, con la formazione di elementi di variabilità nella determinazione dei valori degli strumenti.

Un ulteriore tentativo di classificazione può essere effettuato sulla base delle finalità dei diversi tipi di derivati. Queste possono essere raggruppate in tre categorie: la gestione di rischi finanziari (copertura di posizioni o *hedging*), la mera speculazione (negoziazione, *trading*) e l'arbitraggio²⁸. Nella prima categoria rientrerebbero i derivati che servono a proteggere il valore di una posizione da variazioni indesiderate dei prezzi di mercato; nella seconda i derivati sottoscritti per ricavare un profitto scommettendo sull'evoluzione del prezzo dell'attività sottostante²⁹; nella terza, invece, i derivati che sfruttano un momentaneo disallineamento tra l'andamento del prezzo del derivato e quello del sottostante, vendendo lo strumento sopravvalutato e ottenendo un profitto privo di rischio. Anche questa classificazione si deve ritenere inadatta. L'esigenza di pervenire a soluzioni che si adeguassero sempre più alle necessità di operatori e mercati ha portato ad una progressiva e incessante sofisticazione dei modelli in uso e ad una complessa combinazione di una o più unità contrattuali³⁰.

La tradizionale classificazione perde la sua certezza nel momento in cui dagli archetipi *swap*, *option* e *future* si passa all'analisi delle loro filiazioni. L'instabilità e il rifiuto alla sistematizzazione costituiscono le caratteristiche istituzionali del derivato³¹. La recente riforma del TUF, attuatrice della direttiva MiFID, non ha mantenuto quella lungimirante previsione normativa, già presente nel cd. Decreto "Eurosime" e trasfusa nel testo originario del TUF all'art. 1, comma 2, lett. j), che affermava che tra i contratti derivati rientravano anche «le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere» (le quali indicavano i derivati elementari). E' stata invece mantenuta la disposizione di cui all'articolo 18, comma 5, lett. a), secondo cui «il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob 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». Si è eliminata, con la riforma del 2007, la porta principale per

28: A. SIROTTI GAUDENZI, *Derivati e Swap responsabilità civile e penale*, Dogana (Repubblica di San Marino), 2009, 22.

29 : Cfr. *infra*, Cap. I.3.

30 : C. PAPA FRANCO, *Struttura, caratteristica e operatività delle funzioni*, in *Amm. Fin.*, 1987, 10, 595.

31 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 49.

l'accesso di nuovi contratti derivati, con un sistema dove è la norma che crea il mercato, salvo poi “farli entrare dalla finestra” nel momento in cui il derivato viene riconosciuto quale espressione dell'evoluzione dei mercati finanziari.

Alla luce di queste scelte legislative, è opportuno adeguarsi ad una illustre dottrina³², che parte dagli archetipi fondamentali per procedere poi all'enunciazione delle varianti e delle evoluzioni riconducibili a ciascuna tipologia di base.

Prima di procedere con la loro classificazione, è necessario, però, delineare i tratti comuni a ciascun contratto derivato, che non vanno però ritenuti come connotati identitari in quanto possono ritrovarsi anche in altre tipologie di strumento. Innanzitutto, i contratti derivati vanno ricompresi, in senso ampio, tra i contratti ad esecuzione differita. Essi assumono sempre a riferimento una grandezza economica, sia essa reale od astratta; oggetto della negoziazione non è mai direttamente l'entità economica di riferimento, bensì il differenziale scaturente dalla comparazione tra il suo valore al momento della stipulazione e il valore al momento dell'esecuzione o della scadenza di computo.

Il necessario scarto temporale tra stipulazione ed esecuzione rende, inoltre, possibile che la prima abbia luogo sulla base di valutazioni previsionali sull'andamento dell'entità economica di riferimento, mentre l'incertezza della stima e del conseguente segno del differenziale fa sì che il contratto derivato possa comportare obbligazioni anche per una sola delle parti. Infine, i derivati, che possono indifferentemente rispondere ad una finalità di *hedging* o di *trading*, sono caratterizzati da una accentuata componente di aleatorietà, e la loro esecuzione può comportare perdite teoricamente illimitate.

2.1. I derivati sintetici

Nella prima categoria³³ vanno sicuramente ricompresi gli archetipi di contratto derivato: *future*, *option* e *swap*, le cui elementari configurazioni e declinazioni vengono usualmente classificati come “*plain vanilla*”, in contrapposizione alle soluzioni più elaborate, definite “esotiche”.

32 : E. GIRINO, I contratti derivati, cit., 47 ss.. L'Autore supera i dubbi palesati nella prima edizione dell'opera, sul rischio che l'ipotesi di classificazione potesse ritenersi inadeguata alla luce di possibili evoluzioni normative.

33 : Per una più approfondita analisi cfr. E. GIRINO, I contratti derivati, cit., 54 ss.

Il *future* è un contratto derivato in forza del quale una parte si impegna ad acquistare o vendere, ad una data scadenza, un certo quantitativo di beni ad un prezzo predefinito: ove, alla scadenza, il prezzo di mercato sia maggiore di quello pattuito, vi sarà il conseguimento di un differenziale positivo per il compratore e di uno negativo per il venditore. Esso rappresenta la forma basilare di contratto derivato e nessun derivato trascende dai suoi elementi fondamentali.

L'*option* è un contratto in base al quale una parte si impegna a concedere ad un'altra, verso la corrispondenza di un prezzo, c.d. premio, il diritto di acquistare o vendere, ad una data scadenza, un certo quantitativo di beni ad un dato prezzo, c.d. prezzo di esercizio o *strike price*. La parte beneficiaria dell'opzione ha la facoltà di procedere alla stipula del contratto di acquisto o di vendita del fondamentale alla scadenza, ovvero di rinunziarvi³⁴. Manca un'effettiva volontà traslativa in capo ai contraenti: in quanto derivato, l'*option* mira prioritariamente al conseguimento del risultato differenziale³⁵.

Tra le varie tipologie nelle quali può presentarsi il contratto di *option*, si segnalano le *call options* e *put options*, che si realizzano, rispettivamente, quando il beneficiario ha il diritto di acquistare o di vendere il titolo. La convenienza ad esercitarle si ha, nel primo caso, quando l'*option* è *in the money* (il prezzo a scadenza è inferiore allo *strike price*, e conviene quindi acquistare) e *out the money* (quando viceversa il prezzo a scadenza è superiore); le *american options* e le *european options* si distinguono, invece, perchè la prima è esercitabile in qualunque momento tra la data di stipulazione e quella di scadenza, le seconde solo alla scadenza. Nell'*option* automatica l'esercizio o l'abbandono sono esercitati automaticamente nel momento in cui l'*option* si trova *in the money* o *out the money*; è semiautomatica quando il suo esercizio può avvenire in maniera inversa all'automatica, in caso di istruzione opposta impartita alla scadenza dal beneficiario. Le *exotic options*³⁶, variante dalla scarsa diffusione, si manifestano nelle sottocategorie delle *bermudian options* (intermedia al modello americano ed europeo: l'opzione è esercitabile a scadenze intermedie prefissate tra la data di stipulazione e

34 : Cfr. F.M. GIULIANI, I «titoli sintetici» tra operazioni differenziali e realtà del riporto, in *Dir. prat. trib.*, 1992, I, 877; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 629; R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1991, f.2, 437, ID., *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quad.*, 1991, 10; ID., *I modelli Abi di interest rate e currency swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1992, f.1, 261; G. RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, f. 1, 39 ss.

35 : Cfr. A. BERARDI-L. PELIZZON, *Le opzioni*, *Amm. fin. oro*, 1998, 4-bis, 24.

36 : E. PANZARINI, *Il contratto di opzione – I. Struttura e funzioni*, Milano, 2007, 323.

quella di scadenza), delle *compound options* (opzione il cui esercizio viene rifissato a scadenze periodiche), delle *ladder options* (opzione i cui prezzi di esercizio sono determinati secondo una progressione decrescente), delle *pay later options* (opzione in cui il prezzo viene pagato solo in caso di esercizio, accompagnato da una clausola automatica *in the money*), delle *asian options* (opzione in cui lo *strike price* o il prezzo del bene opzionato alla scadenza viene determinato in funzione della media dei prezzi registrati da quest'ultimo per tutta la durata dell'opzione), delle *binary* o *digital options* (opzione il cui esercizio è sospensivamente condizionato a che il prezzo del bene abbia raggiunto, alla scadenza o entro la scadenza, se *european* o *american*, un determinato livello compreso in un *range* predefinito) e delle *hermaphrodite* o *AC-DC options* (opzione che accorda al beneficiario di scegliere se riservarsi il diritto di porsi come acquirente ovvero venditore dell'attività fondamentale).

L'*option* corrisponde alla fattispecie del patto d'opzione descritto dall'art. 1331 c.c., ed è il contratto derivato che meglio risponde alle finalità di *hedging*, per via della sua elasticità che assicura un perfetto controllo dell'evento futuro e incerto, dato dalla variabile di valore del sottostante³⁷.

Lo *swap* nasce tradizionalmente nella forma dell'*interest rate swap*, contratto con cui le parti si scambiano, alle varie scadenze del prestito, una posizione finanziaria contraddistinta dal rendimento a tasso fisso, con una posizione finanziaria contraddistinta dal rendimento a tasso variabile³⁸. Lo scambio non ha per oggetto il capitale, ma il solo importo risultante dall'applicazione sul capitale del tasso di interesse. Lo schema tipico del contratto prevede la liquidazione del solo differenziale risultante dal saldo tra gli importi derivanti dall'applicazione dei due tassi, che ha luogo periodicamente in coincidenza con le scadenze alle quali le parti sono tenute ad adempiere i rispettivi debiti. Caratteristica dello *swap* è che consiste in uno scambio di danaro, che esprime in maniera esaustiva i criteri di differenzialità e di immaterialità. Lo scambio però è sì la causa del negozio, ma non anche il suo oggetto, che rimane sempre la ricerca del differenziale di valore.

Sotto un profilo civilistico, l'*interest rate swap* corrisponde perfettamente all'accollo

³⁷ : Cfr. A. CORINTI-G. CUCINOTTA, *Le polizze index e unit linked in Italia*, in *Quaderni Isvap*, Roma, 1999, 33 e ss.; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., 354 ss.; C. COSSIGA, *Le operazioni in derivati e loro contabilizzazione*, in *Fin. loc.*, 2008, 12, 131.

³⁸ : Cfr. E. FERRERO, *Profili civilistici*, cit., 633; A. PIRAS, *Contratti derivati*, cit., 2228; E. GIRINO, *Opzioni sintetiche*, in *Amm. fin.*, 1993, 836.

interno: si tratta dell'incrocio di due contratti di accollo con cui ciascuna parte assume il debito di interesse dell'altra, con l'intesa di procedere alla liquidazione del solo differenziale. L'esigenza di adattamento all'evoluzione dei mercati, ha portato alla creazione di contratti derivati che si attestano come varianti ai contratti archetipi. Va precisato che queste sono categorie aperte, in quanto non è concepibile, per loro stessa natura, una classificazione chiusa dei contratti derivati. Per non trascendere il fine del presente lavoro, ne verrà data una sommaria illustrazione, riservandoci di approfondire nei seguenti paragrafi alcuni interessanti profili relativi alla natura giuridica dei contratti in oggetto. Per quanto riguarda le filiazioni dei *futures*, prassi e dottrina operano una prima distinzione tra *futures* standardizzati, per i quali esistono formulari di contratto-tipo, e non standardizzati, che vengono ricompresi nella categoria dei contratti derivato *over the counter*. Questa distinzione però non esaudisce la necessità di trovare le caratteristiche proprie di ciascuna manifestazione presente nella prassi finanziaria, e pertanto va abbandonata³⁹.

Tra le configurazioni più diffuse troviamo l'*interest rate future*, il *currency future*, lo *stock index financial future*, il *forward rate agreement*, il *brake forward contract*. Molto più diffuse nella prassi finanziaria sono le filiazioni dell'*option*, dovuto anche alla naturale elasticità di questa tipologia di contratto derivato. Tra le principali si devono menzionare l'*option* convertita, la *synthetic option*, l'*interest rate cap option*, l'*interest rate floor option*, l'*interest rate collar option*, il *currency option*, l'opzione convertibile, la *barrier* o *knock-out option*, la *knock-in option*, l'*hedge warrant*. Per quanto riguarda le filiazioni dello *swap*, risulta incredibile la velocità con cui queste si sono sviluppate, considerando che questo contratto derivato è nato solamente meno di trenta anni fa. Tra le principali filiazioni vi sono l'*asset swap*, il *currency swap*, il *domestic swap*, le sottoderivazioni di *swap*, lo *swap* elettrico, l'*equity swap*.

2.2. Derivati complessi

Mentre le filiazioni dei derivati sintetici si contraddistinguono per un incastro negoziale tra due segmenti che potrebbero comunque mantenere una propria autonomia giuridica, i derivati complessi sono quei contratti derivati nei quali è la volontà delle parti che

39 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 68.

fonde diverse tipologie realizzando un nuovo, autonomo, unitario ed inscindibile negozio⁴⁰.

Una prima tipologia negoziale è quella del *future option*, ove vi è un'option che *assicura* al titolare la facoltà di stipulare, a scadenze e condizioni predefinite, un contratto di *future*, le cui scadenze e i cui termini sono altrettanto predefiniti. Abbiamo poi la *stock index option*, ossia un'option applicata su uno *stock index financial future*, dal quale si distingue per il fatto di sostituire il tipico automatismo di quest'ultima tipologia di contratto derivato con la facoltà di una delle parti di dare corso o meno alla liquidazione del differenziale, verso il pagamento, da parte del titolare dell'opzione alla controparte, di un premio; la *participating swap option*, negozio intermedio tra lo *swap* domestico, di cui mantiene la liquidazione di un differenziale tra due importi convenzionali, e l'*interest rate option*, dal quale assorbono la caratteristica di limitare, in un senso o nell'altro, il differenziale da liquidarsi. Come tutte le *options*, può essere di tipo *call* o *put*: la peculiarità di essere una combinazione con un contratto di *swap* domestico determina che venga definito un capitale convenzionale sul quale viene applicato un cambio a pronti (capitale iniziale) ed un cambio a termine (capitale finale), creando dei benefici al cliente con un notevole risparmio in caso di andamento positivo del premio, ma, viceversa, creandogli forti effetti pregiudizievoli in caso di andamento negativo; la *swaption* o *contingent swap*, combinazione tra uno *swap* e un'option.

La caratteristica è che lo *swap* non viene immediatamente concluso, bensì viene lasciata ad una parte la possibilità di stipularlo al verificarsi di una data circostanza. Esistono due differenti tecniche di stipulazione: la prima subordina la stipulazione dello *swap* al verificarsi di un dato evento. In tal caso, il contratto di *swap* può dirsi già perfezionato, in quanto è solo l'efficacia dello stesso ad essere sottoposta a condizione sospensiva *ex art. 1353 c.c.*, e manca pertanto la componente opzionaria. La *swaption* in senso proprio pertanto si realizza solo in presenza di un'option finalizzata al perfezionamento di uno *swap*, condizionata, non per l'efficacia di quest'ultimo, bensì per la facoltà di esercizio, al verificarsi di un dato avvenimento futuro. Il fine di questa tipologia di contratto derivato è quello di rendere più elastica la stipulazione di un contratto di *swap*, soprattutto per quanto riguarda la rinegoziazione e gli effetti sfavorevoli che potrebbero derivarne per il contraente. La possibilità di stipulare successivamente lo *swap*

40 : : Per una più approfondita analisi cfr. E. GIRINO, I contratti derivati, cit., 120 ss.

esercitando un'opzione, infatti, permette alla parte che ne ha la facoltà di studiare l'andamento del mercato e decidere così la convenienza nella conclusione del contratto. Una tipologia simile di derivato complesso si riscontra nello *swap collar*, combinazione di due filiazioni dei contratti derivati che formano la *swaption*: il *domestic currency swap* e l'*interest rate collar*. Gli *swap collar* si contraddistinguono per il fatto che le parti predefiniscono il capitale iniziale minimo e massimo applicando al capitale convenzionale due differenti tassi di cambio della valuta di riferimento. Alla scadenza il capitale viene moltiplicato per il cambio a pronti: si ottiene così il c.d. capitale finale. Se questo è maggiore del capitale iniziale minimo, l'intermediario paga al cliente la relativa differenza, mentre se è maggiore del capitale iniziale massimo sarà il cliente a pagare il differenziale all'intermediario. Per tutti i capitali coincidenti o intermedi si crea invece una zona franca, entro la quale non è dovuto il pagamento di alcun premio.

Un'ultima tipologia di contratto derivato complesso è rappresentata dagli *indexed derivatives*, derivati semplici indicizzati alla stessa maniera delle obbligazioni. A differenza dell'*interest rate swap*, dell'*equity swap*, del *future* azionario e dell'*option* azionaria, negli *indexed derivatives* le variazioni di un'indice non costituiscono il sottostante bensì un elemento accessorio, esogeno e accidentale, che può influire sulla valorizzazione dello strumento, ma dal quale non deriva. Questa tipologia di contratto derivato consente di sfruttare al meglio le potenzialità tipiche dello strumento fondamentale, accrescendone la flessibilità con un separato meccanismo di indicizzazione. Questo meccanismo può altresì realizzare una maggiore volatilità dello strumento finanziario, che comunque consente di attenuare gli aspetti speculativi cui lo strumento di base può condurre.

2.3. Derivati di credito

Il *genus* dei contratti derivati c.d. di credito si è affermato nel mercato mobiliare solo nell'ultimo decennio, ma ha subito avuto un importante sviluppo, sia a livello quantitativo che per le problematiche e controversie che ha determinato⁴¹.

41 : Sui contratti derivati di credito cfr. V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati*, cit., 51; R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1169 ss.; M. NUCCI, *Credit default option*, in *Contr.*, 2006, 823 e ss.; E. BARCELLONA, *Note sui Derivati Creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Il Caso.it*, II, 200/2010.

Il suo archetipo è il *credit default swap*⁴², strumento finanziario creato per ovviare al rischio di inadempienze contrattuali. Il finanziatore (compratore di protezione o *protection buyer*), esposto al rischio di rientro verso il suo debitore (*reference entity*), corrisponde ad un terzo soggetto (venditore di protezione o *protection seller*) una quota del rendimento del credito erogato. Il *protection seller*, a fronte della quota di interesse retrocessogli dal *protection buyer*, non corrisponde alcunchè a costui: i suoi oneri contrattuali consistono nell'accollarsi l'integrale o parziale perdita che il *protection buyer* eventualmente dovesse soffrire in caso di inadempienza da parte del *reference entity*.

Quest'onere del *protection seller* opera tuttavia esclusivamente per determinati casi di inadempimento, espressamente previsti dal contratto, c.d. *credit events*. L'inadempienza da parte del *reference entity* può determinare o l'estinzione dell'operazione di finanziamento ovvero la cessione del credito da parte del *protection buyer* al *protection seller* ad un prezzo predeterminato o predeterminabile.

Diversa è altresì la causa del contratto per le diverse parti contraenti. Mentre per il *protection buyer* detto contratto ha finalità di *hedging*, per il *protection seller* ha finalità meramente speculative. Il primo si espone ad una perdita certa (la quota retrocessa) per assicurarsi un indennizzo incerto, il secondo, invece, si procura un profitto certo esposto ad un rischio incerto, ma comunque predeterminato o predeterminabile.

Con riferimento ai derivati di credito, esiste un contrasto dottrinale su alcune tipologie che vi vengono ricondotte: trattasi del *credit spread swap*, del *credit spread option* e del *loan portfolio swap*, che un'illustre dottrina riconduce nella tipologia dei derivati semplici⁴³. L'asserzione di un'erronea qualificazione all'interno di questa categoria è fondata sul fatto che queste tre tipologie di contratto derivato non implicano alcun trasferimento del rischio di credito, bensì, rispettivamente, lo scambio di un differenziale di valore sul titolo, il trasferimento al concedente l'opzione di un credito nei confronti del debitore insolvente nonchè lo scambio di flussi di interessi attivi prodotti da crediti di due diversi creditori.

42 : E. GIRINO, Credit default swap, in *Amm. fin.*, 1997, pagg. 48 e ss.

43 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 137 e ss. L'Autore riconduce il *credit spread swap* all'*interest rate swap*, il *credit spread option* al *credit default option* e il *loan portfolio swap* all'*asset swap*.

2.4. Derivati di secondo livello

La prassi finanziaria, nell'elaborazione di nuovi contratti derivati, è arrivata a creare una nuova categoria di derivati, contraddistinta dall'aver come schema base quello classico dello *swap* o dell'*option*, ma come sottostante un'astrazione di grandezze economiche o economicamente valutabili, di secondo livello rispetto alla realtà economica sottesa⁴⁴.

L'importanza finanziaria di detti contratti ha portato il legislatore a prevederli espressamente in occasione della riforma dell'art. 1 TUF del 2007: trattasi dei contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali. I derivati meteorologici sono caratterizzati dall'aver come sottostante la variazione climatica⁴⁵. La funzione di questo contratto derivato è sicuramente di *hedging* in relazione all'effetto che la variazione climatica esplica o potrebbe esplicitare su determinate attività economiche.

Analogo discorso può svolgersi sia per i derivati su tariffe di trasporto, che assumono come fondamentale la variazione dei costi di trasporto marittimo, a loro volta suscettibili di influire sul costo finale dei beni; sia per i derivati basati su indicatori economici, basati sullo scostamento di un dato indice ufficiale che, per sua natura, può produrre riflessi nei rapporti tra gli operatori economici; che per i derivati su quote di emissione⁴⁶, basati sulla valorizzazione del differenziale determinato dalla variazione dei prezzi delle quote di emissione, grandezza economicamente apprezzabile e negoziabile.

44 : Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 143 e ss.

45 : Un *degree-day swap*, ad esempio, si basa sul differenziale delle variazioni di temperatura registrate al di sopra o al di sotto di un dato livello contrattualmente previsto, che di solito si attesta in una temperatura media di 65° F (pari a 18°C).

46 : Le critiche ad una riconduzione entro tale categoria di questa tipologia di contratto derivato sono determinate da un equivoco sul sottostante fondato su importanti basi normative. Tale sottostante infatti esprime una grandezza di natura convenzionale coniata dall'art. 3 della Direttiva 2003/87/CE del Parlamento e del Consiglio del 13 ottobre 2003, che definisce la quota di emissione come "il diritto ad emettere una tonnellata di biossido di carbonio equivalente per un periodo determinato". Le finalità perseguite dalla direttiva consistono nel limitare le emissioni di gas ritenute inquinanti per l'ambiente, contingentando le tonnellate annue massime remissibili da determinati impianti produttivi. Le quote vengono assegnate dagli Stati membri sulla base di determinati criteri. L'operatore che, adottando un'accorta politica economica, riesca a produrre emissioni inferiori rispetto alle quote assegnate, ha il diritto di cedere le quote a soggetti terzi. L'errore risiede proprio nel ritenere quale sottostante detto contratto di compravendita e non il differenziale di emissioni. Sull'argomento cfr. S. GIULJ, *Les quotas d'émission de gaz à effet de serre: la problématique de la nature juridique des quotas et ses implications en matière comptable et fiscale*, in *Bull. Joly Bourse*, 2004, 22 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 145 s.

2.5. *Derivati standard e derivati over the counter*

Un'ulteriore classificazione dei contratti derivati, peraltro molto rilevante ai fini della disciplina da seguire per la loro regolamentazione, è quella tra derivati standard e derivati *over the counter* (abbreviati con l'acronimo OTC). Il derivato standard è un contratto non solo negoziato in un mercato regolamentato, ma anche predeterminato nel suo apparato negoziale: le condizioni di contratto sono tutte prestabilite in modo uniforme, e l'unica variabile è il prezzo⁴⁷.

La volontà delle parti è ridotta ad una mera decisione sul se stipulare il contratto, mentre non possono intervenire sulla determinazione del suo contenuto: l'autonomia contrattuale è praticamente annullata, ma non influisce sulla configurazione del negozio, riducendo il derivato ad un titolo. La componente contrattuale persiste, ma è sicuramente più limitata che nei derivati OTC, i quali sono trattati nel mercato libero, senza avere limitazioni di sorta dal punto di vista dell'autonomia contrattuale.

Esaminando più nel dettaglio le due categorie, si evidenzia che il funzionamento del mercato dei contratti derivati standard limita ulteriormente l'autonomia contrattuale, non riservando alle parti nemmeno la libertà di scegliere la controparte con cui concludere il contratto: il sistema di negoziazione è improntato su di un meccanismo telematico, che implica per i partecipanti solo l'obbligo di immettere nel sistema le rispettive offerte, che lo stesso sistema provvederà ad incrociare in modo automatico.

L'istituzione di un mercato regolamentato dei derivati è avvenuto su ispirazione europea nel 1992, con la nascita del Mercato Italiano *Futures* (MIF), con Decreto del Ministro del Tesoro del 18 febbraio 1992⁴⁸. La disciplina del MIF era contenuta nel Regolamento del mercato dei contratti uniformi a termine su titoli di Stato della MIF S.p.A. del 26 novembre 1998, approvato dalla Consob con delibera n. 11748 del 18 dicembre 1998. In seguito, con la fusione per incorporazione di MIF S.p.A. in Borsa Italiana S.p.A., è stato

47 : U. CAPRARA, *Borse merci e mercati a termine di Borsa*, 1978, Milano, 10.

48 : V. VALLE, *Contratti future*, in *Contr. impr.*, 1996, 307, secondo cui "l'impulso più immediato all'apertura di un mercato *future* in Italia venne dall'avvio della negoziazione di contratti *future* su buoni del tesoro poliennali italiani sui mercati esteri, più precisamente al Liffle di Londra e al Matif parigino nel settembre 91. Il primo mercato *future* italiano, in cui si introdussero alla negoziazione proprio contratti a termine sui titoli di Stato venne istituito con decreto del Ministro del Tesoro del 18.2.92 e aperto il 22.9.92. Il Mercato italiano dei *future* (Mif) [...] venne fondato sulle basi del mercato telematico secondario dei titoli di Stato, uno dei più grandi mercati a pronti del mondo per la negoziazione di titoli di Stato, efficiente e trasparente".

adottato un nuovo regolamento da parte della società che gestisce il mercato⁴⁹, approvato dalla Consob con due delibere, la n. 12293 del 22 dicembre 1999 e la n. 12469 del 4 aprile del 2000. La regolamentazione ammetteva alla negoziazione contratti *future* e *options* su titoli di Stato e tassi di interesse⁵⁰.

Dopo un'iniziale fortuna, gli scambi nel MIF iniziarono a rarefarsi, portando Borsa Italiana S.p.A. a sopprimere il mercato dal gennaio 2003⁵¹. Dopo l'eliminazione del MIF, il principale mercato italiano di contratti derivati standard è l'*Italian Derivatives Market* (IDEM), istituito con le delibere Consob nn. 9482, 9483 e 9484 del 3 ottobre 1995. Con la privatizzazione della Borsa, l'IDEM fu ridisciplinato dal Titolo 4.7 del precedente Regolamento della Borsa Italiana S.p.A., approvato dalla Consob il 4 dicembre 1998 e in vigore dal 4 gennaio 1999, e oggi trova la sua disciplina nel Regolamento Borsa 2012 e nelle relative Istruzioni in vigore dall'15 ottobre 2012. Già dal Regolamento del 2010, si è operata una suddivisione in due comparti del mercato in questione: l'IDEM *Equity*, destinato alla trattazione dei *futures* sul FTSE MIB⁵² (cc.dd. FIB), dei miniFIB, delle *options* sul FTSE MIB, dei *futures* su azioni e delle *options* su azioni; e l'*Italian Derivatives Energy Exchange* (IDEX), ospitante i *futures* sull'energia elettrica⁵³. Gli *swaps* standard sono invece negoziati nel comparto del mercato telematico e-MID denominato e-Mider⁵⁴.

49 : Regolamento Borsa Italiana S.p.A. del 20 dicembre 1999.

50 : Nella specie, erano ammessi alla regolamentazione: a) il BTP *future* decennale; b) il BTP *future* trentennale; c) il *future* su tasso Euribor a un mese; d) l'opzione su BTP *future* decennale. Sull'organizzazione del mercato in questione v. F. ANNUNZIATA, *Il mercato italiano dei futures e la cassa di compensazione e garanzia - Una nuova tappa della riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1993, 306; L. FABBRINI BOCETTI, *La posizione degli intermediari nel MIF*, in *I derivati finanziari*, cit., 1993, 133; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 543 e ss.; F. VIGLIANO, *La insolvenza nel MIF*, in *I derivati finanziari*, cit., 141.

51 : Decisione Borsa Italiana S.p.A. del 19 dicembre 2002. La Consob, con delibera n. 13975 del 11 marzo 2003, d'intesa con la Banca d'Italia, ha revocato alla Borsa l'autorizzazione alla gestione del mercato in questione.

52 : Il FTSE MIB è il più significativo indice azionario della Borsa italiana. È il paniere che racchiude le azioni delle 40 maggiori società italiane ed estere quotate maggiormente capitalizzate sui mercati gestiti da Borsa Italiana. L'indice è nato in seguito alla fusione tra Borsa Italiana (S&P Mib) e il London Stock Exchange andando a creare il London Stock Exchange group. È operativo a partire da 1° giugno 2009 e rappresenta all'incirca l'80% della capitalizzazione del mercato azionario italiano.

53 : Cfr. F. DI PORTO, *Commento all'art. 11, comma 7*, in *L'attuazione della direttiva MiFID* a cura di A. Irace-M. Rispoli Farina, Torino, 2010, 310; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 568 e ss. L'art. 66-bis TUF, inserito dal d.lgs. 164/2007, ha espressamente ammesso la possibilità di istituire e gestire mercati per la negoziazione di derivati energetici (elettricità e gas). V. anche l'art. 66-bis TUF (Mercati di strumenti finanziari derivati sull'energia e il gas): «1. Ai mercati regolamentati per la negoziazione di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica ed il gas e alle società che organizzano e gestiscono tali mercati si applicano le disposizioni del presente Capo, fatto salvo quanto indicato ai successivi commi. 2. I provvedimenti di cui agli articoli 61, commi 8 e 8-bis, 63, commi 1 e 2, 67, commi 2, 3, 5-bis e 5-ter,

In Italia opera, altresì, un terzo mercato, il SeDeX, nel quale vengono negoziati degli strumenti in ordine alla cui riconducibilità alla categoria dei contratti derivati sussiste in dottrina un forte contrasto: ci si riferisce ai *covered warrant* e i *certificates*⁵⁵.

L'IDEM rappresenta comunque un modello anche per gli altri mercati, disciplinati sulla falsa riga di quest'ultimo, e pertanto è bene muovere l'analisi degli operatori autorizzati ad operare sul mercato e le modalità di stipulazione ed esecuzione del contratto basandoci sulla normativa regolatrice del suddetto mercato. Mentre dottrina e prassi più risalenti distinguevano gli operatori tra *brokers* e *dealers*⁵⁶, l'ampliarsi dei mercati, il moltiplicarsi degli operatori e le più rigide condizioni d'accesso hanno introdotto una più complessa classificazione, puntualmente fornita dall'art. 3.1.1 del Regolamento della Borsa Italiana S.p.A. del 2012, secondo cui possono partecipare alle negoziazioni nei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana i soggetti autorizzati ai sensi di legge o di regolamento all'esercizio dei servizi e delle attività di negoziazione per conto proprio e/o di esecuzione di ordini per conto dei clienti e i soggetti che rispettano specifici requisiti di partecipazione stabiliti da Borsa Italiana nelle Istruzioni.

70-bis, comma 2, lettera b), 70-ter, comma 2, 73, comma 4, e 75, commi 2 e 4, sono adottati dalla Consob, d'intesa con l'Autorità per l'energia elettrica e il gas. 3. Le disposizioni di cui all'articolo 62, comma 1-ter, sono adottate dalla Consob, sentita l'Autorità per l'energia elettrica ed il gas. 4. I provvedimenti di cui all'articolo 64, comma 1-bis, lettera c), sono adottati dalla Consob sentita l'Autorità per l'energia elettrica e il gas. 5. I compiti di cui all'articolo 67, comma 2-bis, sono attribuiti alla Consob, sentita l'Autorità per l'energia elettrica e il gas. 6. L'Autorità per l'energia elettrica ed il gas esercita le attribuzioni previste nel presente articolo in funzione delle generali esigenze di stabilità, economicità e concorrenzialità dei mercati dell'energia elettrica e del gas, nonché di sicurezza e efficiente funzionamento delle reti nazionali di trasporto dell'energia elettrica e del gas. 7. Nell'esercizio delle funzioni previste dal presente articolo, la Consob e l'Autorità per l'energia elettrica e il gas si prestano reciproca assistenza e collaborano tra loro anche mediante scambio di informazioni, senza che sia opponibile il segreto d'ufficio. La Consob e l'Autorità per l'energia elettrica e il gas agiscono in modo coordinato, a tal fine stipulando appositi protocolli di intesa. 8. L'Autorità per l'energia elettrica e il gas informa il Ministero dello sviluppo economico sull'attività di vigilanza svolta e sulle irregolarità riscontrate che possono incidere sul funzionamento dei mercati fisici dei prodotti sottesi nonché sulla sicurezza e sull'efficiente funzionamento delle reti nazionali di trasporto dell'energia elettrica e del gas».

54 : Gestito da e-MID SIM S.p.A., l'e-MIDER è governato da un Regolamento emesso dalla stessa società di gestione, la cui ultima versione risale al 16 aprile 2007, e da apposite Disposizioni di attuazione, da ultimo modificate il 20 luglio 2009. Sull'argomento cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., pagg. 576 e ss.

55 : Per E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 572 e ss., tali strumenti non possono propriamente considerarsi derivati, bensì soluzioni ibride fra il derivato e il titolo di debito.

56 : Cfr. L. VALLE, *Contratti future*, cit., 328, secondo cui «sono “intermediari puri” (*brokers*) quegli operatori che possono formulare proposte in concorrenza con quelle degli operatori principali, ma che non hanno l'obbligo di farlo in via continuativa. Essi non possono assumere posizioni in conto proprio, ma solo per conto terzi. Sono detti “*dealers*” o “*locals*” coloro che non hanno la possibilità di formulare proprie offerte ma solo di accettare quelle degli operatori principali e dei *brokers*. Possono svolgere esclusivamente attività per conto proprio. “Altri operatori” vengono definiti coloro che possono operare sia per conto proprio sia per conto terzi, ovvero solo per conto terzi. Essi non possono formulare offerte ma solo accettare con i propri ordini le offerte degli operatori principali e dei *brokers*».

Le Istruzioni al Regolamento, all'art. IA.3.1, prevedono che possono partecipare alle negoziazioni nei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana: a) i soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi e delle attività di negoziazione per conto proprio e/o di esecuzione di ordini per conto dei clienti ai sensi del Testo Unico della Finanza, del Testo Unico Bancario o di altre disposizioni di leggi speciali italiane; b) le banche e imprese di investimento autorizzate all'esercizio dei servizi e delle attività di negoziazione per conto proprio e/o di esecuzione di ordini per conto dei clienti ai sensi delle disposizioni di legge di Stati Comunitari o di Stati Extracomunitari; c) le imprese costituite in forma di società per azioni, società a responsabilità limitata, o forma equivalente per le quali sussistano in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e ai responsabili dell'attività di negoziazione e della funzione di controllo interno, i requisiti di onorabilità e professionalità, equivalenti a quelli previsti per gli intermediari su strumenti finanziari. Tale requisito non si applica per le imprese autorizzate dall'Autorità competente di uno Stato Comunitario a uno o più servizi e attività di investimento o alla gestione collettiva del risparmio. Dette imprese devono avere istituito una funzione di revisione interna, che non dipenda gerarchicamente da alcun responsabile di aree operative, che svolga verifiche periodiche sull'attività di negoziazione su strumenti finanziari. Borsa Italiana si riserva la possibilità di esonerare dal rispetto del presente requisito valutata la dimensione dell'operatore (c.d. principio di proporzionalità). Le imprese devono altresì essere in possesso di un adeguato patrimonio netto, risultante dall'ultimo bilancio certificato.

Quanto alle modalità di stipulazione, i derivati standard vengono trattati su un circuito telematico, entro il quale gli operatori immettono le rispettive proposte di acquisto e di vendita. In caso di parità di prezzo, vengono ordinate cronologicamente. La conclusione del contratto avviene automaticamente, incrociando le proposte di acquisto con quelle di vendita che presentino le stesse caratteristiche, rispettando l'ordine di valore e immissione. La principale anomalia derivante da questo particolare luogo di stipulazione dei contratti derivati, è che gli operatori non possono scegliere la controparte e le proposte vengono immesse in forma anonima⁵⁷.

⁵⁷ : Articolo 5.3.2 del Regolamento della Borsa Italiana S.p.A. 2012 (Proposte di negoziazione): «La volontà negoziale degli operatori si esprime attraverso proposte di negoziazione in forma anonima. Le proposte di negoziazione contengono almeno le informazioni relative allo strumento derivato da negoziare, alla quantità, al tipo di operazione, al tipo di conto, alle condizioni di prezzo nonché alle modalità di esecuzione, indicate nel Manuale del Servizio di Negoziazione del mercato IDEM».

Il contratto telematico su derivati standard si connota, quindi, per la spersonalizzazione della negoziazione. La scelta della controparte è basata sul fattore meramente oggettivo della coerenza delle rispettive proposte ed è effettuata dal sistema in maniera totalmente automatica e sganciata da qualsiasi considerazione sui contraenti. Non è nemmeno possibile conformare la proposta in termini personalizzati.

Il Regolamento Borsa 2012 prevede, all'art. 5.3.2, comma 6, che possono essere immesse solo le seguenti tipologie di proposte di negoziazione: a) “proposta singola”, riflettente un ordine, in acquisto o in vendita, relativo a una singola serie dei contratti; b) “proposta combinata standard” (Combo) riflettente una combinazione di due ordini relativi a due serie diverse, la cui esecuzione avviene simultaneamente al verificarsi delle idonee condizioni di mercato. Borsa Italiana determina nelle Istruzioni le strategie operative oggetto di proposte combinate standard; c) “quotazioni”, riflettenti offerte di acquisto e vendita degli operatori *market maker* e degli specialisti in adempimento dei loro obblighi; d) “proposta combinata flessibile” (FLEXCO), riflettente una combinazione, definita dall'operatore proponente, di massimo quattro ordini relativi a serie differenti, la cui esecuzione deve avvenire contestualmente. Le caratterizzanti spersonalizzazione e anonimato implicano la necessità di ricorrere ad uno strumento di garanzia che assicuri la certezza di esecuzione del contratto e l'impossibilità per le parti di sollevare eccezioni in ordine alla validità ed efficacia dello stesso.

Il TUF conferisce a Consob e Banca d'Italia diverse funzioni regolamentari in materia. La Consob, (sentita la Banca d'Italia quando si tratti di contratti derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute) emana i provvedimenti autorizzativi dei mercati regolamentati⁵⁸ ed è competente sui sistemi di garanzia dei contratti⁵⁹. La compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari sono invece disciplinate dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob⁶⁰, mentre sull'accesso ai sistemi di garanzia, compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari⁶¹, sugli accordi tra detti sistemi nell'ambito dei mercati regolamentati⁶² e sulla disciplina

58 : Art. 61, comma 6-ter, TUF

59 : Art. 68 TUF

60 : Art. 70 TUF

61 : Art. 70-bis TUF

62 : Art. 70-ter TUF.

dell'insolvenza di mercato, competente ad emanare i regolamenti e ad opporsi agli accordi anzidetti è la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia⁶³.

Il sistema di compensazione attualmente abilitato è la Cassa di Compensazione e Garanzia, istituita da Consob e Banca d'Italia⁶⁴, che oggi è gestita in forma privata⁶⁵ ed il suo funzionamento è disciplinato dal Regolamento deliberato dalla stessa società gerente e dalle relative Istruzioni applicative⁶⁶. Gli operatori che si avvalgono del servizio della Cassa prendono il nome di aderenti⁶⁷. La Cassa assume il ruolo di controparte degli aderenti che a loro volta assumono il ruolo di controparte dei clienti.

La transazione originaria si conclude sostanzialmente tra i due clienti, ma formalmente il rapporto viene liquidato tra l'aderente cui il cliente si sia rivolto e la Cassa. Concluso il contratto, il sistema telematico comunica alla Cassa l'identità delle controparti, la posizione assunta (acquirente o venditore), l'oggetto e le condizioni del contratto.

Ricevuta l'informazione, la Cassa conferma l'operazione al venditore e all'acquirente. Tale conferma determina l'assunzione, da parte della Cassa delle posizioni contrattuali e la conseguente liberazione delle controparti dalle posizioni contrattuali reciproche. Venditore e compratore, una volta concluso il contratto, non sono più obbligati reciprocamente, ma ciascuno solo nei confronti della Cassa, che a sua volta è la sola impegnata nei confronti del compratore e del venditore. Le relative posizioni contrattuali, al momento della registrazione, si compensano con quelle già registrate ed aventi le stesse caratteristiche⁶⁸.

63 : Art. 72 TUF, e Regolamento Consob – Banca d'Italia recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione – Provvedimento del 22 febbraio 2008, come modificato dall'emanazione del d.lgs. n. 48 del 2011 di attuazione della Direttiva 2009/44/CE, il quale ha sostituito proprio l'anzidetto art. 72 TUF.

64 : Disposizioni della Consob e della Banca d'Italia del 16 marzo 1992 concernenti l'organizzazione e il funzionamento della Cassa di Compensazione e Garanzia e successive modifiche.

65 : CC&G (Cassa di Compensazione e Garanzia) S.p.A., che fa parte del Gruppo London Stock Exchange.

66 : Regolamento CC&G S.p.A. del 1 novembre 2011.

67 : Gli operatori si distinguono tra aderenti diretti (generali, individuali, speciali e qualificati) e indiretti (art. B.2.1.1. Regolamento CC&G S.p.A.). Gli aderenti generali e individuali possono essere Sim o banche autorizzate in Italia all'esercizio di servizi di investimento e quelle che esercitano tali servizi in regime di mutuo riconoscimento, dotate di un determinato patrimonio di vigilanza; aderenti indiretti sono gli stessi intermediari anzidetti e gli altri soggetti che siano ammessi alle negoziazioni sul Mercato di riferimento che abbiano stipulato con un partecipante generale l'accordo di cui all'Articolo B.2.3.1, affinché questi assuma la posizione di controparte nei confronti della Cassa in ordine alle operazioni effettuate dal partecipante indiretto; partecipanti Speciali sono le società di gestione dei sistemi di garanzia; partecipanti qualificati sono le società di gestione di mercati di merci ammesse al sistema.

68 : Cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 2000, Torino, 256, secondo cui così si realizza l'effetto tipico della *clearing house*: «la Cassa di compensazione e garanzia diventa controparte di ciascuno dei contraenti del contratto uniforme su strumenti finanziari negoziati sui mercati derivati (Idem e MIF),

Ulteriore particolarità di questo sistema, sono le garanzie riservate alla posizione contrattuale della Cassa: eventuali vizi che potrebbero invalidare o rendere inefficace il contratto ovvero eccezioni fondate su rapporti diretti tra acquirente e venditore non sono opponibili alla cassa. Tali vizi ed eccezioni possono opporsi, e la relativa controversia deve instaurarsi, tra i contraenti originari⁶⁹.

Alla luce di ciò si aprono importanti profili civilistici⁷⁰, che separa aspetto negoziale e profilo solutorio, astraendo la fase esecutiva dalle sorti civilistiche del contratto di base. Sono da escludere la cessione del contratto (art. 1406 c.c.) e lo schema fideiussorio (art. 1936 c.c.), in quanto nel primo caso le relative posizioni contrattuali non si estinguono e sarebbe inapplicabile la disciplina di cui agli artt. 1408-1410 c.c. in tema di eccezioni opponibili tra cedente, cessionario e ceduto, e nel secondo caso l'obbligato principale è completamente liberato nei confronti della controparte. E' preferibile accogliere la tesi dell'accollo liberatorio esterno⁷¹ (art. 1273 c.c.), in quanto la Cassa assume l'obbligo di eseguire rimanendo univa obbligata in tal senso verso i contraenti che, per effetto dell'adesione al mercato, acconsentono espressamente alla liberazione della controparte⁷².

Si è accennato *supra* che i derivati OTC sono trattati nel mercato libero, senza avere limitazioni di sorta dal punto di vista dell'autonomia contrattuale. Nella prassi è raro che si manifesti la stipulazione di singoli derivati, che consistono e si esauriscono in un unico accordo e in un'unica operazione. Ordinariamente, soprattutto per rispondere alle esigenze degli investitori professionali, che richiedono un elevato volume di operazioni, si fa ricorso al modello negoziale del contratto-quadro o *master agreement*, che soddisfa quei requisiti di agilità e rapidità che i contratti derivati richiedono. Il *master agreement* è un contratto normativo, un accordo che non impegna le parti alla stipulazione, ma che

esonero così ogni parte di questi contratti dal rischio di insolvenza di controparte».

69 : Art. B.3.1.1, comma 3, Regolamento CC&G S.p.A.

70 : Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 566 e ss.

71 : *Contra* E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., che sostiene l'introduzione di una nuova figura giuridica, ossia la *clearing house*, l'istituzione che si pone al centro delle negoziazioni garantendo l'adempimento, ma una tale soluzione non risolve i problemi nascenti dalla "sterilizzazione" della posizione della Cassa di garanzia e compensazione a seguito del manifestarsi di vizi contrattuali.

72 : Ricordiamo che l'art. 1273 c.c., comma 2, recita "L'adesione del creditore importa liberazione del debitore originario solo se ciò costituisce condizione espressa della stipulazione o se il creditore dichiara espressamente di liberarlo". Sull'istituto cfr. C. NOBILI, *Le Obbligazioni*², 2008, Milano, 279 e ss.; R. CICALA, *Saggi*, Napoli, 1964, 78 e ss.; ID., voce *Accollo*, in *Enc. Dir.*, I, Milano, 1958, 284 ss.; A. COLAVOLPE, *Se in caso di accollo, a scopo di finanziamento, si applichi la disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 427; T. TORRESI, *Accollo di debiti futuri e determinabilità (anche unilaterale) dell'oggetto della prestazione*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 59.

disciplina gli eventuali singoli contratti che le parti vorranno stipulare, contenendo la disciplina negoziale che disciplinerà queste singole operazioni. L'esecuzione di queste ultime richiederà forme più semplici, necessitando solo della trasmissione degli elementi essenziali del singolo negozio, cc.dd. conferme.

Il contratto-quadro conterrà una comune disciplina degli aspetti inerenti la forma, il metodo di conclusione delle singole operazioni, le garanzie richieste a copertura degli impegni nascenti dalle stipulazioni, l'eventuale accordo di *mark to market* e i criteri per la determinazione del relativo valore, la durata del contratto, i casi di risoluzione anticipata, la previsione eventuale del diritto di recesso, le clausole sulla competenza negoziale o arbitrale⁷³. Appositi allegati al contratto-quadro definiranno poi modelli da adottarsi per le singole operazioni.

La natura internazionale dei contratti derivati ha fatto intraprendere il tentativo affermare dei modelli di contratto-quadro in derivati, capaci di imporsi come universali per la loro completezza⁷⁴. Ma questo tentativo di universalizzazione è fallito, *in primis* per la fonte di questi *master agreements*: essi sono elaborati da associazioni di operatori del settore, prescindendo dal profilo giuridico⁷⁵.

Inoltre, l'elaborazione in sistemi giuridici di *common law* ha reso difficile la loro introduzione negli ordinamenti di *civil law*, così come impossibile si è rivelato racchiudere entro un modello fisso uno strumento altamente variabile quale è il derivato.

Nel nostro ordinamento, dunque, in virtù della scarsa attenzione che hanno richiamato questi modelli universali, l'esercizio della libertà contrattuale è massimo: il contratto derivato OTC è creato dalla stessa controparte professionale. Muovere l'analisi sulla

73: Cfr. C. PRATTI LUCCA, *Strumenti finanziari. Aspetti di diritto internazionale privato*, 2006, in *diritto.it*.

74 : Cfr. S.M. CARBONE, *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 3.

75 : I principali modelli in uso sono l'ISDA (elaborato dall'*International Swap Dealers Association*, che ha poi modificato la denominazione in *International Swap and Derivatives Association*), steso nel 1988 e revisionato prima nel 1992 e poi nel 2002 (per una ricostruzione storica del modello v. R. BOMBARDI, *Strumenti finanziari derivati*, cit., 34); l'IFEMA – *International Foreign Exchange Market Agreement* (elaborato tra il 1989 e il 1992 dal *New York Foreign Exchange Committee*, dalla *British Bankers' Association* e dalla *Nippon Ginkō*); l'ICOM – *International Currency Options Master*, steso nel 1992 con la fusione tra il LICOM – *London Interbank Currency Option Master* (elaborato dalla *British Bankers' Association* nel 1985) e i *Recommended terms and conditions for dealing in United States* elaborati dal *Foreign Exchange Committee* nel 1986. Nel 2001 è stato anche elaborato un modello di matrice europea, l'EMA – *European Master Agreement*, che si è comunque rivelato un fallimento, per via dell'inesistente impiego fattone nella prassi.

prospettiva dell'autonomia contrattuale è limitativo ed in controtendenza anche rispetto alle analisi effettuate dalla più recente dottrina⁷⁶ e giurisprudenza⁷⁷ in materia di derivati OTC.

Bisogna prendere le mosse dalla prospettiva del conflitto di interessi, che verrà più approfonditamente analizzata *infra*⁷⁸, in quanto, come fa notare il Tribunale di Milano, «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 delle qualità di offerente e di consulente»⁷⁹.

Un ulteriore profilo di cesura tra contratti derivati standard e OTC riguarda la loro negoziazione una volta che siano conclusi. La negoziabilità all'interno di un mercato regolamentato garantisce al contratto derivato di poter facilmente circolare, ponendo solo i problemi della protezione dell'investitore per conto del quale l'investitore acquista i contratti derivati. Viceversa, i contratti derivati OTC, non essendo negoziati entro mercati regolamentati⁸⁰ e mancando le condizioni di liquidità, non sono oggetto di alcuna negoziazione successiva alla negoziazione.

3. La causa del contratto

Come già accennato nel tentativo di operare una loro classificazione, la funzione pratica dei contratti derivati può essere di *hedging*, speculativa o di arbitraggio. La finalità principale è sicuramente la prima: garantendo chi li sottoscrive contro certi rischi, i contratti derivati svolgono una funzione simile a quella dei contratti assicurativi. I casi più ricorrenti di contratti derivati aventi finalità di *hedging* sono quelli aventi ad oggetto

76 : Cfr. D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, I, 779 ss.; ID., *Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, in *Corr. giur.*, 2009, 984; ID., *Contratti derivati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, f. 5, 604 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 360.

77 : Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Il Caso.it*.

78 : Cap. II.4.4.

79 : Trib. Milano, 19 aprile 2011, cit.; *adde* negli stessi termini Trib. Lecce (ord.), 9 maggio 2011: «nell'ambito dei servizi di investimento la logica antagonista del contratto di scambio deve cedere il posto (...) alla cooperazione nell'interesse altrui».

80 : Per tale motivo veniva esclusa la natura di valore mobiliare sotto il vigore della legge 1/1991 da F. CARBONETTI, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992, 48. Tale opinione è stata superata dalla giurisprudenza del Consiglio di Stato: v. Cons. Stato, sez. III, 10 maggio 1994, n. 525/94, in *Cons. Stato*, 1995, I, 1328.

valute estere o tassi d'interesse variabili, perseguendo una finalità di riduzione del rischio.

Per comprendere a pieno la funzione di copertura dei contratti derivati in questi due casi, si possono proporre due esempi. Per il contratto derivato avente ad oggetto una valuta estera, si pensi ad un'impresa italiana esportatrice che abbia concordato il pagamento in una valuta straniera. La valuta straniera è soggetta ad oscillazioni rispetto all'euro, ed essendo il pagamento solitamente effettuato successivamente rispetto alla fornitura, decorso tale periodo può accadere che questa si sia svalutata rispetto all'euro, esponendo l'esportatore ad un rischio di cambio⁸¹ particolarmente gravoso. Il contratto è perciò strutturato in modo tale che nel caso la valuta straniera perda di valore, tale perdita non ricada (o quantomeno sia contenuta) sull'esportatore. La controparte del contratto derivato assume l'obbligo di tenerlo indenne (in tutto o in parte) rispetto agli effetti della svalutazione. Quanto al secondo caso, un contratto derivato avente ad oggetto un tasso d'interesse variabile preserva il contraente da un rischio di interesse che gli renderebbe particolarmente gravosa l'esecuzione del contratto, verificandosi un'imprevedibilità del quantum dell'ammontare delle singole rate che potrebbe non solo non permettere di programmare i singoli pagamenti, ma addirittura di eseguirli. Questo fenomeno si è verificato insistentemente negli ultimi anni nelle piccole e medie imprese italiane, le quali, attraverso la conclusione di contratti di *swap*, hanno cercato di ridurre le conseguenze negative prodotte dai crescenti tassi d'interesse⁸².

I contratti di *swap* vengono strutturati in modo tale che le rate da pagarsi diventino uguali (come se l'indebitamento fosse a tasso fisso e non variabile), consentendo una programmazione del flusso dei pagamenti. Tali contratti non servono però alle sole società, bensì anche agli intermediari, i quali si assicurano contro il rischio opposto, in quanto il tasso variabile potrebbe variare anche in senso decrescente, risultando così il contratto di finanziamento sconveniente per la banca. Nel contratto derivato si determina quindi non solo la soglia massima oltre la quale è l'intermediario a dover versare la somma alla società, ma anche la soglia minima, sotto la quale è la società a dover versare una somma di danaro all'intermediario: è così che la banca può garantirsi

81 : F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari* ², Milano 2011, 16, che riconduce il rischio di cambio all'interno della categoria del rischio di mercato, assieme al rischio di interessi, al rischio azionario, al rischio su metalli preziosi, al rischio su merci e al *basis risk*.

82 : V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati*, cit., 39 e ss.

di mantenere il contratto di finanziamento lucrativo.

Si evince quindi che i contratti derivati perseguono, di norma, una finalità di riduzione del rischio. Questo obiettivo è meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico, essendo la stessa finalità propria del contratto di assicurazione, che, ai sensi dell'art. 1882 Codice Civile, «è il contratto col quale l'assicuratore, verso il pagamento di un premio, si obbliga a rivalere l'assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro, ovvero a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana». In virtù del principio di autonomia contrattuale, «le parti possono anche concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purchè siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico»⁸³.

Come analizzato *supra*⁸⁴, nonostante i tentativi operati dalla dottrina per ricondurre i contratti derivati all'interno dello schema di qualche contratto tipico previsto dal nostro ordinamento giuridico⁸⁵, questi non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare. Si è fatto talora riferimento al contratto di assicurazione, anche per via della identità della finalità. Il rischio, però, nel contratto di assicurazione è corso solo dall'assicurato, mentre nei contratti derivati resta in capo ad entrambi i contraenti. Nei contratti di assicurazione, inoltre, è sempre determinato chi debba effettuare la prestazione in conseguenza dell'evento dedotto in contratto (l'assicuratore), mentre nel contratto derivato può variare a seconda dell'andamento del parametro sottostante. Stante la loro atipicità, i contratti derivati possono essere accettati solo se meritevoli di tutela, carattere che si ravvisa nella loro finalità di copertura e di riduzione dei rischi⁸⁶.

Il problema però si sviluppa quando, anziché per finalità di *hedging*, il contratto derivato viene stipulato per finalità speculative e di arbitraggio. Ciò avviene quando non vi è un previo indebitamento sottostante rispetto al quale assicurarsi, ma esclusivamente l'obiettivo di speculare sulle variazioni dei tassi di interesse. Quanto ai contratti derivati aventi finalità di arbitraggio, questi sono ipotizzabili quasi solo teoricamente, come operazioni consistenti nel bloccare un profitto assolutamente privo di elementi di rischio, entrando simultaneamente in transazioni su due o più mercati che presentano

83 : Art. 1322, comma 2, c.c.

84 : Cap 1.3.

85 : Per l'individuazione dei possibili contratti tipici cui ricondurre i contratti derivati, cfr. S. GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2007, II, 140 ss.

86 : Sent. Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, in *Giur. Comm.*, 2007, II, 131 ss., con nota di S. GILOTTA.

prezzi disallineati per lo stesso oggetto, ad esempio acquistando un quantitativo di azioni nel mercato dove costano meno, e rivenderle in un altro mercato, lucrando la differenza.

All'atto pratico tali operazioni sono difficilmente riscontrabili, perchè al verificarsi del primo margine di arbitraggio, questo sarebbe immediatamente chiuso da una domanda/offerta potenzialmente infinita; inoltre, per avere un'effettiva opportunità di arbitraggio, occorre che il disallineamento sia sufficiente a consentire un profitto positivo, considerando i costi di transazione. Dato che anche la minima variazione può determinare la perdita dell'opportunità di arbitraggio, per perseguire tale finalità occorre un'attività di monitoraggio costante che solo operatori specializzati e sofisticati possono garantirsi: tant'è che molto spesso gli operatori hanno sfruttato tale finalità facendone un uso criminoso per conseguire illeciti profitti personali⁸⁷.

La finalità di *trading*, invece, vengono conclusi quando non vi è un previo indebitamento sottostante rispetto al quale assicurarsi, ma solo l'obiettivo di speculare sulle variazioni di interesse⁸⁸: ci sono dunque casi in cui i contratti derivati vengono utilizzati non per attenuare un rischio, ma per crearlo. In questi casi ci sarebbero i margini per affermare che il negozio persegue finalità non meritevoli di tutela, precludendone l'ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico.

Tale *impasse* è stata superata dalla giurisprudenza⁸⁹, la quale, avendo riguardo ad un contratto di *interest rate swap*, ha affermato che se questo è stipulato a scopo meramente speculativo, privo dunque di uno scopo assicurativo, questo è assimilabile alla scommessa. Ciò è dato dal fatto che la banca, senza previo indebitamento sottostante di un'impresa e senza necessità di porre in essere un'operazione, "scommette" una certa somma auspicando che i tassi si muovano in una certa direzione. Se ciò si realizza, la banca ne consegue un guadagno.

L'attuale Regolamento Intermediari Consob⁹⁰ parrebbe ammettere i contratti derivati aventi finalità di trading, stabilendo, ove impone agli intermediari la descrizione dei

87 : Celebre è il caso della *Barings Bank*, filiale di Singapore, dove nel 1995 un funzionario decise di effettuare operazioni speculative, all'insaputa dei suoi dirigenti, accumulando perdite maggiori che erano occultate, causando il fallimento della pluricentenaria banca. Per un'analisi di questo caso e dell'uso criminoso che può essere fatto dei contratti derivati, vd. ZHANG P., *Barings Bank, bankruptcy and financial derivatives*, Singapore, 1995.

88 : V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati*, cit., 44.

89 : Sent. Trib. Lanciano 6 dicembre 2005, cit.

90 : Regolamento Consob n.16190 del 29 ottobre 2007 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli intermediari.

rischi derivanti dalla conclusione del contratto, la descrizione dei rischi connessi a tale tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza, nonché il rischio di perdita totale dell'investimento⁹¹.

E' netta la differenza con i contratti derivati aventi finalità di *hedging*, i quali perseguono il fine di evitare una perdita e non di lucrare un guadagno. La distinzione tra queste due finalità trovava riscontro normativo nel previgente Regolamento Intermediari della Consob⁹², ove si prevedeva, ad esempio, che nel caso di gestione di portafogli il contratto con gli investitori dovesse, «con riguardo agli strumenti finanziari derivati, indicare se detti strumenti possono essere utilizzati per finalità diverse da quella di copertura dei rischi connessi alle posizioni detenute in gestione»⁹³.

4. Critica alla tesi della scommessa ed aleatorietà

Le funzioni del contratto derivato appena esposte consentono un'ulteriore disamina sull'argomento circa la liceità del contratto, che ha per diversi decenni impegnato prima la dottrina e in seguito la giurisprudenza. Fino a che il contratto derivato è stipulato con finalità di *hedging*, questo va ritenuto come una forma di assicurazione, che il cliente stipula per coprirsi dal rischio che un eccessivo rialzo dei tassi incida troppo sul mutuo esistente, costringendolo a pagare interessi troppo elevati e da lui non sopportabili⁹⁴. Se il tasso resta, invece, inalterato ovvero scende, il cliente è tenuto al pagamento di una somma aggiuntiva pari alla differenza col tasso stabilito in contratto⁹⁵.

Sulla base di queste considerazioni, una prima dottrina sosteneva che un contratto con tale causa va considerato lecito, in quanto il rischio in esso insito preesiste alla stipula del contratto. Viceversa, un contratto con finalità speculativa, non mutuando le parti un capitale, ma prendendo come riferimento un capitale convenzionale quale mero

91 : Art. 31, comma 2°, lett. a). Quella della leva finanziaria (*leverage*) è la caratteristica che, dal punto di vista finanziario, maggiormente contraddistingue i contratti derivati aventi finalità speculativa. Sfruttare la leva finanziaria vuol dire prendere in prestito dei capitali confidando nella propria capacità di investirli ottenendo un rendimento maggiore del tasso di interesse richiesto dal prestatore; consiste nel manovrare una determinata quantità di strumenti finanziari utilizzando un investimento di capitale minimo.

92 : Regolamento CONSOB n. 11522 del 1° luglio 1998 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli intermediari (non più in vigore dal 2.11.2007 e sostituito dal Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007).

93 : Art. 37, comma 1°, lett. c), Regolamento Consob n. 11522/1998.

94 : Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, cit.

95 : Cass. 19 maggio 2005, n.10598, in *Giust. civ. mass.*, 2005, fasc. 5.

parametro di calcolo che fa sì che l'obbligazione gravi su di una delle parti a seconda dell'andamento del sottostante di riferimento non soggetto alla volontà delle parti, è basato su un rischio artificiosamente fondato con l'accordo delle parti, che risulta causalmente ingiustificato e, pertanto, assimilato alla scommessa, con la conseguenza, ai sensi dell'art. 1933 c.c., di negare alla parte creditrice il diritto all'azione giudiziaria⁹⁶. La liceità, e dunque la tutelabilità giudiziaria del contratto dipenderebbe dalla finalità perseguita dai contraenti, da quei motivi soggettivi che l'ordinamento considera irrilevanti. Tale tesi è assolutamente infondata, in quanto è incompatibile coi principi generali del nostro ordinamento ed è incoerente con la struttura del contratto derivato e con la sua oggettiva funzione. Che il contratto derivato persegua in concreto una finalità di copertura o speculativa è assolutamente irrilevante: anche nel caso in cui abbia una finalità di copertura, esso è avulso dalla sorte del contratto per il quale va a svolgere una tale funzione. La causa del negozio è lo scambio dei rischi connessi alle variazioni del sottostante; è, dunque, un contratto a prestazioni sinallagmatiche⁹⁷.

In seguito sorse un nuovo equivoco, secondo cui ai contratti derivati non andava applicato l'art. 23, comma 4, legge Sim, il quale escludeva l'applicabilità dell'art. 1933 c.c. ai contratti standard a termine autorizzati dalla Consob nell'ambito della borsa valori. Da tale previsione non erano contemplati i contratti derivati OTC, pertanto per tale categoria di derivati si tornò a sposare la tesi della scommessa, inizialmente sposata anche da una parte della giurisprudenza di merito (che riconosceva comunque la meritevolezza degli interessi e la liceità)⁹⁸, ma poi fortemente contrastata dalla dottrina⁹⁹ e dal Consiglio di Stato¹⁰⁰, che affermarono che sia i derivati standard, che addirittura

96 : Sul punto, cfr. B. INZITARI, Swap (*contratto di*), in *Contr. impr.*, 1988, 597; F.M. GIULIANI, *I «titoli sintetici»*, cit., 877; R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. impr.*, 1988, 393; G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 587. In giurisprudenza, cfr. Trib. Milano, 24 novembre 1993, in *Giur. comm.*, 1994, II, 455; Trib. Milano, 26 maggio 1994, in *Banca, borsa e tit. cred.*, II, 80.

97 : Cfr. E. GIRINO-C. VECCHIO, *Future, option, swap commercial papers – Aspetti finanziari, contrattuali e giuridici*, Milano, 1988, 112; R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni*, cit., 406; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swap, index future)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 184; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swap di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 613; M. MORI, *Swap – una tecnica finanziaria per l'impresa*, Padova, 1992, 321 ss.; F. M. GIULIANI, *I «titoli sintetici»*, cit., 883; M. LEMBO, *La rinegoziazione*, cit., 527; E.M. MASTROPAOLO, *Strumenti finanziari derivati*, in *Dig. comm.*, Torino, 2008, 922.

98 : Trib. Milano, 11 maggio 1995, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, II, 442.

99 : Cfr. D. PREITE, *Recenti sviluppi*, cit., 173 ss.; A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, II, 1995, 87; F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti derivati»: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*,

i derivati OTC, erano valori mobiliari leciti e degni di tutela, e che la tesi era fondata esclusivamente su di una pretestuosa contrapposizione letterale tra l'art. 23, comma 4 e l'art. 1, comma 2, legge “Sim”, laddove i caratteri di standardizzazione e negoziabilità erano richiesti solamente per la negoziazione nei mercati regolamentati.

La previsione di cui all'art. 23, dunque, non era volta a delegittimare i derivati OTC, ma solo a tutelare i contratti derivati standard dall'eccezione di gioco nell'ambito di un rapporto negoziale autorizzato e disciplinato da una legge dell'Ordinamento italiano¹⁰¹. Il richiamo allo schema della scommessa nell'ambito dei contratti derivati con finalità speculativa risulta maggiormente infondata se si opera un'analisi comparativa tra questi contratti e i contratti di gioco e scommessa. La dottrina¹⁰² e la giurisprudenza¹⁰³ assai risalenti hanno affrontato la tematica, fornendo in termini completi già quasi novanta anni fa la soluzione al problema. La finalità speculativa, la ricerca del facile guadagno e della facile perdita, sono elementi insiti nella vita commerciale. I contratti commerciali con finalità speculative hanno in comune con i contratti di gioco e scommessa l'alea, ma non basta l'aleatorietà per ritenere illeciti i contratti derivati: questa è elemento imprescindibile di qualsiasi contratto commerciale, ne varia esclusivamente la proporzione. Nella vigenza del Codice Civile del 1865 ciò era facilmente giustificabile con la lettura del combinato disposto degli artt. 1102¹⁰⁴ e 1802¹⁰⁵: se bastasse l'aleatorietà per considerare un contratto come gioco d'azzardo, allora anche i contratti di assicurazione, di prestito a tutto rischio e il contratto vitalizio sarebbero da considerare illegittimi. E' necessario dunque un *quid pluris* per poter paragonare la causa speculativa alla causa ludica, e tale elemento è far dipendere il guadagno dalla mera sorte e da un'attività improduttiva; viceversa, la causa speculativa è, sì, lasciata in balia degli eventi, ma non prescinde da valutazioni fondate su calcoli frutto dalla

in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1995, 362; F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività d'impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, I, 1996, 596.

100 : Cons. St., Sez. III 10 maggio 1994, n. 525/94, in *Cons. Stato*, 1995, I, 1328

101 : Trib. Torino, 14 aprile 1998, in *Contr.*, 1999, I, 45

102 : Cfr. G. VALENZANO, *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, 1929, Roma, 23 ss.

103 : Cfr. App. Torino 15 marzo 1927, in *Riv. dir. civ.*, 1927, II, 953; App. Torino, 17 agosto 1927, *Foro subalp.*, 1927, 1247

104 : Art. 1102 c.c. 1865: «È contratto di sorte o aleatorio, quando per ambedue i contraenti o per l'uno di essi il vantaggio dipende da un avvenimento incerto. Tali sono il contratto di assicurazione, il prestito a tutto rischio, il giuoco, la scommessa e il contratto vitalizio».

105 : Art. 1802 c.c. 1865: «La legge non accorda azione veruna pel pagamento di un debito di giuoco o di scommessa».

scienza finanziaria ed economica.

Nel contratto di gioco e scommessa l'alea è fine a se stessa, mentre nei contratti derivati è mezzo per conseguire un guadagno: qualora anche in essi fosse un elemento fine a se stesso, cadrebbero i presupposti per la sua meritevolezza di tutela. Col contratto di gioco e scommessa si ha l'esercizio di un'attività fittizia e improduttiva; coi contratti derivati, e in generale coi contratti a causa speculativa, si ha un'attività reale, economicamente apprezzabile e produttiva. Il rischio è artificiosamente creato nei contratti di gioco e scommessa, mentre nei contratti a causa speculativa preesiste alla pattuizione dei contraenti, a cui sarebbero comunque soggetti.

Tale tesi è stata recentemente ripresa in dottrina, e può dirsi oggi ampiamente maggioritaria¹⁰⁶. In tale dottrina maggioritaria, si inserisce una recente dottrina¹⁰⁷ che a questa aggiunge, rafforzandola, il principio di indifferenza e inscindibilità della finalità di copertura e della finalità speculativa: quest'ultima non solo è essenziale e fondamentale nei contratti commerciali, ma anche positiva, perchè da un lato comporta la possibilità, per i clienti più prudenti, della copertura dei rischi finanziari elevati, mentre dall'altro fornisce ai clienti più audaci la possibilità di forme di investimento pure, individuate e personalizzate con meccanismi elaborati, anche creati sulla base del profilo del cliente. L'errore di chi sosteneva la tesi della scommessa, risiedeva nella confusione tra l'astrattezza pura con la causa ludica del negozio¹⁰⁸.

Un contratto derivato che assuma a sottostante un titolo materialmente esistente come un'azione ed uno che assuma a sottostante un indice azionario, grandezza economicamente impalpabile, non presenta alcuna differenza: entrambi mirano all'assunzione di un rischio, la loro efficacia prescinde dalle finalità per le quali le parti

106 : Cfr. F. CARBONETTI, *Dai "valori mobiliari" agli strumenti finanziari*, in *Riv. soc.*, 1996, 1119; E. GIRINO – C. VECCHIO, *Future, option, swap commercial papers*, cit., 112; G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009, 1133; E. GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1986, 575; M. LEMBO, *La rinegoziazione*, cit., 2005, 365; L. ZITIELLO, *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Soc.*, 1996, 1126. In giurisprudenza, v. Cass. 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, in *Contr.*, 2008, 221 ss., con nota di V. SANGIOVANNI; in *Corr. Giur.*, 2008, 223 ss., con nota di V. MARICONDA; Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, con commento di V. SANGIOVANNI, *La cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, in *Danno e resp.*, 2009, 503 ss. Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005 cit. distingue però, rispetto alle citate pronunce della Suprema Corte, dai contratti con causa speculativa quelli con causa meramente speculativa, i quali risultano paragonabili alla scommessa. Conforme alla giurisprudenza della Corte di Cassazione v. Collegio arbitrale Milano, 26 marzo 1996, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, II, 669 ss., con nota redazionale.

107 : Cfr. F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contr. impr.*, 2009, 323.

108 : Cfr. G. CAPALDO, *Contratto di swap*, cit., in *Riv. dir. priv.*, 1007, 594 s.

hanno stipulato il contratto, si fondano sulla previsione di una variazione di grandezze economiche¹⁰⁹.

Non è dunque la materialità o l'immaterialità del sottostante a determinare la liceità o meno del contratto. Si confonde un elemento fondamentale ed oggettivo del contratto, la causa, con un elemento soggettivo, il motivo, irrilevante sul piano giuridico e che non assumerebbe rilevanza anche nel caso previsto dall'art.1345 c.c., del motivo illecito comune¹¹⁰.

In tale discorso, si inserisce quello dell'aleatorietà del contratto, uno dei temi più dibattuti in materia di derivati. L'alea è imprescindibile in tutti i contratti ad esecuzione differita, in quanto sono possibili oscillazioni di valore delle prestazioni corrispettive cagionate da normali fluttuazioni di mercato o da circostanze relative ad uno dei comportamenti dovuti idonee a creare uno squilibrio di valore tra le prestazioni¹¹¹.

Se la dottrina, da un lato, ha cercato di distinguere tra alea giuridica ed alea economica¹¹², la giurisprudenza maggioritaria¹¹³ non parla di alea giuridica, ma di un'alea generica che fa riferimento al rischio come elemento che investe e caratterizza il contratto nella sua interezza e fin dalla sua formazione, così da rendere incerto per una o per tutte le parti il vantaggio economico, in relazione al rischio al quale si espongono¹¹⁴.

I contratti derivati, come abbiamo visto, sono contratti aleatori nel senso che le prestazioni cui sono tenute le parti sono incerte sia sull'*an* che sul *quantum*. Tale aleatorietà porta seco alcuni problemi, che sono stati oggetto negli ultimi quarant'anni di un ampio dibattito dottrinale. Innanzi tutto, deve osservarsi che ai contratti derivati si applica l'art. 1448, comma 4, c.c., secondo cui non possono essere rescissi per causa di lesione i contratti aleatori.

109 : Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 260.

110 : Cfr. F. ROSSI, *Profili giuridici*, cit., 612; G. CAPALDO, *Contratto di swap*, cit., 599; E. FERRERO, *Contratto differenziale*, in *Contr. impr.*, 1992, 483; F. BOCHICCHIO, *I contratti*, cit., 599.

111 : Cfr. G. SCALFI, *Alea*, in *Dig. civ.*, I, 1987, 253.

112 : R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1997, 123, secondo cui l'alea giuridica ha a che fare con il rapporto tra prestazione e controprestazione: il contratto è aleatorio quando è a carico di una parte (o di entrambe) il rischio di un evento che incide sul contenuto del suo diritto o della sua prestazione contrattuale. Si tratta dunque di un rischio in senso oggettivo. Per alea economica, invece, si intende la possibilità di ottenere determinati valori con riferimento alle variabili prese in considerazione: allorchè la distribuzione degli eventi futuri e dei risultati ad essi associabili sia stimabile, il rischio risulta qualitativamente misurabile (utilizzando parametri statistici) e può essere o meno coperto, a seconda dei mezzi di cui dispone l'agente.

113 : Cfr. Cass. 31 luglio 1947, n. 1306, in *Giur. it.*, I, 1, 167; Cass. 31 maggio 1986, n. 3694, in *Mass. foro it.*, 1986, 650; Cass. 7 giugno 1991, n. 6452, in *Mass. foro it.*, 1991, 560.

114 : Cfr. C. MENICHINO, *Contratti commutivi e alea convenzionale*, in *Contr.*, 1993, 535.

Se su questo punto *nulla quaestio*, più discussa è l'applicazione dell'art. 1467, comma 2, c.c., secondo cui non si applica la risoluzione del contratto per sopravvenuta onerosità quando questa rientra nell'alea normale del contratto: se, da un lato, si afferma che l'evento perturbatorio per determinare la risoluzione deve avere le caratteristiche della straordinarietà e dell'imprevedibilità rispetto all'accordo delle parti e deve esulare l'incertezza o il rischio prettamente economico, pertanto il contratto derivato è un contratto commutativo dove l'aleatorietà può entrare sulla base di una pattuizione delle parti¹¹⁵, dall'altra si afferma che, sulla base dell'art. 1469 c.c., la disciplina della risoluzione per eccessiva onerosità non si applica ai contratti derivati, contratti aleatori per loro natura¹¹⁶.

Entrambe le tesi appaiono però fortemente limitative. Se la prima sminuisce la funzione del contratto, esponendolo costantemente al rischio della risoluzione, la seconda riduce e contraddice la natura sinallagmatica del contratto derivato e presta il fianco alla teoria della scommessa. La soluzione va ricercata riprendendo il concetto di alea offerto dalla giurisprudenza e mettendolo a confronto con il rapporto sinallagmatico, e se ne desume che il reciproco impegno delle parti allo scambio del differenziale non crea conflitti con l'aleatorietà del contratto¹¹⁷.

Osservando la natura e la funzione del contratto, l'aleatorietà è un suo elemento distintivo, il rischio di eccessiva onerosità concorre a costituire l'oggetto del contratto¹¹⁸. L'elemento di alea, il rischio esterno, è un elemento previsto, voluto ed assunto dalle parti che va a costituire il contratto, le parti stipulano un contratto commutativo dove l'eccessiva onerosità può derivare da un rischio che viene accolto consciamente e non subito passivamente come un qualsiasi evento straordinario ed imprevedibile. Pertanto, ai contratti derivati non si applica l'art. 1467 c.c. perchè non sussistono i presupposti che

115 : Cfr. E. GABRIELLI, *Contratti di borsa*, cit., 576 ss.; G. DI GIANDOMENICO, *La nozione di alea nei contratti*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 1989, 280; in giurisprudenza, cfr. Cass. 26 gennaio 1993, n. 948, in *Contr.*, 1993, 532. Esclude che l'aleatorietà possa introdursi sulla base di una pattuizione privata F. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici*, cit., 55; ID., *I contratti derivati finanziari*, cit., 78.

116 : Spesso nei contratti derivati viene inserita una clausola con cui i contraenti rinunciano a far valere la possibile risoluzione per eccessiva onerosità. Tale clausola serve ad affermare che la variabilità delle prestazioni dei contraenti rientra nella normale alea del contratto, oppure a determinare per volontà delle parti il carattere aleatorio del contratto. Sull'argomento cfr. V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Contr.*, 2009, 12, 1133 ss.; A. PIRAS, *Contratti derivati*, cit., 2228; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni*, cit., 123. In giurisprudenza, v. Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, cit.

117 : Cfr. E. FILOGRANA, *Swaps abusivi: profili di invalidità e responsabilità precontrattuale*, in *Foro it.*, 2, 2001, 2189.

118 : Cass. 4 gennaio 1993 n. 10, in *Mass. foro it.*, 1993; C. VECCHIO, *Ancora sulle operazioni di swap*, in *Boll. trib.*, 1999, 676.

legittimano l'applicabilità dell'istituto della risoluzione per eccessiva onerosità¹¹⁹. Oltretutto, l'aleatorietà è un elemento imponderabile, una spada di Damocle che pende sulla testa di entrambe le parti contraenti, che giustifica una commutatività fondata non solo sullo scambio del differenziale, ma anche sull'esposizione al rischio¹²⁰. Ciò rigetta anche quella tesi, sostenuta da recente giurisprudenza di merito, dell'alea unilaterale¹²¹.

5. La banca come soggetto esercente servizi e attività di investimento

A seguito dell'emanazione del decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415, di recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, è stato abbandonato il modello pubblicistico di gestione del mercato mobiliare, optando per un modello privatistico, in conformità ai principi di liberalizzazione dei servizi di investimento in ambito comunitario e del mutuo riconoscimento.

Oggi, sono soggetti abilitati all'esercizio professionale nei confronti del pubblico, dei servizi e delle attività di investimento le imprese di investimento (le Sim, le imprese di investimento comunitarie e le imprese di investimento extracomunitarie) e le banche (italiane, comunitarie ed extracomunitarie)¹²², oltre agli intermediari finanziari iscritti nell'elenco di cui all'articolo 107 TUB, le SGR (società di gestione del risparmio), le società fiduciarie, gli agenti di cambio, altri soggetti espressamente previsti da alcune leggi speciali¹²³, nonché addirittura le persone fisiche che, in attuazione della direttiva MiFID, a determinate condizioni possono svolgere servizio di consulenza in materia di investimenti.

119 : M. LEMBO, *La rinegoziazione*, cit., 511; M. MANCA, *La qualificazione delle operazioni con strumenti finanziari derivati*, in *Fisco*, 42, 2006, 6517; S. DAVINI-T.E. ROMOLOTTI, *Operatività in strumenti finanziari derivati e profili di rischio ex d.lgs. 231/2001: casi e problemi*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2007, 65; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 287.

120 : F. BOCHICCHIO, *Gli strumenti derivati*, cit., 324.

121 : Il discorso sull'unilateralità tornerà d'attualità nel cap. IV, a proposito della clausola *up front*. Cfr. Trib. Brindisi, 30 dicembre 2005, in *Il Caso.it*, 285/2005; Trib. Torre Annunziata, 30 agosto 2006, in *Il Caso.it*, 390/2006; Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, n. 489, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, II, 353 ss., con nota di E. SABATELLI; Trib. Salerno, 12 aprile 2007, in *Giur. it.*, 2008, 134 ss., con nota di G. LIACE; Trib. Modena (ord.), 23 dicembre 2011, in *Contr.*, 2012, fasc. 3, 130 ss., con nota di V. SANGIOVANNI.

122 : Art. 18, comma 1, TUF.

123 : Tra questi Poste Italiane S.p.a., cui è consentito, dall'art. 12, D.P.R. 14 marzo 2001, n. 144, l'esercizio dei servizi di collocamento, di ricezione e di trasmissione

Il tema dell'attività finanziaria da tempo interessa la materia bancaria, con riscontri già nel decreto “Eurosìm”, in quanto l'attività finanziaria delle banche aveva superato come sviluppo e importanza l'attività creditizia tipica, con minore rilevanza del risparmio, col sorgere delle problematiche derivanti da un tale tipo di attività. Anche a livello comunitario si erano evidenziati gli intrecci tra la finalità bancaria e la finalità finanziaria, con la necessità di emanare regole unitarie per disciplinare tale importante attività alle quale sottoporre non solo le banche, ma in generale gli intermediari finanziari e addirittura le imprese di assicurazione. In seguito, con la direttiva 2006/48/CE del 14 giugno 2006 del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio (rifusione)¹²⁴, è stato introdotto il principio del mutuo riconoscimento nell'Unione Europea dei prospetti degli strumenti finanziari comunitari approvati dalle autorità nazionali competenti.

Negli ultimi due decenni abbiamo assistito ad una sovrabbondante produzione legislativa in materia, che trova il suo preambolo, come ricordato *supra*, nel decreto “Eurosìm”, con un importante intervento normativo sull'attività finanziaria delle banche riguardante l'emissione di obbligazioni e di titoli di deposito¹²⁵. In seguito, oltre al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e al regolamento di attuazione adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1 luglio 1998 (cd. Regolamento Intermediari) e successive modificazioni, contenente una dettagliata normativa operativa alla quale devono conformarsi le banche e gli intermediari finanziari abilitati¹²⁶, sono stati emanati in tema di nuove “Istruzioni per le banche” il d.lgs. 4 agosto 1999, n. 342, il d.lgs. 4 agosto 1999, n.343 e la circolare della Banca d'Italia dell'Aprile 1999; e di disciplina della trasparenza delle condizioni dei servizi

124 : In G.U.U.E. 30 giugno 2006, n. 177.

125 : Art. 64, comma 5, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415. La norma in questione disponeva la abrogazione dell'art. 12, comma 2 del TUB, pur disponendone l'applicazione fino all'operatività della prevista nuova borsa privata nella quale risultano negoziabili le obbligazioni bancarie e gli altri strumenti di credito emessi dalle banche. Per uno studio delle norme allora vigenti cfr. G.F. CAMPOBASSO (a cura di), *L'eurosìm*, Milano, 1997; C. RABITTI BEDOGNI, *Il diritto del mercato mobiliare*, Milano, 1997.

126 : Per le modifiche apportate dal d.lgs 24 febbraio 1998, n.58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli artt. 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (cd. Legge Draghi), in G.U. Suppl. ord. 26 marzo 1998, n. 52/L, cfr. G. ALPA-F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, tre tomi, Padova, 1998; F. BELLIF. MAZZINI-R. TEDESCHI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Milano, 1998; C. DI NOIA-R. RAZZANTE (a cura di), *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, Padova, 1999; G.F. CAMPOBASSO, *Testo unico della finanza, Commentario in tre volumi*, Torino, 2002; L. LACAITA-V. NAPOLEONI (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano, 1998; F. CAPRIGLIONE, *L'accesso alla giustizia dei consumatori di servizi finanziari nella normativa del d.lgs. n. 58 del 1998 (testo unico della finanza)*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1999, I, 281 ss.

bancari e finanziari la deliberazione del CICR del 4 marzo 2003 e il conseguente provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 25 luglio 2003.

Numerosi altri interventi normativi hanno apportato copiose modifiche agli articoli del TUB e del TUF¹²⁷, ma l'attività più importante del legislatore la abbiamo nella seconda metà degli anni 2000, con il recepimento di importanti direttive comunitarie: la direttiva 2002/65/CE relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, recepita col d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190 e oggi confluita nella sezione IV-bis al capo I del titolo III della parte III del codice del consumo (d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206); le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE relative, la prima, all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (rifusione) e, la seconda, all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (rifusione); la direttiva 2003/71/CE, attuata col d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica e per l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari; infine la 2004/39/CE, successivamente modificata dalla 2006/31/CE sui strumenti finanziari, c.d. MiFID, *Markets in Financial instruments directive*, introdotta col d.lgs. 17 settembre 2007, n.164.

Focalizzando l'attenzione sulle novità introdotte dal legislatore, merita innanzi tutto menzione uno dei decreti di attuazione della riforma societaria, il d.lgs. 37/2004, il quale ha modificato l'art. 11 TUB attribuendo al CICR, anche con riguardo all'attività ed alla forma giuridica del soggetto che acquisisce fondi, il potere di stabilire limiti e criteri, in base ai quali escludere dalla raccolta di risparmio tra il pubblico quella effettuata presso specifiche categorie individuate in ragione di rapporti societari o di lavoro. E' attribuita altresì la determinazione dei criteri per l'individuazione degli strumenti finanziari, comunque denominati, la cui emissione costituisce raccolta del risparmio, nonché, se non disciplinati dalla legge, il potere, sentita la Consob, di determinare durata e taglio degli strumenti finanziari, diversi dalle obbligazioni, utilizzati per la raccolta tra il pubblico.

127 : Cfr. decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37, recante “Modifiche ed integrazioni ai decreti legislativi numeri 5 e 6 del 17 gennaio 2003, recanti la riforma del diritto societario, nonché al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, e al testo unico dell’intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998”; legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”; decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303, recante “Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (T.U.B.) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.)”.

Ai fini di tutela della riserva dell'attività bancaria, il decreto stabilisce criteri e limiti, anche in deroga a quanto previsto dal codice civile, per la raccolta effettuata dai soggetti che esercitano nei confronti del pubblico attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma.

Altra novità è stata la novella dell'art. 2412, commi 1 e 2, c.c., secondo cui le società per azioni non quotate possono emettere obbligazioni per un ammontare complessivamente non superiore al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Le obbligazioni emesse in eccedenza rispetto a tale limite possono essere sottoscritte esclusivamente da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali. Con la legge 262/2005 sono state apportate ulteriori modifiche all'articolo del codice civile in oggetto, ed è stato introdotto nel TUF l'art. 100-*bis* (successivamente modificato) ai fini del rilascio di un documento informativo contenente le informazioni stabilite dalla Consob agli acquirenti che non siano investitori professionali; ha inoltre modificato l'art. 118, comma 2, prevedendo che l'art. 116 non si applica agli strumenti finanziari emessi dalle banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni.

Con il citato d.lgs. 164/2007 di attuazione della MiFID, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, ci sono state numerose modifiche ed integrazioni al TUF, che individuano in maniera precisa gli strumenti finanziari: all'art. 1, comma 1-*ter* vengono definiti “strumenti del mercato monetario” le “categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali”, mentre al comma 2 troviamo un'ampia, ma sicuramente non esaustiva per gli svariati modi in cui si possono presentare nella prassi finanziaria, definizione di “strumenti finanziari”. Essi sono: a) valori mobiliari; b) strumenti del mercato monetario; c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio; d) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad 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; e) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, accordi per scambi futuri di tassi di interesse e 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; f) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap* e 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; g) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, contratti a termine (*forward*) e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini; h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito; i) contratti finanziari differenziali; j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), *swap*, contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o 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 derivati, 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.

In attuazione della MiFID è stata emanata pure un'importante normativa secondaria: Banca d'Italia e Consob il 29 ottobre 2007 hanno emanato un dettagliato regolamento congiunto¹²⁸, composto da ben 44 articoli che prevedono una serie di limiti per l'attività

128 : Ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*bis*, del TUF.

di banche e intermediari finanziari. Questo regolamento disciplina i requisiti generali di organizzazione, la continuità dell'attività, l'organizzazione amministrativa e contabile. Vengono definite le responsabilità dell'alta dirigenza, i conflitti di interesse pregiudizievoli per i clienti, i modi di fare ricerca in materia di investimenti e le principali regole di condotta degli intermediari in materia di informazioni da offrire agli investitori.

Per la Consob, l'entrata in vigore della direttiva ha comportato anche la necessità di riscrivere integralmente alcuni regolamenti per applicare la nuova normativa del TUF. È stato così emanato il nuovo regolamento intermediari, con deliberazione n. 16190/2007, e sono state adottate numerose modifiche al regolamento mercati con la deliberazione 16191/2007.

Va ricordato, che ai sensi dell'art. 10 TUB, l'attività tipica e riservata della banca è la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito¹²⁹, raccolta di risparmio che il TUB, all'articolo 11, comma 4, lett. c), consente tra il pubblico solo entro determinati limiti, effettuata dalle società in genere “ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari”. Sempre in relazione alla raccolta di risparmio tramite emissione di strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni (art. 12, comma 5, TUB), va segnalato che l'art. 129 TUB prevede che la «Banca d'Italia può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari».

Limitarsi però alla base normativa del TUB per analizzare la posizione della banca come intermediario abilitato nell'attività di prestazione di servizi d'investimento aventi ad oggetto contratti derivati è limitativo e sconveniente, in quanto oltre alla disciplina della raccolta del risparmio mediante tali strumenti tra il pubblico nulla ci dice circa l'applicazione delle regole che presidiano lo svolgimento di tali servizi. È necessario muovere l'indagine non da un sistema d'imputazione della normativa soggettivo, come è quello del TUB, bensì oggettivo, quale è il sistema offerto dal TUF e dai suoi regolamenti di attuazione. Da questo sistema normativo, emerge l'esclusione di due discipline di trasparenza: la trasparenza bancaria e la trasparenza di sollecitazione

129 : Cfr. F. GIORGIANNI-G.M. TARDIVO, *Manuale di diritto bancario* ², Milano, 2008, 74 ss.

all'investimento¹³⁰.

Quanto alla esclusione dalla disciplina della trasparenza bancaria, si passa dalla disciplina del TUB, incentrata sull'operatività bancaria, alla disciplina del TUF, imperniata sull'operatività della banca nella prestazione di servizi di investimento: la disciplina è dell'attività, e della specifica attività esercitata¹³¹; per quanto riguarda l'esclusione dalla trasparenza di sollecitazione all'investimento, bisogna analizzare i criteri di esclusione previsti dall'art. 100, comma 1, lett. f), TUF anteriormente e posteriormente alla modifica introdotta dal d.lgs. 51/2007. Prima di essere novellato, detto articolo prevedeva l'esclusione della sollecitazione per i prodotti finanziari emesse da banche, diversi dalle azioni e dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire azioni; mentre, a seguito della novella, sono escluse le offerte aventi ad oggetto strumenti diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche a condizione che tali strumenti: i) non siano subordinati, convertibili o scambiabili; ii) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato; iii) diano veste materiale al ricevimento di depositi rimborsabili.

Al di là della più esauriente specificazione di quali strumenti finanziari emessi da banche non si applichi la disciplina del prospetto, ai fini della presente trattazione preme evidenziare il fatto che, in entrambe le previsioni, l'esenzione vada interpretata come rispettosa del regime speciale del risparmio bancario¹³².

Ecco, dunque, giustificate i riferimenti presenti nel TUB, indicati *supra*, agli strumenti finanziari come mezzo per la raccolta del risparmio tra il pubblico, giustificazione alla luce della quale vanno però sicuramente esclusi, da questa categoria di strumenti finanziari, i contratti derivati. La nozione di prodotti e strumenti finanziari emessi dalle banche contemplata dall'art. 100, comma 1, lett. f), TUF, sia anteriormente che posteriormente alla modifica, si qualifica per il concetto di emissione, che non si limita alla generica immissione di prodotti finanziari sul mercato primario, ma si focalizza sui

130 : Trib. Trani (Decr.), 22.12.2003, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, f. 2, 183, con nota di A. ANTONUCCI, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche*.

131 : Cfr. L. ENRIQUES, *Lo svolgimento dell'attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, I, 638; M. MIOLA, *Commento sub art. 21*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, 1. Intermediari e mercati, diretto da Campobasso, Torino, 2002, 162 s.

132 : A. ANTONUCCI, *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, f. 2, 204 ss.

prodotti finanziari miranti al reperimento di mezzi patrimoniale da parte dell'emittente-banca per lo svolgimento dell'attività d'impresa, tipica e riservata.

Se, viceversa, la categoria di strumenti finanziari ai quali è esclusa la disciplina della trasparenza di sollecitazione non fosse limitata a strumenti aventi determinate caratteristiche, si estenderebbe illegittimamente, per via di una norma viziata da un eccesso di delega, un regime pensato per le obbligazioni bancarie, i certificati di deposito, i prestiti subordinati: ovverosia, quegli strumenti finanziari che, nelle più risalenti leggi che disciplinavano la sollecitazione, erano indicati come titoli¹³³, creando così una incomprensibile confusione, non si sa se dovuta ad un celato allargamento della categoria degli strumenti finanziari ovvero a semplice superficialità del legislatore dovuta ad esigenze sistematiche, sul netto confine che il TUF segna, nei confronti del TUB, tra svolgimento dell'attività bancaria e prestazione di servizi di investimento.

A favore di una mera e superficiale esigenza sistematica del legislatore gioca la terminologia utilizzata in altre disposizioni in materia di raccolta di risparmio tra il pubblico, e nello specifico alle lettere d) ed e) dell'art. 100, comma 1, TUF: sono escluse dalla disciplina della sollecitazione le offerte aventi a oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi da o che beneficiano della garanzia incondizionata e irrevocabile di uno Stato membro dell'Unione europea o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione europea e quelle aventi a oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea. Pur chiaramente distinguendo i diversi piani di operatività di banche centrali e banche, si evidenzia come il legislatore abbia voluto, con il termine strumenti finanziari, escludere dalla disciplina della sollecitazione gli strumenti finanziari con cui questi soggetti svolgono le loro attività tipiche. Va dunque esclusa un'interpretazione estensiva dell'art. 100, comma 1, lett. f) ai contratti derivati, che porterebbe in caso contrario gravose discriminazioni in ragione del soggetto e non dell'attività, così come il sistema del TUF prevede.

Per concludere, è doveroso un cenno all'esercizio dell'attività da parte di un

¹³³ : Si tratta della l. n. 73 del 1983, che all'art. 12, comma 3, escludeva dalla disciplina della sollecitazione il collocamento dei titoli emessi dalle aziende e dagli istituti di credito nell'attività di raccolta del risparmio per l'esercizio del credito, e del d.lgs. n. 85 del 1992, che ha limitato il perimetro della precedente legge escludendo i titoli diversi dalle azioni e dagli altri valori mobiliari ad esse assimilabili o che diano diritto all'acquisto di azioni o valori assimilabili.

intermediario non autorizzato, c.d. intermediario abusivo, nella conclusione di contratti derivati. Sul problema delle banche di fatto dottrina e giurisprudenza si interrogano sin dagli anni '50 dello scorso secolo¹³⁴. Per banca di fatto deve intendersi un ente che *ab origine* svolge attività riservata alle banche, pur privo delle autorizzazioni necessarie. Tale esercizio non autorizzato, secondo la dottrina, non comporterebbe l'invalidità degli atti compiuti, né comporterebbe l'esclusione del carattere imprenditoriale dell'attività: saremmo così in presenza di una mera attività illecita, contrastante con norme imperative che prevedono sanzioni anche di carattere penale. La Suprema Corte, però, in contrasto con queste posizioni, si è espressa con tre sentenze del 2001¹³⁵, sancendo la nullità assoluta del contratto derivato stipulato dall'intermediario abusivo. In particolare, ha affermato che è nullo il contratto di *swap* stipulato da un soggetto privo delle richieste autorizzazioni ai fini dell'esercizio dell'attività di intermediazione mobiliare e non iscritto nel relativo albo dei soggetti abilitati, in quanto tale iscrizione rappresenta presupposto ineludibile della volontà del legislatore proprio in relazione alla valutazione della validità o della nullità dei relativi contratti, e l'ordinamento ha l'interesse a rimuovere detto contratto per le turbative che la conservazione di esso è destinata a creare nel sistema finanziario generale.

6. La classificazione degli investitori

Analizzata la disciplina della banca come intermediario finanziario, si rende necessario ora analizzare anche la disciplina dei soggetti investitori, controparti nella stipulazione di contratti derivati¹³⁶.

L'articolo 6, comma 2, TUF, come modificato dal d.lgs 164/2007, dispone che «la

134 : Sul tema cfr. B. LIBONATI, *Legge bancaria e «banca di fatto»*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1965, II, 53 ss.; F. MARTORANO, *L'impresa bancaria non autorizzata*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1966, I, 177 ss.; G. RAGUSA MAGGIORE, *L'esercizio di fatto dell'attività economica e procedure concorsuali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1980, I, 414 ss.; V. SANTORO, *Esercizio di fatto di attività bancaria e finanziaria*, in *La nuova legge bancaria. Prime riflessioni sul Testo Unico in materia bancaria e creditizia* a cura di M. Rispoli Farina, Napoli, 1995, 321 ss.; F. GIORGIANNI-G.M. TARDIVO, *Manuale di diritto bancario*, cit., 143.

135 : Cass. 7 marzo 2001, n. 3272; Cass. 15 marzo 2001, n.3753, in *Mass. giur. it.*, 2001, *Contr.*, 2001, f. 7, 688, in *Giur. it.*, 2001, con nota di G. FAUCEGLIA; Cass. 6 aprile 2001, n. 5114, in *Foro it.*, 2001, col. 2185, con nota di E. FILOGRANA; in *Corr. giur.*, 2001, pag. 1062, con nota di V. MARICONDA.

136 : In materia cfr. A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., 103 ss.; A. SIROTTI GAUDENZI, *Derivati e Swap*, cit., 88 ss..

Consob, sentita la Banca d'Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi, disciplina con regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di: *a)* trasparenza, ivi inclusi: 1) gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché della gestione collettiva del risparmio, con particolare riferimento al grado di rischiosità di ciascun tipo specifico di prodotto finanziario e delle gestioni di portafogli offerti, all'impresa e ai servizi prestati, alla salvaguardia degli strumenti finanziari o delle disponibilità liquide detenuti dall'impresa, ai costi, agli incentivi e alle strategie di esecuzione degli ordini; 2) le modalità e i criteri da adottare nella diffusione di comunicazioni pubblicitarie e promozionali e di ricerche in materia di investimenti; 3) gli obblighi di comunicazione ai clienti relativi all'esecuzione degli ordini, alla gestione di portafogli, alle operazioni con passività potenziali e ai rendiconti di strumenti finanziari o delle disponibilità liquide dei clienti detenuti dall'impresa; *b)* correttezza dei comportamenti, ivi inclusi: 1) gli obblighi di acquisizione di informazioni dai clienti o dai potenziali clienti ai fini della valutazione di adeguatezza o di appropriatezza delle operazioni o dei servizi forniti; 2) le misure per eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti; 3) gli obblighi in materia di gestione degli ordini; 4) l'obbligo di assicurare che la gestione di portafogli si svolga con modalità aderenti alle specifiche esigenze dei singoli investitori e che quella su base collettiva avvenga nel rispetto degli obiettivi di investimento dell'Oicr; 5) le condizioni alle quali possono essere corrisposti o percepiti incentivi».

Detti obblighi sono disciplinati dal c.d. Regolamento Intermediari n. 16190/2007, e saranno oggetto di trattazione dettagliata nel successivo capitolo. Per ora, dalla norma indicata, si evince la proporzionalità degli obblighi imposti all'intermediario alle effettive esigenze del cliente. Il Regolamento intermediari, all'art. 26, fornisce una generale definizione di cliente, indicandolo come la persona fisica o giuridica alla quale vengono prestati servizi di investimento o accessori. Poi lo stesso articolo specifica due categorie di clienti: il cliente professionale e il cliente al dettaglio. Il nuovo regolamento intermediari non prevede più un'importante categoria di clienti, che per il basso livello di protezione di cui godevano durante la previgente disciplina, hanno interessato in maniera rilevante la giurisprudenza in quanto fonte di contenzioso particolarmente

elevato durante la loro vigenza: l'operatore qualificato¹³⁷.

Un cliente professionale è un cliente che possiede 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 assume. L'allegato D al Regolamento Intermediari, in attuazione dell'art. 6, comma 2-*sexies* TUF, che prevede che il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, individui con regolamento i clienti professionali pubblici nonché i criteri di identificazione dei soggetti pubblici che su richiesta possono essere trattati come clienti professionali e la relativa procedura di richiesta, distingue, ai paragrafi I e II, tra clienti professionali di diritto e clienti professionali su richiesta.

Sono clienti professionali di diritto i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, OICR, SGR, fondi pensione e società di gestione di tali fondi, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, 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*), governi nazionali e regionali, banche centrali, istituzioni nazionali e soprannazionali, agenti di cambio.

Rientrano in tale categoria poi anche le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due tra determinati requisiti dimensionali, consistenti in un totale di bilancio di 20 milioni di euro, un fatturato netto di 40 milioni di euro o fondi propri per 2 milioni di euro, e gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

Detti soggetti possono richiedere al prestatore del servizio un trattamento quale cliente al dettaglio e gli intermediari possono convenire di fornire loro un livello più elevato di protezione, mediante un accordo scritto con il prestatore del servizio che stabilisca i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica il trattamento quale cliente al

¹³⁷ : Non vanno confusi con questa categoria di clienti, disciplinata dall'art. 31 dell'abrogato Regolamento Intermediari 11522/1998, la categoria delle controparti qualificate, *species* della categoria dei clienti professionali, clienti a cui sono prestati i servizi di esecuzione di ordini e/o di negoziazione per conto proprio e/o di ricezione e trasmissione ordini, definiti come tali dall'articolo 6, comma 2-*quater*, lettera d), numeri 1), 2), 3) e 5) del TUF.

dettaglio.

Sono clienti professionali su richiesta quelli, invece, che ne facciano espressa richiesta agli intermediari, purché siano rispettati i criteri e le procedure menzionati di seguito. Non è comunque consentito presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle della categoria dei clienti professionali di diritto.

La disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume. Il possesso dei requisiti di professionalità previsti per dirigenti e amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive comunitarie nel settore finanziario può essere considerato come un riferimento per valutare la competenza e le conoscenze del cliente. Nel corso della predetta valutazione, devono essere soddisfatti almeno due di determinati requisiti, consistenti nel fatto che il cliente abbia effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti, che il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, superi 500.000 EUR o che il cliente lavori o abbia lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. In caso di persone giuridiche, tale valutazione è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto o alla persona giuridica medesima.

I clienti professionali su richiesta possono rinunciare alle protezioni previste dalle norme di comportamento solo una volta che abbiano comunicato per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento o tipo di operazione o di prodotto. Nel rapporto contrattuale inerente la prestazione dei servizi di investimento, il cliente professionale gode di una tutela attenuata. Ai servizi di investimento, infatti, non si applicano numerose regole di condotta prescritte a carico

degli intermediari¹³⁸ ovvero si applicano parzialmente¹³⁹, così come per le regole di valutazione dell'adeguatezza¹⁴⁰ e dell'appropriatezza dell'operazione¹⁴¹.

Come già accennato *supra*, l'art. 26 Regolamento Intermediari, alla lettera e), fornisce la definizione, in negativo, di cliente al dettaglio: tale è il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata; all'interno di questa categoria importante rilevanza assumono i risparmiatori, consumatori di servizi finanziari.

Sotto l'impulso comunitario, nel nostro ordinamento giuridico sono state introdotte importanti normative a tutela del consumatore, anche in materia di servizi finanziari¹⁴², oggi riunita nel d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206, c.d. codice del consumo. In sede comunitaria e italiana hanno però tardato interventi mirati alla tutela degli investitori non professionali. La massima attenzione, a livello comunitario, è stata data alla diffusione e alla libera circolazione dei diversi strumenti finanziari: obiettivo primario è la libera fruibilità dei servizi.

La tutela dei risparmiatori è, infatti, uno dei mezzi attraverso cui ottenere un corretto ed efficiente sviluppo dei mercati finanziari, grazie alla trasparenza nei rapporti tra gli operatori, soprattutto in virtù della complessità delle regole dei mercati e delle peculiarità degli strumenti finanziari negoziati in essi. Ciò richiede una maggior premura degli intermediari nei rapporti negoziali, che rispetti i principi di correttezza e trasparenza, e una maggior attenzione del legislatore nel garantire all'investitore non

138 : Cfr., ad es., l'art. 37, comma 1, Regolamento Intermediari n. 16190/2007, in materia di contratti, secondo cui «Gli intermediari forniscono a clienti al dettaglio i propri servizi di investimento, diversi dalla consulenza in materia di investimenti, sulla base di un apposito contratto scritto; una copia di tale contratto è consegnata al cliente».

139 : Cfr., ad es., l'art. 30, Regolamento Intermediari n. 16190/2007, in materia di informazioni concernenti la salvaguardia degli strumenti finanziari e delle somme di denaro della clientela

140 : Cfr., ad es., l'art. 40, commi 2 e 3, Regolamento Intermediari n. 16190/2007, in materia di valutazione dell'adeguatezza, secondo cui quando forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli ad un cliente professionale 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 sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio; e che in caso di prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ad un cliente professionale, gli intermediari possono presumere, che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento.

141 : Cfr., ad es., l'art. 42, comma 2, Regolamento Intermediari n. 16190/2007, in materia di valutazione dell'appropriatezza, secondo cui gli intermediari possono presumere che un cliente professionale abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi ai servizi di investimento o alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali il cliente è classificato come professionale.

142 : Decreto legislativo 19 agosto 2005, n. 19, "Attuazione della direttiva 2002/65/CE relativa alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori".

professionale tutele più forti rispetto ad altre categorie di clienti, al fine di tutelarlo adeguatamente di fronte ai comportamenti fraudolenti dell'intermediario in ogni fase del rapporto contrattuale.

È per questo che il legislatore è pervenuto ad una disciplina che riconosce ai consumatori ed agli utenti alcuni diritti definiti addirittura fondamentali¹⁴³: in questa sede merita evidenziare quelli alla sicurezza e alla qualità dei prodotti e dei servizi; □ ad una adeguata informazione e ad una corretta pubblicità; □ all'esercizio delle pratiche commerciali secondo principi di buona fede, correttezza e lealtà; □ all'educazione al consumo; alla correttezza, alla trasparenza ed all'equità nei rapporti contrattuali; alla promozione e allo sviluppo dell'associazionismo libero, volontario e democratico tra i consumatori e gli utenti.

Nel codice del consumo è contenuta altresì un'importante disciplina speciale sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari al consumatore, disciplinata dapprima nel d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190 e confluita nella Sezione IV-*bis* (artt. 67 *bis* – 67 *vicies bis*) del titolo III del suddetto testo normativo col d.lgs. 23 ottobre 2007, n. 221. Le disposizioni della presente sezione si applicano alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, anche quando una delle fasi della commercializzazione comporta la partecipazione, indipendentemente dalla sua natura giuridica, di un soggetto diverso dal fornitore.

Per i contratti riguardanti servizi finanziari costituiti da un accordo iniziale di servizio seguito da operazioni successive o da una serie di operazioni distinte della stessa natura scaglionate nel tempo, quali appunto i contratti derivati, tali disposizioni si applicano esclusivamente all'accordo quadro¹⁴⁴. Tale disciplina è rivolta esclusivamente ai consumatori, ossia le persone fisiche che agiscono per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta¹⁴⁵.

Ciò, come si chiarirà *infra*, differisce dalla disciplina dell'offerta fuori sede, posta a tutela dell'intera categoria dei clienti al dettaglio. Oltre agli importanti obblighi informativi dell'intermediario nei confronti del consumatore durante la fase delle trattative¹⁴⁶, sul fornitore del servizio finanziario¹⁴⁷, sul servizio finanziario¹⁴⁸, sul

143 : Art. 2 d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

144 : Art. 67 *bis* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

145 : Art. 3, comma 1, lett. a), d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

146 : Art. 67 *quater* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

contratto a distanza¹⁴⁹ e sul ricorso¹⁵⁰, alle disposizioni sul pagamento dei servizi¹⁵¹ e sui servizi¹⁵² e comunicazioni¹⁵³ non richieste, sono stabiliti peculiari presupposti, modalità e termini per l'esercizio del diritto di recesso. L'art. 67 *duodecies* prevede che il consumatore dispone di un termine di quattordici giorni per recedere dal contratto senza penali e senza dover indicare il motivo, termine che decorre alternativamente dalla data della conclusione del contratto, tranne nel caso delle assicurazioni sulla vita, per le quali il termine comincia a decorrere dal momento in cui al consumatore è comunicato che il contratto è stato concluso; □ dalla data in cui il consumatore riceve le condizioni contrattuali e le informazioni se posteriore alla prima. L'efficacia dei contratti relativi ai servizi di investimento è sospesa durante la decorrenza del termine previsto per l'esercizio del diritto di recesso. □ Una peculiarità di questa speciale disciplina del diritto di recesso, rilevante ai fini del presente lavoro, è che non si applica ai servizi finanziari il cui prezzo dipende da fluttuazioni del mercato finanziario che il fornitore non è in grado di controllare e che possono aver luogo durante il periodo di recesso, tra i quali sono espressamente previsti i contratti derivati. Tale esclusione risulta difficile da comprendere sul piano razionale, e ci si auspica che il legislatore in futuro conformi la disciplina dell'offerta a distanza a quella dell'offerta fuori sede, che, non limitando l'applicabilità a determinati strumenti finanziari, risulterebbe più favorevole al consumatore¹⁵⁴.

I diritti attribuiti al consumatore dalla presente disciplina sono irrinunciabili. Ciò comporta la nullità di ogni pattuizione che abbia l'effetto di privare il consumatore della protezione assicurata. La nullità è relativa, in quanto può essere fatta valere solo dal consumatore e può essere rilevata d'ufficio dal giudice¹⁵⁵.

Come accennato, diversa è invece la disciplina dell'offerta fuori sede, che si applica all'intera categoria dei clienti al dettaglio. Ai sensi dell'art. 30 TUF per offerta fuori sede si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico di strumenti finanziari

147 : Art. 67 *quinquies* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

148 : Art. 67 *sexies* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

149 : Art. 67 *septies* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

150 : Art. 67 *octies* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

151 : Art. 67 *quater decies* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

152 : Art. 67 *quinquies decies* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

153 : Art. 67 *sexies decies* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

154 : *Contra* F. PARRELLA, *Gli intermediari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., 139, che auspica invece un coordinamento delle due discipline rendendo quella dell'offerta fuori sede omogenea a quella, da ritenere prevalente, perchè di derivazione comunitaria, dell'offerta a distanza.

155 : Art. 67 *octies decies* d.lgs. 206/2005, c.d. codice del consumo.

in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento e di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività. La definizione di promozione è ricavata *a contrario* dall'art. 32 TUF, che dà la definizione di tecniche di comunicazione a distanza. Come queste ultime, la promozione deve intendersi come una tecnica di contatto con la clientela, diversa dalla pubblicità.

E' difficile distinguere in concreto la promozione dalla pubblicità, e la stessa Consob, per il notevole rilievo pratico che tale distinzione assume ai fini dell'applicazione di questa disciplina, tende ad espandere la nozione di promozione a discapito di quella di pubblicità, limitandola solo a quella istituzionale. L'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore. Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al promotore finanziario o al soggetto abilitato; tale facoltà è indicata nei moduli o formulari consegnati all'investitore. La medesima disciplina si applica alle proposte contrattuali effettuate fuori sede. L'omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli o formulari comporta la nullità dei relativi contratti, che può essere fatta valere solo dal cliente. A differenza dell'offerta a distanza, per l'offerta fuori sede l'intermediario ha l'obbligo di avvalersi della figura del promotore finanziario (art. 31, comma 1, TUF)¹⁵⁶.

Della scomparsa figura di operatore qualificato, ci occuperemo in seguito¹⁵⁷, a proposito dell'informativa che le banche, sotto la vigenza del vecchio Regolamento Intermediari, dovevano acquisire da questa particolare categoria di clienti.

¹⁵⁶ : Art. 31, comma 2 TUF: «E' promotore finanziario la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario. l'attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto».

¹⁵⁷ : Cap. II.3.

CAP. II - GLI OBBLIGHI INFORMATIVI

1. Le regole di comportamento e di organizzazione della banca

La disciplina sul comportamento della banca in materia di prestazione di servizi di investimento è stata notevolmente modificata di recente dal decreto di attuazione della c.d. direttiva MiFID¹⁵⁸, e trova oggi sede negli artt. 21 ss. TUF e nel nuovo Regolamento Intermediari¹⁵⁹.

Una primissima regola è enunciata dall'art. 21 TUF, che al comma 1, lett. a), afferma 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. Se è indubbio che l'affermata diligenza altro non è che la diligenza professionale di cui all'art. 1176, comma 2, c.c.¹⁶⁰, non è uniforme in dottrina l'orientamento sul valore precettivo da assegnare al dovere di diligenza, correttezza e trasparenza. Un primo orientamento¹⁶¹ attribuisce a tale formula un valore precettivo, previsto specificamente per servire l'interesse dei clienti. L'utilizzo del termine "clienti", al plurale, infatti evidenzia la generalità della clausola e si distingue dalla formula al singolare di cui agli artt. 1175 e 1176 c.c., ove tali obblighi

158

: D.lgs. 27 settembre 2007, n. 164, di attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE.

159 : "Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari" adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con delibera n. 16376 del 18 dicembre 2008.

160 : Cfr. M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* a cura di P. Schlesinger, Milano, 2012, 347 ss.; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*² a cura di E. Gabrielli-R. Lener, I, nel *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno-E. Gabrielli, Torino, 2011, 281 ss.; M. DE MARI-L. SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, 132; M. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in *L'ordinamento finanziario italiano a cura di F. Capriglione*, II, Padova, 2005, 489 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 154 ss.; G. ALPA, *Commento all'art. 21*, nel *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di G. Alpa-F. Capriglione, I, Padova, 212 ss.

161 : M. MAGGIOLO *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 347 ss.; A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, cit., 89 ss.; M. DE MARI e L. SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, cit., 131; M.C. VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Eur. dir. priv.*, 2000, 1049 ss. Simile la posizione di M. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, cit., 508, nonché A. ANTONUCCI, *Decinazioni di suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 728 ss.; v. anche R. RAZZANTE, *Contratti di negoziazione e "negoziazione d'ordini"*, in *I contratti del mercato finanziario*, cit., 1127 e ss.

sono individuati per soddisfare gli interessi della controparte nello specifico rapporto obbligatorio.

La disciplina speciale del TUF, invece, introduce una regola di comportamento generale, rivolta al mercato e ai clienti quale categoria di operatori del mercato finanziario.

A tale visione si contrappone quella di chi, viceversa, afferma la corrispondenza della clausola contenuta nel TUF a quanto enunciato nel Codice Civile.

Secondo tale illustre dottrina¹⁶², la linea interpretativa appena esposta sarebbe fondata esclusivamente su di una forzatura linguistica, mentre il termine "clienti" dovrebbe essere ricondotto ad un'indicazione complessiva degli interessi individuali degli stessi. Una tale interpretazione però porta seco rilevanti conseguenze in materia di vigilanza: considerare il cliente quale controparte nel rapporto obbligatorio e non quale categoria generale, permette di considerare tali obblighi appartenenti allo statuto della banca e, come tali, sono oggetto di vigilanza nel paese d'origine di imprese comunitarie ed extracomunitarie¹⁶³.

La normativa codicistica e quella settoriale si integrano reciprocamente. Pertanto la prima interpretazione andrebbe rigettata in quanto creerebbe un sistema normativo settoriale autosufficiente; viceversa è fisiologico che clausole, regole e principi generali del sistema di diritto comune vengano specificate ed integrate sulla base di esigenze e dinamiche proprie del mercato finanziario¹⁶⁴.

L'art. 21 TUF farebbe, dunque, riferimento alla generale concezione che assegna alla

162 : Aderisce a detto orientamento, seppure facendo riferimento alle regole degli artt. 27 e ss. Regolamento Intermediari n.11522/1998 (Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari) adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998, Trib. Milano, 19 aprile 2011, cit. Cfr. anche M. MAGGIOLLO *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 350 ss.; A. PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 760 e ss.; F. MAZZINI, *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate* a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1991, 121 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*⁴, Torino, 2008, 121 s.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 151 s.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*⁵, Torino, 2008, 138; M. DE MARI e L. SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, cit., 131; C. CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 300 e ss.; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 778 e ss.; M. MIOLA, *Commento all'art. 21*, in *Testo unico della finanza (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, I, Torino, 2002, 158 ss.

163 : M. SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, cit., 266; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 138.

164 : Cfr. Cass. 15 gennaio 2000, n. 426, in *Foro it.*, 2000, I, c. 1160 ss., con nota di F. DI CIOMMO, *Clausole generali e responsabilità civile dell'intermediario mobiliare*, in *Foro it.*, 2000, I, c. 1161 ss.

diligenza la funzione tecnica di fornire un criterio per valutare il comportamento osservato dalla banca, in sede di esecuzione degli obblighi derivanti dal contratto di investimento, nella prospettiva di un giudizio di responsabilità per inadempimento. Per quanto riguarda invece la correttezza, viene in considerazione la sua funzione integrativa, di fonte di doveri ulteriori rispetto a quelli previsti nel contratto¹⁶⁵, per cui in virtù del principio di correttezza il quadro dei comportamenti imposti alla banca risulta arricchito rispetto ai doveri prescritti da specifici precetti normativi.

Quanto alla formula di chiusura di cui all'art. 21, comma 1, lett. a), l'affermazione "per servire al meglio l'interesse dei clienti" risulta, così, essere una specificazione di quei doveri di diligenza e correttezza posti sia dalle norme codicistiche che da quelle settoriali, nonché una sintesi degli obblighi che la banca assume verso il cliente stipulando i contratti di investimento. A ben vedere, l'unica regola avente carattere precettivo contenuta nell'art. 21, comma 1, lett. a) deve però ravvisarsi nel dovere di comportarsi per servire al meglio l'integrità dei mercati, al fine di assicurare un loro ordinato svolgimento, strettamente connesso allo scopo di tutelare gli investitori.

Escluso che possa addossarsi in capo alla banca una responsabilità per il corretto andamento dei mercati nel loro complesso, il dovere di servire al meglio l'integrità dei mercati, deve essere inteso nel senso di imporre al soggetto abilitato venga richiesto di comportarsi in modo coerente all'esigenza che il mercato dei capitali si svolga in modo corretto ed ordinato¹⁶⁶. In tale esigenza si riassume anche l'interesse collettivo dei clienti, cui fa riferimento il primo orientamento dottrinale esposto.

Il canone di comportamento della banca è quello del mandatario, come si evince dal disposto dell'art. 26, comma 6, TUF che, nell'invertire l'onere della prova nei giudizi risarcitori, dispone che spetta ai soggetti abilitati "l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta". La specifica diligenza richiesta evidenzia, implicitamente, un canone di condotta specialisticamente riferito al buon operatore del mercato.

I principi generali di diligenza, nel previgente Regolamento Intermediari¹⁶⁷, erano

165 : Cfr. A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 289 ss.; M. MIOLA, *Commento all'art. 21*, cit., 165 s.

166 : F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 122; F. GRECO, *L'informazione nella disciplina MiFID*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID* a cura di F. del Bene, Milano, 2007, 167 ss.; M. MIOLA, *Commento all'art. 21*, cit., 160.

167 : Regolamento Intermediari n.11522/1998 (Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari) adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998.

specificati all'art. 26: gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare dovevano operare in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico; rispettare le regole di funzionamento dei mercati in cui operano; astenersi da ogni comportamento che potesse avvantaggiare un investitore a danno di un altro; eseguire con tempestività le disposizioni loro impartite dagli investitori; acquisire una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire; operare al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio d'investimento il miglior risultato possibile, anche in relazione al livello di rischio prescelto dall'investitore. Il principale e generale dovere dell'intermediario, però, consisteva nel puntuale rispetto della volontà del cliente. Nella sua vigenza, la Consob ha emanato numerose delibere in materia di contratti derivati¹⁶⁸.

Il nuovo assetto normativo, a seguito della riforma del 2007, si attiene a simili principi, sicuramente rafforzati. Tali principi trovano una specificazione, oltre che al menzionato nuovo Regolamento Intermediari, nel Regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob, in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento, del 29 ottobre 2007¹⁶⁹.

2. Gli obblighi di informazione

Un ulteriore criterio generale imposto agli intermediari finanziari dall'art. 21 TUF è quello sancito al comma 1, lett. b), secondo cui, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati¹⁷⁰.

168 : Cfr. le delibere concernenti contratti posti in essere in assenza di un ordine del cliente nn. 11271 del 10 marzo 1998; 11286 del 17 marzo 1998; 11321 del 8 aprile 1998; la delibera n. 12044 del 30 giugno 1999 in cui la carenza dell'ordine viene camuffata mediante la falsificazione della firma del cliente.

169 : Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (Adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con atti congiunti Banca d'Italia/Consob del 9 maggio 2012 e del 25 luglio 2012).

170 : Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 126; F. GRECO, *L'informazione nella disciplina MiFID*, cit., 170 ss.; A. DI MAJO, *La correttezza*, cit., 298 e ss.; A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, cit., 91 s.; M. DE MARI e L. SPADA, *Intermediari e promotori*

Quello della carenza di informazione resa dalla banca prima della stipulazione del contratto derivato o durante la sua vigenza è un punto centrale nell'intermediazione finanziaria ed è, sicuramente, uno dei principali motivi di contenzioso. La tipica eccezione consiste nel dolersi di una tale mancanza, e la prova contraria ad essa rappresenta l'unica via d'uscita per l'intermediario. Infatti, l'intermediario finanziario che nella prestazione dei servizi di investimento abbia fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura e sui rischi del servizio di negoziazione, oltre che sugli specifici rischi delle operazioni in strumenti derivati, e che abbia altresì acquisito dai clienti le informazioni necessarie, non è responsabile dei danni subiti da costoro¹⁷¹. Quello di informazione è un obbligo che specifica i doveri di cui all'art. 21, comma 1, lett. a) e, soprattutto, il dovere di buona fede di diritto comune, al cui interno sono collocati gli obblighi informativi e, in particolare, quelli precontrattuali.

Anche qui dunque si palesa una specificazione e una ripetizione dei principi codicistici sul rapporto obbligatorio¹⁷².

Particolari obblighi di informazione sono imposti dall'allegato d) al Regolamento Intermediari, in attuazione dell'art. 6, comma 2-*sexies* TUF, per i clienti “professionali di diritto” e “su richiesta”. Quando il cliente è una delle imprese qualificate come “clienti professionali di diritto”, l’intermediario deve informarlo, prima di qualunque prestazione di servizi, che, sulla base delle informazioni di cui dispone, esso viene considerato, di diritto, un cliente professionale e verrà trattato come tale a meno che l’intermediario e il cliente convengano diversamente. L’intermediario deve inoltre informare il cliente del fatto che può richiedere una modifica dei termini dell'accordo per ottenere un maggior livello di protezione. Spetta al cliente considerato “professionale di diritto” chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non

finanziari, cit., 133; G. BERSANI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008, 57 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID* a cura di M. de Poli, Padova, 2009, 1 ss.; ID., *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, 147 ss; M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, cit., 281 ss.; M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2001, 168 ss.

171 : Trib. Roma, 17 dicembre 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, 355 e ss.

172 : *Contra*, sull'argomento, A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, cit., 102.

essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. A tal fine, i clienti considerati professionali di diritto concludono un accordo scritto con il prestatore del servizio che stabilisca i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica il trattamento quale cliente al dettaglio.

Quanto alla seconda categoria di clienti professionali, si è precisato *supra*¹⁷³ che i clienti professionali su richiesta possono rinunciare alle protezioni previste dalle norme di comportamento solo una volta che abbiano comunicato per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento o tipo di operazione o di prodotto. L'intermediario, a quel punto, deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere e i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni.

Prima di decidere di accettare richieste di rinuncia a protezione, devono essere adottate tutte le misure ragionevoli per accertare che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi i requisiti sopraindicati. Gli intermediari devono adottare per iscritto misure interne appropriate per classificare i clienti. Spetta ai clienti professionali informare il prestatore del servizio di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare la loro attuale classificazione. Se, tuttavia, l'intermediario constata che il cliente non soddisfa più le condizioni necessarie per ottenere il trattamento riservato ai clienti professionali deve adottare provvedimenti appropriati.

3. L'informativa da acquisire dai clienti

Si è visto *supra*¹⁷⁴ che l'art. 21, comma 1, lett. b) evidenzia una peculiarità, che si sviluppa da quel flusso bidirezionale di informazioni che va dalla banca abilitata al cliente e dal cliente alla banca¹⁷⁵.

173 : Cap. I.6.

174 : Cap II.2.

175 : Cfr. F. GRECO, *L'informazione nella disciplina MiFID*, cit., 174; F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, 152; U. MORERA, *I rapporti banca-cliente nella*

Tale flusso è oggetto di un obbligo che la legge impone alla banca non solo per quanto riguarda le informazioni provenienti dall'intermediario e destinate al cliente, ma anche per quanto riguarda il flusso informativo che dal cliente è destinato alla banca. La banca è, cioè, obbligata ad acquisire informazioni attinenti al cliente: è la regola del c.d. *know your customer rule*.

Il naturale destinatario di un dovere di informare imposto dalla legge è il soggetto all'interno della cui sfera si formano le vicende oggetto del contenuto di quegli obblighi, e su costui grava normalmente il dovere di informare altri soggetti che non hanno la stessa facilità di acquisire la notizia. L'art. 21, comma 1, lett. b) inverte questo dovere incaricando la banca di raccogliere le informazioni relative al cliente. Tale flusso informativo è fondamentale per la profilazione del cliente¹⁷⁶, e per la conseguente applicazione delle regole relative ai giudizi di appropriatezza¹⁷⁷ ed adeguatezza¹⁷⁸. Emerge l'assenza nella disciplina del TUF di uno specifico dovere, in capo al cliente, di correttezza, invece previsto dall'art. 1175 c.c.¹⁷⁹: anche qui, deve ritenersi preponderante la presenza di un'espressa disciplina nel Codice Civile, in grado di sopperire all'assenza di una specifica previsione nella normativa settoriale.

Come già detto *supra*¹⁸⁰, il nuovo regolamento intermediari non si riferisce più ad un'importante categoria di clienti che, per il basso livello di protezione di cui godevano durante la previgente disciplina, ha interessato in maniera rilevante la giurisprudenza in quanto fonte di contenzioso particolarmente elevato durante la loro vigenza: la categoria degli operatori qualificati.

L'art. 31, comma 2, del previgente Regolamento Intermediari forniva una complessa nozione di operatore qualificato¹⁸¹. L'inciso di chiusura della norma ha creato rilevanti

normativa MiFID. Un primo commento in La nuova normativa MiFID, cit.

176 : Cfr. P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*² a cura di E. Gabrielli-R. Lener, I, nel *Trattato dei contratti* cit.

177 : *Infra*, cap. II.4.2.

178 : *Infra*, cap. II.4.3.

179 : Cfr. A. DI MAJO, *La correttezza*, cit., 293.

180 : Cap. I.6.

181: Ai sensi dell'art. 31, comma 2, Regolamento Consob n. 11522/1998 «Per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le società di gestione del risparmio, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni

dubbi interpretativi ed è stata fonte della maggior parte del contenzioso formatosi sull'istituto: veniva considerato operatore qualificato “ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”¹⁸².

Emergevano dunque due elementi: uno soggettivo (doveva trattarsi di una società o di una persona giuridica) e uno oggettivo (il medesimo soggetto doveva essere in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari).

Con riferimento all'elemento oggettivo va operata una specificazione: “competenza” significava avere una conoscenza teorica della materia: il regolamento, però, non indicava dei criteri concreti per misurare questa competenza. Inoltre, l’“esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari” si riferiva al fatto di avere già compiuto operazioni in strumenti finanziari¹⁸³. Tali due requisiti rappresentavano un'endiadi: quando anche una sola di queste due circostanze fosse mancata, non poteva parlarsi di operatore qualificato e si applicavano quelle norme del previgente Regolamento Intermediari che venivano escluse per tali operatori: l'art. 27 sui conflitti d'interesse; l'art. 28 sulle informazioni fra gli intermediari e gli investitori; l'art. 29 sulle operazioni non adeguate.

bancarie, nonché ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante».

182: Cfr. P. FIORIO, *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008, 2241 ss.; A. PIRAS, *Contratti derivati*, cit., 2219 ss.; V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati e il Regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giur. mer.*, 06/2009; ID., *Contratti derivati e dichiarazione del rappresentante legale*, in *Corr. Mer.*, 2008, 41 ss.; ID., *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contr.*, 2007, 1093 ss.; M. SESTA, *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 Regolamento Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoreponsabilità del dichiarante*, in *Corr. Giur.*, 2008, 1751 ss.; G.B. BARILLÀ, *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, f. 3, 281 ss.; G. LA ROCCA, *Gli operatori qualificati in cassazione (commento a Cass. 12138/09)*, in *Il Caso.it*, II, 165/2009; F. SARTORI, *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, *Relazione al Convegno Synergia Formazione Strumenti finanziari derivati e prodotti strutturati: tecniche negoziali, rischi, tutele e contenzioso*, 19-20 maggio 2005, 2005; F. BENASSI, *Operatore qualificato e obbligo di informazione: interpretazione integrativa dell'art. 31 del regolamento e dubbi di costituzionalità (Commento a Trib. di Milano, sez. VI civ., 15 ottobre 2008)*, in *Il Caso.it*, II, 133/2009; B. INZITARI, *Strumentalità e malizia nella predisposizione e raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, *Relazione al Convegno “I contratti di negoziazione di strumenti finanziari”, organizzato dal Consiglio Superiore della Magistratura – Formazione Decentrata dei Magistrati del Distretto di Brescia in collaborazione con l'Ordine degli avvocati di Mantova, tenutosi in Mantova, 30 novembre 2007*, 2007.

183: Il fatto di avere compiuto operazioni in strumenti finanziari non può essere ritenuto indicativo di una vera e propria esperienza in materia, cfr. V. CHIONNA, *L'accertamento della natura di “operatore qualificato” del mercato finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, II, 45 ss.

Sul valore della dichiarazione del legale rappresentante (prevista dall'art. 31, comma 2, del previgente Regolamento Intermediari) si sono formati due orientamenti dottrinari e giurisprudenziali. Da un lato, un orientamento sostiene che la dichiarazione, se non è supportata da elementi specifici in grado di assicurare la reale competenza dell'investitore e, in ogni caso, senza che venga meno il dovere di controllo da parte dell'intermediario, è priva di valore, risultando insufficiente a classificare questi soggetti come operatori qualificati. Dall'altro, una diversa opinione sostiene che la dichiarazione è sufficiente a determinare lo status di operatore qualificato, rendendo insussistente il dovere di controllo da parte dell'intermediario.

Mentre il primo orientamento è stato sostenuto da gran parte della giurisprudenza di merito¹⁸⁴, il secondo è riferibile alla Corte di Cassazione¹⁸⁵, che ha statuito che alla banca non è richiesta alcuna attività di verifica della fondatezza della dichiarazione e la sua mancanza non è causa di responsabilità nei suoi confronti.

La giurisprudenza di merito ha, invece, sottolineato l'irrilevanza di detta dichiarazione di scienza, che assume valore solo se presuppone una situazione preesistente e giuridicamente rilevante. Quando tale collegamento con una situazione pregressa manca o non è precisamente individuabile e determinabile, la dichiarazione o non dispiega alcun effetto per la radicale indeterminatezza di quanto dichiarato o, addirittura, non assume alcun significato giuridicamente apprezzabile - in quanto mera dichiarazione al pari di una opinione personale - ed è irrilevante perchè non corrisponde alla reale qualificazione del contraente.

Ne consegue che l'inadempimento della banca assume rilievo risolutorio dei contratti, e comporta l'obbligo di risarcire il danno patito dal cliente per effetto della sua adesione allo strumento finanziario proposto dalla banca, sotto il profilo delle perdite subite e del

184: Cfr. App. Trento, 5 marzo 2009; Trib. Catania, 18 febbraio 2009; Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, in *Il Caso.it*, con nota di F. BENASSI; App. Milano, 13 novembre 2008; Trib. Milano, 15 ottobre 2008; Trib. Forlì, 12 settembre 2008; App. Venezia, 16 luglio 2008; Trib. Torino, 11 marzo 2008; Trib. Rovigo, 3 gennaio 2008; Trib. Verona, 28 novembre 2007; Trib. Venezia, 15 ottobre 2007; Trib. Torino, 18 settembre 2007, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 337 ss.; Trib. Forlì, 5 settembre 2007; Trib. Torino, 20 luglio 2007; Trib. Novara, 18 gennaio 2007; Trib. Genova, 26 giugno 2006; Trib. Milano, 2 aprile 2004.

185: Cass. 26 maggio 2009 n. 12138, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, f. 3 con nota di G.B. BARILLÀ; nella giurisprudenza di merito hanno seguito questo orientamento, *ex multis*, Trib. Cuneo, 9 febbraio 2009, Trib. Forlì, 11 luglio 2008; App. Milano, 12 ottobre 2007, in *Giur. it.*, 2008, 1165; Trib. Verona, 22 giugno 2007; Trib. Milano, 20 luglio 2006, in *Nuova giur. civ.*, 2007, I, 809; Trib. Savona, 10 novembre 2005; Trib. Mantova, 20 giugno 2005.

costo sostenuto per l'operazione¹⁸⁶.

L'obbligo della banca di esaminare il contenuto, la portata e le conseguenze dell'autocertificazione insieme al cliente è naturale conseguenza degli obblighi di diligenza professionale (art. 1176, comma 2 c.c.) e di comportarsi secondo buona fede nella preparazione e nell'esecuzione del contratto (artt. 1175, 1337 e 1375 c.c.), che in materia di prestazione di servizi finanziari, assume una maggiore rilevanza in virtù del disposto dell'art. 21, comma 1 TUF. Secondo tale norma 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, senza che l'obbligo di informazione imposto alla banca e agli intermediari in genere risulti più o meno incisivo a seconda della "qualifica" dell'operatore¹⁸⁷.

C'è però da rilevare che, spesso, l'autocertificazione è sottoscritta dalla società o persona giuridica operatore senza sapere quali siano effettivamente gli effetti giuridici. Una recente sentenza ha sottolineato il principio in base al quale la dichiarazione non può, di per sé sola, avere l'effetto di rendere operatore qualificato chi non lo è: la competenza, oltre ad essere dichiarata, deve anche essere effettiva¹⁸⁸.

Questo orientamento della giurisprudenza di merito, però, può considerarsi ormai superato in seguito alla predetta giurisprudenza della Corte di Cassazione¹⁸⁹ che ha confermato l'orientamento secondo cui, da un lato, la dichiarazione resa dal cliente ha carattere impegnativo per il soggetto dichiarante e, dall'altro, la legge non prevede obblighi in capo alla banca in via preventiva o successiva. Ne consegue che l'operatore non può invocare l'applicazione delle norme dettate in favore degli operatori non qualificati. La dichiarazione acquisisce un valore formale e la banca è svincolata dall'obbligo generalizzato di svolgere uno specifico accertamento sulla competenza e sull'esperienza dichiarata dall'operatore. La responsabilità della qualifica ricade, quindi, sul rappresentante legale della società che sottoscrive la dichiarazione¹⁹⁰. Tale

186 : Trib. Verona, 22 giugno 2007, in *Contr.*, 2007, fasc. 12, 1093, con nota di V. SANGIOVANNI.

187: Cfr. V. SANGIOVANNI, *Contratto di swap*, cit., 1096; D. TOMMASINI, *La dichiarazione "autoreferenziale" di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I, 814.

188 : Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, cit.

189 : Cass. 26 maggio 2009, n. 12138, cit.

190: Sul punto cfr. Trib. Milano, 8 febbraio 2012, in *Il Caso.it*; App. Milano, 12 ottobre 2007, in *Giur. it.*,

dichiarazione non ha valore confessorio e, pertanto, chi intenda dedurre la incongruenza tra la situazione reale e quella dichiarata ha l'onere di provare la mancanza dei requisiti di competenza ed esperienza e la conoscenza o la conoscibilità da parte dell'intermediario di tale carenza¹⁹¹.

Non contrasterebbe con la pronuncia della Suprema Corte il dovere, esistente in capo alla banca, di avvertire il cliente del significato della dichiarazione e delle conseguenze che ne derivano in occasione della stipulazione di contratti derivati. Infatti, più il contratto è rischioso e difficilmente comprensibile nelle sue possibili implicazioni, più è significativo l'obbligo di informare il cliente in ordine al significato e alle conseguenze della sua dichiarazione; e, agendo la banca professionalmente nel settore finanziario, dovrebbe comunicare al cliente tutte le informazioni di cui la stessa dispone e che sono funzionali ad una dichiarazione consapevole. La *ratio* dell'abrogato art. 31 Regolamento Intermediari non può prescindere dalla tutela del cliente. L'esonero della banca dal compiere quelle verifiche ulteriori rispetto alla dichiarazione del cliente non appare in contrasto con l'obbligo della stessa di fornire, prima che il cliente rilasci la dichiarazione, adeguate informazioni che permettano a quest'ultimo di autodeterminarsi in maniera consapevole all'operazione¹⁹².

Da ultimo, si segnala che ancora permane un'isolata giurisprudenza di merito¹⁹³, la quale continua ad aderire alla tesi della necessaria effettività della competenza dell'operatore qualificato. Tale orientamento, comunque, dopo la pronuncia della Suprema Corte, deve considerarsi estremamente minoritario.

4. Gli obblighi di informazione in fase di esecuzione

4.1. Informazioni sulla natura e sui rischi delle operazioni e sulle perdite rilevanti

2008, 1165 ss., con nota di C. MOTTI; *Contra*, App. Trento, Sez. II, 5 marzo 2009, in *Giur. mer.*, 6, 2009, con nota di V. SANGIOVANNI.

191 : Cfr. Trib. Verona, 10 dicembre 2012, in *Il Caso.it*; Trib. Cuneo, 14 luglio 2012, in *Il Caso.it*; Trib. Milano, 14 aprile 2012, in *Il Caso.it*; App. Torino, 26 settembre 2011; App. Milano, 7 settembre 2011; Lecce, 9 maggio 2011; Trib. Rimini, 28 maggio 2010; Trib. Forlì, 14 aprile 2010; Trib. Udine, 13 aprile 2010; Trib. Torino, 30 novembre 2009; Trib. Torino, 23 novembre 2009.

192 : Trib. Orvieto, 12 aprile 2012.

193 : Cfr. Trib. Novara, 19 luglio 2012, in *Il Caso.it*; Trib. Civitavecchia (ord.), 1 agosto 2011, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 2, I, 140 ss.; Trib. Civitavecchia (ord.), 8 giugno 2011, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2012, 2, I, 133 ss.; Trib. Rimini, 12 ottobre 2010.

Oltre ai generali obblighi di correttezza e trasparenza, la particolare natura dei contratti derivati comporta l'esposizione del cliente a dei rischi che nel tempo hanno reso necessaria l'introduzione di speciali obblighi informativi per attenuare l'esposizione alla loro intrinseca pericolosità.

Gli obblighi informativi devono essere assolti non solo in fase di formazione del contratto, bensì anche durante tutta la sua esecuzione: l'obbligo della banca di tenersi informata sulla situazione del cliente, in quanto funzionale al dovere di curarne diligentemente e professionalmente gli interessi, resta attuale durante l'intera fase esecutiva del rapporto e si rinnova ogni qual volta la natura o l'entità della singola operazione lo richieda, per l'ovvia considerazione che la situazione del cliente non è statica, bensì suscettibile di evolversi nel tempo¹⁹⁴.

Sul punto, i primi obblighi informativi sono stati introdotti dal regolamento n. 11522/1998, che all'art. 28, comma 3, aveva imposto alla banca di informare prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati, da lui disposte per finalità speculative, avessero generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. La Consob ha altresì fornito ulteriori precisazioni su tale obbligo, sottolineando l'importanza di un adeguato e continuo monitoraggio della posizione del cliente al fine di realizzare un tempestivo adempimento dell'obbligo¹⁹⁵.

Il nuovo Regolamento Intermediari n. 16190/2007 non prevede specifici obblighi in materia di contratti derivati, riferendosi, genericamente, ai contratti aventi ad oggetto servizi di investimento, tra i quali possono, senz'altro, dirsi ricompresi i contratti derivati.

L'art. 37, nello specificare il contenuto del contratto (oltre agli obblighi di forma scritta e di consegna di una copia al cliente - comma 2, n. 3 -), prevede che il contratto indichi e disciplini - nei rapporti di esecuzione degli ordini dei clienti, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di gestione di portafogli - la soglia delle perdite, nel caso di posizioni aperte scoperte su operazioni che possano determinare

194 : Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, cit.

195 : Comunicazione Consob n. DI/98080595 del 14 ottobre 1998.

passività effettive o potenziali superiori al costo di acquisto degli strumenti finanziari, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente. La determinazione e la disciplina della soglia delle perdite è lasciata all'autonomia delle parti. L'art. 55, nello specificare gli obblighi di rendiconto aggiuntivi per le operazioni di gestione di portafogli e per le operazioni con passività potenziali, stabilisce che gli intermediari che svolgono il servizio di gestione di portafogli per clienti al dettaglio o amministrano conti di clienti al dettaglio che includono una posizione aperta scoperta su operazioni con passività potenziali, comunicano al cliente eventuali perdite che superino una soglia predeterminata e convenuta tra l'intermediario e il cliente non più tardi della fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata o, qualora tale soglia venga superata in un giorno non lavorativo, entro la fine del giorno lavorativo successivo.

L'assenza di una quantificazione della soglia delle perdite potrebbe determinare degli abusi da parte della banca, con l'inserimento nel contratto di una clausola che potrebbe fuorviare lo spirito degli obblighi informativi. Deve ritenersi corretta ed adeguata una soglia percentuale né eccessivamente ridotta (perché comporterebbe un flusso informativo eccessivo nei confronti del cliente, il quale finirebbe per non dare rilevanza alle comunicazioni frustrando così lo scopo stesso della previsione dell'obbligo), né eccessivamente elevata (che non permetterebbe al cliente di favorirsi di quelle che sono le finalità della comunicazione, ossia la possibilità di una tempestiva manovra di correzione)¹⁹⁶.

La più importante novità in tema di informazione specifica sui contratti derivati è contenuta nella comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009, sul dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi¹⁹⁷.

Nella comunicazione in oggetto la Consob ritiene di fornire raccomandazioni e indicazioni di "livello 3" aventi ad oggetto la declinazione del dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di titoli illiquidi. In particolare sono state previste misure di trasparenza, in relazione alle modalità di

196 : E. GIRINO, *I contratti derivati* cit., 342.

197 : Per prodotti illiquidi si intendono quelli che determinano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole, a condizioni di prezzo significative, ossia tali da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto e in vendita, tra i quali sono espressamente ricompresi i derivati negoziati *over the counter*, che per ragioni di diritto o di fatto si connotano come prodotti con specifico "rischio di liquidità", determinato dall'impossibilità giuridica o dalla limitazione fattuale al disinvestimento.

pricing e di graduazione dell'offerta e presidi di correttezza in relazione alla verifica dell'adeguatezza e dell'appropriatezza degli investimenti. Tali indicazioni hanno la finalità di meglio definire il sentiero da seguire per il mantenimento di una corretta relazione tra intermediario e cliente, per preservare la fiducia nel sistema finanziario, mitigando gli eventuali effetti indesiderati dell'innovazione, senza con ciò ostacolarne lo sviluppo. Riservando l'approfondimento delle indicazioni di adeguatezza e di appropriatezza ai successivi *sub*-paragrafi, occorre precisare fin d'ora che le indicazioni fornite dalla Consob prevedono che, a differenza che per i prodotti per i quali la trasparenza su valori e costi è garantita da caratteristiche intrinseche, nel caso di operazioni aventi ad oggetto strumenti per i quali non esistono condizioni di scambio trasparenti ed efficienti è necessario che gli intermediari prestino particolare attenzione ai presidi di *disclosure* nella relazione con la clientela.

Ciò dovrà tenersi presente sia nella fase di proposizione delle operazioni di investimento aventi ad oggetto prodotti illiquidi (c.d. trasparenza *ex ante*), sia nella fase successiva al compimento dell'operazione da parte della clientela (trasparenza *ex post*).

Si raccomanda così, in primo luogo, 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. A quest'ultimo è fornita indicazione del valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato.

In un contesto nel quale gli obblighi informativi sono previsti per tipo specifico di prodotto, appare comunque rilevante che gli intermediari trasmettano ai clienti, ai fini della più consapevole definizione dell'operazione di investimento, informazioni in merito alle modalità di smobilizzo delle posizioni sul singolo prodotto, con evidenziazione espressa delle eventuali difficoltà di liquidazione connesse al funzionamento dei mercati di scambio e dei conseguenti effetti in termini di costi (livello dello *spread* denaro-lettera¹⁹⁸, anche per valori medi) e tempi di esecuzione

198 : Lo *spread* denaro-lettera consiste nella differenza tra il prezzo *bid* (denaro) e il prezzo *ask* (lettera) praticato da un *dealer*. Il prezzo *bid* è il prezzo al quale il *dealer* è disposto ad acquistare uno

della liquidazione. In tale ambito andrà eventualmente comunicata al cliente la circostanza che l'unica fonte di liquidità è costituita dallo stesso intermediario o da entità riconducibili al medesimo gruppo, precisando le regole di *pricing* applicate.

Al fine di migliorare le possibilità di apprezzamento, da parte del cliente, del profilo di rischio-rendimento e dei costi dell'operazione che sta per concludere, si ritiene opportuno che gli intermediari inseriscano nell'apposito *set* informativo confronti con prodotti semplici, noti, liquidi ed a basso rischio, ovvero esempi di prodotti *risk free*, di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità.

In particolare, per illustrare il profilo di rischio di strutture complesse, è utile che l'intermediario produca al cliente anche le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologie oggettive, ossia rispettose del principio di neutralità al rischio. Gli elementi informativi indicati potranno essere contenuti in una scheda prodotto.

Riguardo alla rendicontazione periodica delle posizioni assunte dalla clientela in prodotti della specie, gli intermediari dovranno trasmettere, ai sensi dell'art. 56 del Regolamento 16190/2007, informazioni dettagliate sui prodotti detenuti. In particolare è necessario che nel *set* informativo periodicamente inviato sia chiaramente esplicitato il *fair value* del prodotto, nonché il presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo.

Quanto ai presidi di correttezza in relazione alle modalità di *pricing*, gli intermediari che offrono prodotti di propria emissione o che, comunque, operano ponendosi in contropartita diretta della clientela si dotano di strumenti di determinazione del *fair value* basati su metodologie riconosciute e diffuse sul mercato, proporzionate alla complessità del prodotto. Tali metodologie sono coerenti con i criteri utilizzati

strumento finanziario. Il prezzo *ask* è quello al quale il *dealer* è disposto a vendere uno strumento finanziario. Il prezzo *ask* (detto anche *offer*) è superiore al prezzo *bid*. Il cosiddetto *best bid* è il più elevato prezzo *bid* presente sul mercato. Analogamente, è detto *best ask* il più basso prezzo *ask* presente sul mercato. Una quotazione di mercato riporta il *best bid* e *best ask* disponibili sul mercato, ed è nota come BBO (*Best Bid and Offer*). In tal senso lo *spread* denaro-lettera o *bid-ask spread* è la differenza tra *best ask* e *best bid*. Con riferimento all'operatività del *dealer*, il *bid-ask spread* è il margine di profitto lordo di tale intermediario, che negozia strumenti di proprietà appartenenti al proprio portafoglio (noto come *inventory*). Con riferimento all'investitore, il *bid-ask spread* rappresenta un costo di transazione implicito (che si differenzia dal principale costo di transazione esplicito, ovvero dalla commissione pagata).

dall'intermediario per la valutazione del portafoglio titoli di proprietà. Gli intermediari che si rendono eventualmente disponibili al riacquisto, utilizzano criteri di *pricing* coerenti con quelli adottati in sede di classamento o vendita al cliente.

Il processo di determinazione delle condizioni da applicare alle operazioni sarà strutturato in modo da guidare *ex ante* la discrezionalità degli addetti mediante la fissazione di precisi criteri, che contemplino, ove possibile, anche un confronto con *provider* esterni. In particolare, le procedure aziendali predefiniranno il livello delle maggiorazioni eventualmente da applicare a titolo di *mark up*. Il sistema informativo aziendale dovrà consentire, *ex post*, un'agevole e precisa ricostruzione dell'attività svolta, con riferimento alle condizioni applicate, ai parametri ed alle maggiorazioni utilizzate per ciascuna transazione eseguita.

Le indicazioni fornite dalla Consob hanno un valore rivoluzionario nelle operazioni in contratti derivati negoziati *over the counter*. L'assenza di un mercato e la formazione *ad hoc* del contratto, infatti, hanno sempre giustificato l'opacità del mercato e la discriminazione del cliente, con la conseguenza che nella valutazione dello strumento e nella determinazione del prezzo la banca ha sempre assunto una posizione eccessivamente privilegiata, in virtù dell'assimmetria informativa operante a suo vantaggio.

Con la suddetta comunicazione, la Consob ha introdotto nelle operazioni in contratti derivati negoziati *over the counter* una trasparenza che finalmente coinvolge il cliente, rendendogli comprensibile il contenuto del contratto che, naturalmente, resta liberamente determinabile dalle parti.

Sorgono dubbi circa la scelta, operata dalla Consob, di intervenire in una materia tanto delicata con uno strumento debole come la comunicazione. Nonostante gli intermediari siano tenuti ad aggiornare le proprie procedure al fine di adeguarsi, nel più breve termine ragionevolmente necessario, ai principi ed ai criteri delineati, il valore della comunicazione non fa sorgere un obbligo in capo alla banca che, pertanto, potrebbe in qualsiasi momento impunemente violare detti obblighi senza che sussistano responsabilità a suo carico. Le associazioni di categoria

hanno, però, immediatamente recepito tali raccomandazioni, elaborando alcune linee guida, validate successivamente dalla Consob, volte a fornire alle banche dei percorsi per l'istituzione o la riorganizzazione delle procedure miranti ad assicurare un'opera di trasparenza conforme alle indicazioni della Consob¹⁹⁹.

4.2. La valutazione sull'adeguatezza delle operazioni

Tra le regole di condotta imposte alla banca nella negoziazione in contratti derivati, preminente importanza assumono le valutazioni sull'adeguatezza e sull'appropriatezza delle informazioni, concretizzazione speciale delle regole generali di cui all'art. 21 TUF. Tra esse trova terreno elettivo la funzione del flusso bidirezionale di informazioni. In particolare, le informazioni provenienti dal cliente permettono alla banca di soddisfare i requisiti di correttezza, trasparenza e diligenza nel formare il contenuto delle informazioni da fornire al cliente, avendo modo di conoscere le effettive esigenze degli utenti e le loro caratteristiche di investimento (c.d. *know your customer rule*).

Col recepimento della direttiva MiFID e l'emanazione del Regolamento n. 16190/2007, la disciplina è stata completamente ridisegnata, con la previsione di una doppia valutazione delle operazioni: sull'adeguatezza (applicabile ai soli servizi di gestione di portafoglio e consulenza) e sull'appropriatezza (applicabile ai restanti servizi di investimento).

La disciplina sull'adeguatezza (c.d. *suitability rule*) è prevista dagli artt. 39 e 40 del Regolamento n. 16190/2007, e implica che la banca, al fine di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente (anche solo potenziale), richieda ed ottenga da costui le informazioni inerenti alla sua conoscenza e alla sua esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio richiesto,

¹⁹⁹ : *Linee guida interassociative per l'applicazione delle misure Consob di livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi*, adottate da Abi, Assosim e Federcasse il 5 agosto 2009 e successivamente validate dalla Consob.

nonché alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento. Si intende così soddisfare le esigenze di corrispondenza dei prodotti offerti agli obiettivi di investimento del cliente affinché il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere e sopportare finanziariamente i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.

Può accadere, inoltre, che alcune operazioni, pur potendo apparire adeguate se considerate isolatamente, si rivelino inadeguate se eseguite con una frequenza che non risponde all'interesse del cliente (c.d. *churning*)²⁰⁰. Al fine di valutare se si è in presenza di *churning*, si tiene conto sia degli obiettivi di investimento del cliente, sia del tasso medio del *turnover* dei portafogli di investimento paragonabile per profilo di rischio e di rendimento a quello concretamente in questione. In queste ipotesi, se la banca ha disposto dette operazioni con frequenza eccessiva, allo scopo di avvantaggiarsene lucrando le commissioni di gestione a danno del cliente, sono risarcibili anche i danni imprevedibili *ex art.* 1225 c.c.²⁰¹

Sotto il vigore della previgente disciplina l'operazione inadeguata al profilo del cliente poteva comunque essere eseguita qualora il cliente avesse impartito l'ordine per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, qualora il suo consenso fosse stato registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui fosse fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute²⁰². Diversamente, la normativa vigente stabilisce un divieto assoluto di tali operazioni. Si ha, così, un livello massimo di protezione per il cliente e per il risparmio, con la sostituzione di una regola informativa funzionale all'autodeterminazione con una regola di solidarietà²⁰³.

Dal contenuto delle informazioni richieste, si evince che intermediario deve conoscere specifici dati finanziari e patrimoniali del cliente, quali i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali egli ha dimestichezza; la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite, tenendo conto della fonte e della consistenza del reddito del cliente, del suo patrimonio complessivo, e dei suoi impegni finanziari; il suo livello

200 : Cfr. F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 299 ss.

201 : R. COSTI-L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Il trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. VIII, Padova, 2004, 334 s.

202 : Art. 29, comma 3, Regolamento Intermediari 11522/1998.

203 : Cfr. A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, cit., 109; F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 ss.; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza*, cit., 296.

di istruzione, la sua professione o, se rilevante, la sua precedente professione, tenendo conto del periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, delle sue preferenze in materia di rischio, del suo profilo di rischio e delle finalità dell'investimento, ove pertinenti.

Quando gli intermediari che forniscono il servizio di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli non ottengono le informazioni richieste, devono astenersi dal prestare i menzionati servizi. Ma anche le informazioni incomplete possono determinare l'obbligo di astensione. Ai sensi dell'art. 39, comma 5, Regolamento n. 16190/2007, gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete. Pertanto, non potendo fare affidamento su una tale informazione, la banca non potrà formulare un giudizio di adeguatezza²⁰⁴.

La comunicazione della Consob n. 9019104/2009, nell'introdurre raccomandazioni dirompenti per assicurare la trasparenza nella stipulazione di contratti derivati, impone, fin dall'attività di consulenza, un più elevato livello di tutela per la clientela.

Secondo l'ampia definizione che ne offre la normativa comunitaria²⁰⁵, recepita nell'ordinamento italiano all'art. 1, comma 5-*septies*, del TUF, per "consulenza" 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.

Al riguardo, la Consob ha già avuto modo di chiarire²⁰⁶ che non è escluso, in via astratta, che i servizi di collocamento o di ricezione e trasmissione ordini (o di esecuzione di ordini o negoziazione per conto proprio) siano eseguiti senza essere accompagnati da consulenza. Tuttavia, in tal caso, l'intermediario deve approntare meccanismi (contrattuali, organizzativi, procedurali, e di controllo) per rendere effettiva la conformazione dei propri collaboratori e dipendenti che si rapportano con la clientela

204 : M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 391.

205 : Art. 52 della Direttiva n. 2006/73/CE.

206 : Prime linee di indirizzo in tema di consulenza in materia di investimenti – Esito delle consultazioni – 30 ottobre 2007.

a predefiniti modelli relazionali, nel presupposto che, di fatto, vista l'ampia nozione adottata dal legislatore in attuazione delle fonti comunitarie, può risultare elevato il rischio che l'attività concretamente svolta (concretandosi nella presentazione di un dato strumento finanziario come adatto per quel cliente) integri una "consulenza in materia di investimenti".

Appare, altresì, opportuno precisare, con specifico riferimento ai derivati negoziati *over the counter*, che 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 per lo svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Ciò posto, l'intermediario dovrà dotarsi di procedure che consentano agli addetti alla relazione con la clientela l'effettiva valutazione dell'adeguatezza del prodotto illiquido in relazione ai bisogni del cliente. In particolare, gli operatori dovranno porre specifico riguardo ai diversi fattori che possono incidere sul livello di costo di strumenti illiquidi, quali lo *spread* denaro-lettera nella fase di successivo eventuale smobilizzo od altri elementi non immediatamente percepibili dai clienti.

Così l'esistenza di prodotti succedanei nel "portafoglio prodotti" dell'intermediario, ritenuti tutti adeguati per le caratteristiche di un determinato cliente, ma che presentino differente onerosità, dovrà essere tenuta in considerazione nell'espressione del consiglio.

L'eventuale iniziativa di un cliente volta all'acquisto di specifici prodotti finanziari potrà essere messa in relazione a prodotti diversi oggetto di consulenza solo nel caso in cui l'intermediario sia in grado, a mezzo delle procedure aziendali di cui si è dotato, di svolgere un effettivo confronto fra le soluzioni di investimento in discorso (quella del cliente e l'alternativa raccomandata), in modo da consigliare il prodotto più adatto.

La valutazione di adeguatezza conseguente alla prestazione del servizio di consulenza dovrà, parimenti, essere condotta con particolare cura, avuto riguardo alle caratteristiche dei clienti e alle specificità dei prodotti. Un efficiente processo di valutazione di adeguatezza, basato su una attenta profilatura dei clienti e su una rigorosa mappatura dei

prodotti consente l'effettiva diversificazione degli investimenti effettuati nel tempo. In aggiunta alle informazioni afferenti alle caratteristiche della clientela in termini di esperienza e conoscenza, da valutarsi con le cautele esposte per il caso dell'appropriatezza, l'intermediario dovrà porre particolare attenzione ad acquisire e gestire, mediante presidi organizzativi *ad hoc* le informazioni relative agli obiettivi di investimento ed alla situazione finanziaria dei clienti.

Il processo di valutazione dell'adeguatezza dovrà prevedere l'utilizzo di una pluralità di variabili afferenti, da un lato, alle caratteristiche del cliente e, dall'altro, a quelle del prodotto.

Al fine di giudicare l'adeguatezza di un'operazione, con riguardo alla situazione finanziaria ed agli obiettivi di investimento, occorrerà valutare separatamente le conseguenze derivanti dall'assunzione delle diverse tipologie di rischio: rischio emittente/controparte, rischio di mercato e rischio di liquidità.

In tale ambito occorrerà così porre particolare peso al «periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento»²⁰⁷, come rilevato dall'intermediario nella ricognizione informativa.

Per le operazioni in questione, il parametro costituito dall'*holding period* del cliente, normalmente non unico, deve infatti assumere autonomo rilievo ai fini delle valutazioni di adeguatezza. Esso andrà direttamente e specificamente rapportato alle caratteristiche di durata e liquidità dell'operazione consigliata al cliente, piuttosto che inglobato in maniera inevitabilmente approssimativa nel profilo sintetico del medesimo.

Dovranno così ritenersi di norma inadeguate, le operazioni in strumenti illiquidi per quella clientela che avesse dichiarato un orizzonte temporale dell'investimento inferiore alla durata «anagrafica» del prodotto. Il *gap* temporale tra «durata anagrafica» dello strumento finanziario e «orizzonte temporale di investimento» assumerà rilevanza tanto più ridotta quanto maggiore sarà l'effettivo grado di liquidabilità del prodotto tracciato dalla procedura di valutazione dell'adeguatezza posta in essere dall'intermediario.

Nella mappatura dei prodotti dovrà altresì tenersi in considerazione i costi derivanti dalla presenza della clausola *up front*. Infatti, tali oneri determinano una immediata ed

207 : Cfr. art. 39, comma 4, Regolamento Intermediari 16190/2007.

inevitabile riduzione del prezzo dello strumento rispetto a quello di collocamento, fin dal momento immediatamente successivo all'emissione; tale circostanza andrà attentamente valutata nella fase di definizione del livello di rischio di mercato del prodotto, anche se effettuata mediante metodologie di *value at risk*.

Nel caso di contratti derivati *over the counter* espressamente distribuiti con finalità di copertura, gli intermediari si doteranno di procedure idonee a valutare l'adeguatezza dell'operazione raccomandata con riguardo alle reali necessità di *hedging* dei clienti ed a suggerire prodotti idonei, sotto il profilo dell'efficacia e dell'efficienza, tenuto anche conto del costo delle opportunità alternative.

Dopo la conclusione del contratto, le procedure aziendali dovranno consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, e sulla base dell'aggiornamento delle informazioni fornite dal cliente o comunque disponibili, l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura. Solo in tal modo l'intermediario sarà nelle condizioni di poter segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità che hanno condotto all'impostazione originaria dell'operazione.

4.3. La valutazione sull'appropriatezza delle operazioni

La negoziazione di contratti derivati comporta che la banca verifichi altresì l'appropriatezza delle operazioni rispetto al profilo del cliente. L'art. 41 del Regolamento Intermediari, nel regolare le informazioni che la banca deve richiedere ai clienti nei servizi diversi da quelli di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafogli, stabilisce che «gli intermediari, quando prestano servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, richiedono al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alla sua conoscenza e esperienza nel settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto». Innanzitutto, emerge dal testo normativo un'importante contestualizzazione della valutazione sull'appropriatezza a determinate operazioni, che meglio si comprende con una lettura in combinato disposto con gli artt. 43 e 44 del Regolamento. Questi ultimi due articoli si riferiscono alla c.d. *execution only*, la mera

esecuzione o ricezione di ordini, particolare modalità di gestione degli ordini nella quale la banca non provvede ad alcun preventivo giudizio sull'appropriatezza dell'ordine rispetto al cliente che lo impartisca. L'omissione della richiesta di informazioni soddisfa esigenze di rapidità e contenimento del costo per il servizio reso dall'intermediario²⁰⁸. I servizi finanziari per i quali può utilizzarsi tale particolare disciplina sono i soli servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti e di ricezione e trasmissione di ordini, servizi nei quali l'intermediario non assume posizioni proprie né opera scelte o valutazioni discrezionali. Per usufruire della *only execution*, sono poi necessari tre requisiti. Il primo è che lo strumento finanziario oggetto dell'ordine sia “non complesso”: dopo una tipizzazione di strumento finanziario non complesso fornita dall'art. 43²⁰⁹, ai fini dell'analisi in oggetto è importante quanto enunciato dall'art. 44, secondo cui uno strumento finanziario è “non complesso” se non è un contratto derivato²¹⁰; il secondo è che il cliente o il potenziale cliente richieda specificamente la *execution only*²¹¹, e che sia chiaramente informato del fatto di non disporre della protezione assicurata dalla valutazione di appropriatezza da parte dell'intermediario²¹²; la terza è che l'intermediario rispetti gli obblighi in materia di conflitto di interessi²¹³. La valutazione di appropriatezza è, quindi, sempre richiesta nella negoziazione di contratti derivati. Tale valutazione si basa su una mera considerazione del patrimonio di conoscenze del cliente, al quale vengono richieste informazioni in merito alla sua conoscenza e esperienza nel settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio proposto o chiesto. Tali informazioni, inoltre, includono i tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza, la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari da costui

208 : F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 137.

209 : Ai sensi dell'art. 43, comma 1, lett. a), sono tali le azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, o in un mercato equivalente di un paese terzo, gli 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.

210 : Art. 44, comma 1, lett. a) Regolamento Intermediari: «Uno strumento finanziario che non sia menzionato all'articolo 43, comma 1, lettera a), è considerato non complesso se soddisfa i seguenti criteri:

a) non rientra nelle definizioni di cui all'articolo 1, comma 1-bis), lettere c) e d), del Testo Unico, nonché nelle definizioni di cui all'articolo 1, comma 2, lettere d), e), f), g) h), i) e j) del Testo Unico [...]».

211 : Cfr. F. DEL BENE, *Sintesi delle principali novità introdotte dal sistema MiFID (concorrenza, protezione investitori e abolizione obblighi di concentrazione degli scambi)*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, Autorità di vigilanza e Conflitti di interesse* a cura di F. del Bene, Milano, 2009, 66.

212 : Art. 43, comma 1, lett. b) e c), Regolamento Intermediari.

213 : Art. 43, comma 1, lett. d), Regolamento Intermediari.

precedentemente realizzate ed alcune sue informazioni personali²¹⁴.

Gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete²¹⁵ e non possono incoraggiare un cliente o potenziale cliente a non fornire le informazioni richieste²¹⁶.

La verifica di appropriatezza, inoltre, è richiesta solo se il cliente non è professionale. In caso di cliente professionale, infatti, la banca può presumere che sussista il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi connessi alle operazioni in contratti derivati. È poi esclusa espressamente, dall'art. 58, comma 3, Regolamento Intermediari, l'applicazione della disciplina sulla valutazione di appropriatezza in caso di una particolare categoria di clienti professionali, quali sono le controparti qualificate²¹⁷. La minore protezione accordata ai clienti professionali risponde, più che ad una negazione dell'esigenza di tutela dell'investitore, ad un criterio di efficienza e competitività dei mercati. Infatti, la scelta normativa lascerebbe intendere l'idea che l'investitore meno esperto e pertanto più bisognoso di tutela – quale è il cliente al dettaglio - si indirizzi verso i servizi di consulenza e di gestione di portafogli di investimento²¹⁸.

Quanto alle conseguenze della valutazione di appropriatezza, qualora la banca ritenga che l'operazione in contratti derivati non sia appropriata, deve avvertire il cliente o potenziale cliente²¹⁹. Con tale avvertimento cessano gli obblighi della banca. In mancanza di diverse istruzioni del cliente, la banca potrà dare corso all'operazione, a

214 : Art. 39, comma 2, Regolamento Intermediari.

215 : Art. 39, comma 5, Regolamento Intermediari.

216 : Art. 39, comma 7, Regolamento Intermediari.

217 : Ai sensi dell'art. 6, comma 2-quater, lett. d), nn. 1), 2), 3) e 5) TUF, sono operatori qualificati: le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli Oicr, le Sgr, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del testo unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del testo unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; le 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 all'organismo di compensazione di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati; le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea.

218 : Così P. FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, 2007, in *Il Caso.it*, II, 71/2007; F. GRECO, *L'informazione nella disciplina MiFID*, cit., 184.

219 : Art. 42, comma 3, Regolamento Intermediari.

prescindere dal fatto che il cliente abbia o meno reiterato o confermato la propria intenzione a procedere²²⁰. Allo stesso tempo, a differenza di quanto discende dalla disciplina sulla valutazione di adeguatezza, se il cliente o potenziale cliente sceglie di non fornire le richieste informazioni o fornisce informazioni insufficienti circa la sua conoscenza ed esperienza nelle operazioni in contratti derivati, la banca deve avvertirlo che la carenza di informazioni impedisce la valutazione di appropriatezza, senza che sia con ciò ostacolato lo svolgimento dell'operazione²²¹. L'avvertimento circa l'inappropriatezza dell'operazione e l'avviso per cui le informazioni fornite o l'assenza di informazioni impediscono il giudizio sull'appropriatezza possono essere comunicati utilizzando un formato standardizzato²²², nel quale, pertanto, mancano le indicazioni delle specifiche ragioni per cui la banca reputi non appropriata l'operazione o reputi di non poter effettuare la valutazione per omesse o insufficienti informazioni. Conseguentemente, la regola che consente di utilizzare moduli standard implica che il cliente o potenziale cliente non ha il diritto di conoscere le ragioni che stanno alla base della valutazione di appropriatezza operata dalle banche, e l'indicazione di tali ragioni non è necessaria nemmeno nel caso in cui il giudizio venga fornito dalla banca senza utilizzare formati standardizzati²²³.

La Comunicazione Consob n. 9019104/2009, nel fornire raccomandazioni e indicazioni di “livello 3” aventi ad oggetto presidi di correttezza in relazione alla verifica dell' adeguatezza e dell'appropriatezza degli investimenti, indica che, per i clienti con i quali, sulla base del contratto, l' intermediario è tenuto a valutare la sola appropriatezza, dovranno essere tenute in debito conto le peculiari caratteristiche dei prodotti illiquidi, specie se caratterizzati da profili di complessità, raffrontandole al grado di conoscenza finanziaria e di esperienza del cliente e verificando l' effettiva capacità di quest' ultimo di comprenderne gli specifici profili di rischio. Per i prodotti composti che inglobano una componente derivativa l' indagine

220 : F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 136.

221 : Art. 42, comma 4, Regolamento Intermediari.

222 : Art. 42, commi 3 e 4, Regolamento Intermediari.

223 : F. DURANTE, *Intermediari finanziari*, cit., 195.

sull' idoneità delle conoscenze e dell' esperienza di cui è dotato il cliente dovrà essere condotta dall' intermediario anche partitamente per ognuna delle sue componenti. Tale valutazione dovrà specificamente tenere conto della intelligibilità, per il cliente, della natura e degli effetti aleatori del derivato incorporato, affinché sia verificata la consapevolezza delle scelte effettuate.

4.4. I conflitti di interessi

La negoziazione di strumenti finanziari derivati fa assumere un rilevante interesse alla disciplina della prevenzione e della gestione dei conflitti di interesse²²⁴, poiché gli intermediari finanziari sono soggetti che svolgono molteplici attività nei confronti della clientela. Per tale ragione, gli intermediari possono trovarsi, con i loro clienti, in una situazione di potenziale conflitto nelle quali anziché servire al meglio l'interesse dei

224 : Cfr., *ex multis*, F. CAVAZZUTI, *Conflitti di interesse e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca, impr. soc.*, 1989, 357 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 287; B. INZITARI-V. PICCINNI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008, 135; F. CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID* cit., 32 s., *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il Caso.it*, II, 171/2009; R. RAZZANTE, *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, in *Riv. dir. Comm.*, 2004, 56 ss; A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza* a cura di C. Granelli-G. Stella, Milano, 2007, 44 ss.; A. TROISI, *Conflitto di interessi e servizio di consulenza finanziaria*, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 2010, 257 ss.; A. ROSA, *I "regolamenti attuativi" in materia di sim: pluralità di competenze e varietà di scopi*, in *La regolazione dei soggetti finanziari nell'attività normativa delle autorità* a cura di M. Cera, Milano, 2002, 167; F. BOCHICCHIO, *Conflitto di interessi nella prestazione dei servizi finanziari: contributo all'elaborazione del conflitto d'interesse dei rapporti contrattuali di impresa*, in *Dir. fall.*, 2003, I, 781; A. PINORI, *Il conflitto di interesse nell'intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Malsano* a cura di S. Mazzamuto-G.Terranova, Napoli, 1993, 150 ss.; D. MAFFEIS, *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II, 71 ss.; ID., *Forme organizzative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione di servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 585 ss.; ID., *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002; F. SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento di servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, 208 ss.; G. AFFERNI, *Rappresentanza e conflitto di interessi nell'ambito dell'impresa*, in *Rappresentanza e gestione* a cura di G. Visentini, Padova, 1992, 206 ss.; G. VISENTINI, *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, 456; R. LENER, *Il conflitto di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, 429 ss; S. SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, I, 1 ss; B. RUSSO, *La trasparenza delle condizioni contrattuali e la gestione dei conflitti d'interesse a tutela del consumatore*, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 2, 2010, 16 ss.

clienti, come si è detto²²⁵, finiscono per perseguire i propri²²⁶.

Il legislatore concepisce il conflitto di interessi come un qualcosa di ineliminabile nel rapporto²²⁷, e come tale da prevenire.

La banca, nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, assume precisi obblighi di comportamento al fine di assicurarne l'efficiente svolgimento²²⁸, e tra questi vi sono gli obblighi di comportamento ed informazione a favore del cliente per gestire i conflitti di interesse. A tal fine, le banche adottano ogni misura ragionevole per identificare e gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra i clienti, anche adottando idonee misure organizzative²²⁹; informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato²³⁰; svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati²³¹.

La gamma sempre più ampia di attività che molte imprese di investimento esercitano simultaneamente ha aumentato le possibilità che vi siano conflitti tra queste diverse attività e gli interessi dei clienti. Tale conflitto appare pertanto un elemento endemico al sistema, tanto da essere stato definito come conflitto di interessi autorizzato²³². Non può essere, quindi, vietato alla banca di operare in situazioni di conflitto di interesse, pena la paralisi dell'intero sistema finanziario²³³.

Allo stesso tempo non è ammissibile che il conflitto di interessi non sia regolamentato, in quanto un'assenza di disciplina e il rischio di abusi da parte degli intermediari indurrebbe i clienti a non investire, paralizzando, alla stessa maniera, il sistema finanziario.

Partendo dall'assunto dell'art. 1394 c.c., che determina l'annullabilità del contratto in caso di incompatibilità degli interessi del rappresentante e del rappresentato se il conflitto era conosciuto o conoscibile dal terzo, e raffrontandolo alle peculiari esigenze

225 : Cap. II.1.

226 : B. INZITARI, *Violazione del divieto di agire*, cit., in *Il Caso.it*, II, 171/2009, 2.

227 : R. RAZZANTE, *Servizi di investimento*, cit., in *Riv. dir. Comm.*, 2004, 56.

228 : Art. 21, comma 1, lett. d), TUF.

229 : Art. 21, comma 1-bis, lett. a), TUF.

230 : Art. 21, comma 1-bis, lett. b), TUF.

231 : Art. 21, comma 1-bis, lett. c), TUF.

232 : Cfr. G. GABRIELLI, *Il conflitto di interessi autorizzato*, in *Contratto e impresa*, 2007, 97 ss.

233 : D. MAGGIOLO *Servizi ed attività d'investimento*, cit., 417.

che il sistema finanziario esige, si evince che i confini del conflitto di interesse in materia sono ben più ampi, in quanto si estendono non solo alle situazioni di mera concorrenza di interessi, bensì anche a situazioni di conflitto anche solo potenziali²³⁴.

Nella normativa previgente alla direttiva MiFID, la banca aveva l'obbligo di organizzarsi in modo tale da minimizzare il rischio di conflitto di interessi e, in situazioni di conflitto, doveva agire in modo tale da assicurare la massima trasparenza ed un equo trattamento (c.d. *fair treatment*)²³⁵. La normativa regolamentare, invece, statuiva che gli intermediari autorizzati dovevano vigilare per l'individuazione dei conflitti di interessi, non potendo effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se avevano direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non avessero preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non avesse acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione. Ove l'operazione fosse conclusa telefonicamente, l'assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell'investitore dovevano risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente. Qualora, invece, fossero utilizzati moduli o formulari prestampati, questi dovevano recare l'indicazione, graficamente evidenziata, che l'operazione era in conflitto di interessi²³⁶.

Gli intermediari autorizzati, anche al fine di ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi, dovevano inoltre adottare procedure interne finalizzate ad assicurare che non si verificassero scambi di informazioni fra i settori dell'organizzazione aziendale che

234 : Cfr. L. ENRIQUES, *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, I, 635 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 277; A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., 44 ss.; M. NUZZO, *Il conflitto di interessi nei contratti di investimento e gestione patrimoniale*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza* cit., 83 ss.; B. INZITARI-V. PICCINNI, *La tutela del cliente*, cit., 130; A. DI AMATO, *I servizi di investimento*, cit., 110 s. In giurisprudenza, Trib. Roma, 29 luglio 2005, in *Dir. banca merc. fin.*, 2006, 465 ss. Per una diversa impostazione, G. STELLA, *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza. Principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza* cit., 4 ss.; in giurisprudenza, cfr. Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, II, 440 ss.

235 : Cfr. R. COSTI e L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare* cit., 346 s.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 292 ss.; M. DE MARI e L. SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, cit., 144 s.

236 : Art. 27, Regolamento 11522/1998 cit.

dovevano essere tenuti separati secondo quanto disposto dalla Banca d'Italia²³⁷.

La riforma intervenuta a seguito della direttiva MiFID ha spostato l'oggetto della disciplina, in chiave preventiva, su puntuali obblighi organizzativi imposti alla banca, al fine di evitare effetti negativi sui clienti derivanti da situazioni di conflitto di interesse²³⁸.

La disciplina oggi risiede negli artt. 23-28 del regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio²³⁹.

Gli intermediari devono adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o tra i clienti, al momento della prestazione di qualunque servizio e attività di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi, e gestiscono i conflitti di interesse anche adottando idonee misure organizzative e assicurando che l'affidamento di una pluralità di funzioni ai soggetti rilevanti impegnati in attività che implicano un conflitto di interesse non impedisca loro di agire in modo indipendente, così da evitare che tali conflitti incidano negativamente sugli interessi dei clienti.

Qualora tali misure non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari informano – su supporto duraturo - chiaramente e dettagliatamente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sui servizi prestati, tenuto conto del contesto in cui le situazioni di conflitto si manifestano.

237 : Art. 56, comma 3, Regolamento 11522/1998 cit.

238 : Secondo D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, in *Dir. banca merc. Fin.*, 2008, 596, il principio organizzativo di prevenzione del conflitto doveva ritenersi insito anche nella regolamentazione precedente, che peraltro, al pari della nuova, prevedeva comunque un obbligo organizzativo con finalità preventiva (art. 21, comma 1, lett. c) TUF nel testo previgente alla riforma). Per una rassegna delle diverse opinioni sul punto, cfr. M. RISPOLI FARINA, *Commento all'art. 11, comma 7*, in *L'attuazione della direttiva MiFID* a cura di A. Irace-M. Rispoli Farina, 2010, 145.

239 : Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (Adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con atti congiunti Banca d'Italia/Consob del 9 maggio 2012 e del 25 luglio 2012).

Emerge innanzitutto che la nuova disciplina si applica a qualsiasi categoria di cliente, a differenza della precedente, dove veniva disapplicata qualora la controparte fosse un operatore qualificato²⁴⁰.

Inoltre, si è notato che la chiara informazione ai clienti circa la natura o le fonti dei conflitti permette comunque alla banca di porre in essere l'operazione. Sorge, dunque, il dubbio se tale informazione liberi l'intermediario dalla responsabilità per la violazione degli obblighi generali di tutela dell'interesse del cliente, ovvero se una qualche responsabilità persista.

A tal fine è necessario parametrarsi alle disposizioni della direttiva MiFID, secondo cui «non è consentito un eccessivo affidamento sulla comunicazione senza un'adeguata considerazione di come tali conflitti possano essere adeguatamente gestiti»²⁴¹. Seppur non riprodotta nella normativa regolamentare, la mancata negazione della stessa consente di ritenerlo principio generale del sistema, al quale è necessario coordinarsi a fini interpretativi²⁴². La MiFID introduce un regime di responsabilità aggravato, quasi oggettivo²⁴³, che prescinde dalla sussistenza o meno di un effettivo comportamento di diligenza da parte dell'intermediario.

Nonostante la comunicazione, l'assenso da parte del cliente all'operazione non libera la banca da responsabilità, restando a suo carico il rischio che l'operatività in uno stato conflittuale, anche se comunicato al cliente, arrechi un danno al medesimo, anche se costui l'ha accettato.

L'art. 24 del Regolamento congiunto, tipizza anche alcune fattispecie di conflitto d'interesse. Ai fini dell'identificazione dei conflitti di interesse che possono insorgere nella prestazione dei servizi e che possono danneggiare il cliente, gli intermediari devono considerare, in primo luogo, se a seguito della prestazione di servizi, essi stessi, un soggetto rilevante o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria a danno del cliente; se siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo; se abbiano un incentivo a privilegiare

240 : D. MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID*, cit., 586.

241 : Considerando n. 27, Direttiva 2006/73/CE cit.

242 : A. LUMINOSO, *Fonti comunitarie, fonti internazionali, fonti nazionali e regole di interpretazione*, in *Contr. impr. Eur.*, 2009, 666.

243 : E. GIRINO, *I contratti derivati* cit., 361

gli interessi di clienti diversi da quello ai quali il servizio è prestato; se svolgano la medesima attività del cliente; se ricevano o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio.

Nel caso in cui la banca assuma su di sé anche il servizio di consulenza alla stipulazione di contratti derivati, è forte il rischio che possa realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria a danno del cliente o che sia portatore di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello di costui. In tal caso la banca deve adottare una politica di gestione dei conflitti d'interesse che deve consentire di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gravemente gli interessi di uno o più clienti e definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti.

4.5. La determinazione periodica degli addebiti e degli accrediti

La stipulazione di contratti derivati *over the counter*, specie se non occasionale e soprattutto quando è posta in essere da un cliente professionale, implica di regola una moltiplicazione delle attività dovute dall'intermediario. Con una stessa controparte vengono stipulate molteplici operazioni, regolate sulla base di un accordo quadro. Da tali operazioni nascono delle rispettive posizioni debitorie, anche di rilevante entità, che giustificano il ricorso all'istituto della compensazione.

La compensazione si plasma con assoluta spontaneità nello schema negoziale del contratto derivato, divenendone un elemento naturale dello stesso: semplifica il regolamento monetario delle operazioni riducendone i costi, contiene il rischio temporaneo di liquidità, annulla il rischio di mercato, previene o sopravanza l'eventuale rischio sovrano, attenuando, nell'insieme, il rischio sistemico ed il relativo effetto domino²⁴⁴.

Nella prassi negoziale internazionale sono utilizzati due tipologie di compensazione (c.d. *netting of payments*): il *netting by novation* ed il *close-out netting*. Il *netting by novation* consiste in una novazione del credito derivante dai contratti dai quali originano

244 : E. GIRINO, *I contratti derivati* cit., 465.

le singole poste. Le parti convengono che, qualora risultassero essere entrambe reciprocamente debtrici, alla stessa scadenza e nella stessa valuta, di determinati importi, le rispettive obbligazioni si intendono sostituite dall'obbligo, in capo alla parte a carico della quale permane la quantità di debito residua alla compensazione, di versare tale differenza all'altra.

Si nota la perfetta aderenza del *netting by novation* al modello della compensazione legale di cui all'art. 1243 c.c., comma 1, che si verifica tra due debiti che hanno per oggetto una somma di danaro egualmente liquidi ed esigibili e che, ai sensi dell'art. 1242 c.c., comma 1, «estingue i due debiti dal giorno della loro coesistenza. Il giudice non può rilevarla d'ufficio».

Questa tipologia di compensazione è però superflua e pericolosa rispetto all'operazione in derivati. Superflua, perchè la novazione dell'obbligazione non aggiunge alcunchè all'obbligazione originaria né è idonea a sanarne l'eventuale vizio di nullità (art. 1234, comma 1, c.c.); pericolosa, in quanto la novazione implica la sostituzione dell'obbligazione originaria, formando un nuovo negozio, con il rischio di un eventuale revocabilità in sede fallimentare. È noto che la compensazione gode di un particolare regime di favore nella normativa fallimentare: l'art. 56 della legge fallimentare²⁴⁵ consente al creditore di compensare i suoi crediti con debiti verso il fallito ancorchè non scaduti prima della dichiarazione di fallimento. La Suprema Corte ha rilevato che, in presenza di un credito del fallito divenuto esigibile prima del fallimento e di un controcredito divenuto liquido dopo il fallimento, può operare la compensazione giudiziale ancorchè l'effetto estintivo si verifichi dopo l'apertura della procedura concorsuale, non trovando applicazione nel fallimento la regola di cui all'art. 2917 c.c. stabilita per l'esecuzione individuale²⁴⁶. L'applicazione della regola compensativa esclude l'esperibilità del rimedio revocatorio: l'art. 1853 c.c. - applicazione del principio generale dell'operatività della compensazione sancito dall'art. 1241 c.c. - consente, salvo patto contrario, la compensazione dei saldi attivi e passivi di più conti correnti di corrispondenza intestati al correntista presso la medesima banca, anche quando i relativi rapporti siano ancora in corso; infatti, l'art. 1823 c.c., che considera i crediti inesigibili fino alla chiusura del conto, non si applica alle operazioni bancarie in conto corrente disciplinate dagli artt. 1852 e ss. c.c.; consegue che, in caso di fallimento del correntista,

245 : R.D. 16 marzo 1942, n. 267, c.d. "Legge fallimentare".

246 : Cass. 6 settembre 1996, n. 8132, in *Foro it.*, 1997, I, 165.

la compensazione si sottrae, a norma dell'art. 56 l. fall., alla revocatoria fallimentare²⁴⁷. Una consolidata giurisprudenza della Corte di Cassazione ha però rilevato come è necessario distinguere tra *pactum de compensando* e l'estinzione dell'obbligazione determinata dall'operatività della compensazione, cioè tra negozio giuridico ed effetto dello stesso negozio. Solo al primo viene riconosciuta natura solutoria, mentre l'effetto estintivo è l'effetto dell'accordo medesimo: il patto è revocabile, non lo è l'effetto estintivo²⁴⁸. Ciò che rileva, ai fini dell'esperibilità dell'azione revocatoria, è che sia intervenuto un *pactum de compensando*, e che detto accordo sia stato concluso nel periodo sospetto²⁴⁹. Ma se nel periodo sospetto ha luogo una compensazione derivante da un patto anteriore e preesistente, allora la revocatoria non può avere successo²⁵⁰.

La previsione della clausola di *netting by novation* comporta importanti e sfavorevoli conseguenze sul piano concorsuale. Configurandosi questa clausola come una novazione, se il pagamento del differenziale risultante dalla compensazione viene equiparato all'estinzione di un'obbligazione novata, anziché essere qualificato come effetto di una compensazione anteriormente pattuita, le parti hanno convenuto di stipulare un accordo compensativo²⁵¹. Ma tale accordo compensativo, seppure convenuto al momento della stipulazione del contratto derivato, si potrà ritenere perfezionato solo nel momento in cui matureranno i presupposti di certezza, liquidità ed esigibilità dei rispettivi debiti richiesti per la compensazione. Qualora la compensazione novativa operasse in un periodo sospetto, gli effetti sarebbero qualificati come conseguenze di un *pactum de compensando* concluso contestualmente alla novazione, risultando pertanto revocabili.

La seconda tipologia di compensazione è il *close-out netting*, che, invece, opera solo in presenza di determinati eventi, per lo più collegati a fenomeni di patologia negoziale ovvero ad accadimenti influenti sulla stabilità della relazione contrattuale²⁵², e con riferimento a qualsiasi debito, in qualsiasi valuta e scadente a qualsiasi data. La natura giuridica di questa clausola non è puramente e semplicemente quella di una

247 : Cass. 17 luglio 1997, n. 6558, in *Mass. Foro it.*, 1997

248 : Cfr. Cass. 16 settembre 1986, n. 5621, in *Giur. it.*, 1987, I, 1, 1226; Cass. 10 febbraio 2006, n. 2973, in *Mass. Foro it.*, 2006, 503; Cass. 13 aprile 2000, n. 4754, in *Fall.*, 2001, 306.

249 : Periodo sospetto che, ai sensi dell'art. 67, comma 2, l. fall., corrisponde all'anno anteriore alla dichiarazione di fallimento: cfr. Cass. 16 settembre 1986, cit.

250 : Trib. Catania, 7 gennaio 1995, in *Giur. mer.*, 1995, 701.

251 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 609

252 : Per una sintesi delle tipologie di eventi, cfr. A. PERRONE, *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1998, 51.

compensazione, bensì di una sintesi tra compensazione volontaria *ex art. 1252 c.c.*, - finalizzata a rendere liquidi ed esigibili crediti che normalmente tali non sarebbero - e una clausola risolutiva espressa, ovvero, un recesso, purchè il presupposto che ne consenta l'attivazione non sia qualificabile come inadempimento. Alla luce di tali presupposti, i due modelli di compensazione possono essere combinati e un *close-out netting* potrebbe, ad esempio, riguardare un pagamento derivante da un *netting by novation*.

La clausola di *close-out netting* ha ricevuto altresì un espresso riconoscimento da parte del legislatore italiano, nel decreto legislativo 21 maggio 2004, n. 170²⁵³: l'art. 1, comma 1, lett. f) lo definisce come clausola di un contratto in base alla quale, in caso di evento determinante l'escussione della garanzia finanziaria, le obbligazioni diventano immediatamente esigibili e vengono convertite nell'obbligazione di versare un importo pari al loro valore corrente stimato. Le obbligazioni possono anche essere estinte e sostituite dall'obbligazione di versare tale importo, ovvero □ può essere calcolato il debito di ciascuna parte nei confronti dell'altra con riguardo alle singole obbligazioni, determinando la somma netta globale risultante dal saldo e dovuta dalla parte il cui debito è più elevato, ad estinzione dei reciproci rapporti. L'art. 7, invece, enuncia che la clausola di *close-out netting* è valida e ha effetto anche in caso di apertura di una procedura di risanamento o di liquidazione nei confronti di una delle parti²⁵⁴. Qualora la clausola preveda l'effetto tipico di rendere le obbligazioni immediatamente esigibili, convertendole nell'obbligazione di versare tale importo, sorge legittimamente il dubbio se ci si trovi di fronte ad una clausola negoziale che si limita a menzionare l'automatismo compensativo ovvero includa una pattuizione di *netting by novation*, con le conseguenze esposte *supra* sul *pactum de compensando*. Al fine della soluzione dei dubbi interpretativi che la clausola solleva, rileva l'art. 1, comma 1, lett. f), secondo cui la validità dell'accordo è limitata ai casi di contratti di garanzia finanziaria o contratti che contengano a loro volta contratti di garanzia finanziaria, quali possono essere i contratti derivati²⁵⁵. La legittimità del patto viene dunque limitata ai contratti derivati

253 : Decreto legislativo 21 maggio 2004, n. 170, "Attuazione della direttiva 2002/47/CE, in materia di contratti di garanzia finanziaria", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 164 del 15 luglio 2004.

254 : Cfr. F. BRUNO – A. ROZZI, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari di derivati OTC ("over the counter") in Italia*, in *Soc.*, n.10, 2007, 1235 e ss.

255 : Cfr. F. BONFANTI, *Commento alla normativa sui contratti di garanzia finanziaria previsti dal d. legisl. n. 170 del 2004: spunti civilistici*, in *Stud. iur.*, 670.

assistiti da un collaterale stipulato nelle forme del contratto di garanzia finanziaria. L'esposizione all'azione revocatoria in presenza di una simile clausola si renderà possibile allorchè non sia stato stipulato un contratto di garanzia finanziaria ovvero non si sia in presenza di un'obbligazione finanziaria²⁵⁶.

L'effetto compensativo può, però, altresì ricorrere anche in assenza di una specifica pattuizione, ove ricorrano i presupposti di certezza, liquidità ed esigibilità imposti dall'art. 1243 c.c., ovvero ove le parti convengano un diritto compensativo anche in assenza di tali presupposti. Tale ultima forma di compensazione non è un contratto di compensazione, ma rientra tra i contratti regolamentari preventivi, e le future compensazioni che potranno derivarne avranno effetto *ex nunc*, ossia dal giorno in cui vengono a coesistere di fatto i due debiti, con le caratteristiche convenzionalmente determinate²⁵⁷.

256 : Ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. d), d. lgs. 170/2004, sono contratto di garanzia finanziaria: il contratto di pegno o il contratto di cessione del credito o di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine, e qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie e volto a garantire l'adempimento di obbligazioni finanziarie, allorchè' le parti contraenti rientrino in una delle seguenti categorie: □

1) autorità pubbliche, inclusi gli organismi del settore pubblico degli Stati membri incaricati della gestione del debito pubblico o che intervengano in tale gestione o che siano autorizzati a detenere conti dei clienti, con l'esclusione delle imprese assistite da garanzia pubblica;

2) banche centrali, la Banca centrale europea, la Banca dei regolamenti internazionali, le banche multilaterali di sviluppo, come definite all'articolo 1, punto 19, della direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 marzo 2000, il Fondo monetario internazionale e la Banca europea per gli investimenti; □

3) enti finanziari sottoposti a vigilanza prudenziale, inclusi: □

a) enti creditizi, come definiti dall'articolo 1, punto 1, della direttiva 2000/12/CE, inclusi gli enti elencati all'articolo 2, paragrafo 3, della medesima direttiva; □

b) imprese di investimento, come definite dall'articolo 1, punto 2, della direttiva 93/22/CE del Consiglio, del 10 maggio 1993; □

c) enti finanziari, come definiti dall'articolo 1, punto 5, della direttiva 2000/12/CE; □

d) imprese di assicurazione, come definite dall'articolo 1, lettera a), della direttiva 92/49/CEE del Consiglio, del 18 giugno 1992, e dall'articolo 1, lettera a), della direttiva 92/96/CEE del Consiglio, del 10 novembre 1992; □

e) organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, quali definiti dall'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 85/611/CEE del Consiglio, del 20 dicembre 1985; □

f) società di gestione, quali definite dall'articolo 1-bis, paragrafo 2, della direttiva 85/611/CEE del Consiglio, del 20 dicembre 1985; □

4) controparti centrali, agenti di regolamento o stanze di compensazione, quali definiti dalla direttiva 98/26/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 maggio 1998, articolo 2, rispettivamente alle lettere c), d) ed e), inclusi enti analoghi che operano sui mercati dei contratti *futures*, come definiti dall'articolo 1, comma 2, lettera f), del testo unico della finanza, delle opzioni e dei prodotti finanziari derivati non sottoposti a tale direttiva; □

5) persone diverse dalle persone fisiche, incluse imprese e associazioni prive di personalità giuridica, purchè' la controparte sia un ente definito ai numeri da 1) a 4);

257 : C. NOBILI, *Le obbligazioni*, cit., 190; N. DI PRISCO, *I modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, IX, Torino, 1999, 419, n. 74; E. REDENTI, *La compensazione dei debiti nei nuovi codici*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1947, 49;

4.6. La determinazione periodica del mark to market

Il *mark to market* consiste in un metodo valutativo del valore corrente di un contratto derivato. Per il suo vasto utilizzo nella prassi è tema di estrema attualità e recentemente è stato anche oggetto di contrasti giurisdizionali. Tale metodo risulta essere una simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima del rapporto di debito/credito delle parti. L'utilizzo di detto strumento è da tempo pacifico, anche per la sua funzione di controllo dell'andamento giornaliero del rapporto tra due controparti, che rispondeva a quelle esigenze enunciate dall'art. 28, comma 3, Regolamento Intermediari 11522/1998, secondo cui la banca aveva l'obbligo di informare prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati da lui disposte per finalità speculative abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si rideterminava in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento era prontamente comunicato all'investitore e, in caso di versamenti o prelievi, era comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito. Quest'obbligo di segnalazione, dunque, veniva soddisfatto efficacemente con l'utilizzo del *mark to market*, fino ad ottenere un espresso riconoscimento anche da parte della Consob, dapprima scettica sull'utilizzo di tale metodo valutativo²⁵⁸. In una nota tecnica²⁵⁹, infatti, la Consob ha osservato che l'utilizzo di un sistema di margini *mark to market* esclude la possibilità di calcolare le perdite secondo la normativa di cui all'art. 28, comma 3, cit.

La suddetta modalità di calcolo, che si basa sul capitale effettivamente investito, comporterebbe, infatti, considerata la particolarità dello strumento che prevede l'accredito o l'addebito di margini di variazione giornalieri, un numero eccessivo di comunicazioni e, quindi, una ridondanza di informazioni che non sarebbero di nessuna

P. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento (artt. 1230-1259)*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1975, 390 e ss.; in giurisprudenza cfr. Cass. 26 ottobre 1988, n. 5809, in *Mass. Foro it.*, 1988. La compensazione opera unicamente con riferimento a rapporti tra loro autonomi. Al contrario, nell'ambito di un medesimo rapporto, la compensazione non è evocabile: in questi accordi si adopera un accertamento contabile del dare e avere. Cfr. sul punto Cass. 11 aprile 1990, n. 3067, in *Mass. Foro it.*, 1990.

258 : Comunicazione Consob n. DI/9808829 dell'11 novembre 1998.

259 : Consob, Nota Tecnica allegata a comunicazione n. DEM/63397 del 19 settembre 2000.

utilità per l'investitore, generando in lui confusione e vanificando lo spirito della norma. In questo caso, pertanto, il contratto deve indicare il “capitale di riferimento”, specificando l'ammontare dei fondi dedicati all'operatività in strumenti finanziari derivati e, per tale tipologia di contratti, la comunicazione è dovuta una volta che la somma algebrica dei margini accreditati ed addebitati, che riflette l'adempimento delle posizioni aperte, ha determinato una riduzione del 50% del valore del capitale di riferimento.

Col tempo, tale strumento si è evoluto, trasformandosi da strumento di monitoraggio della posizione in una soluzione contrattuale accessoria, produttiva di specifiche obbligazioni. All'atto dell'acquisto o della vendita di un contratto derivato, il cliente è obbligato a versare un margine iniziale (c.d. deposito di garanzia), prestabilito nell'ammontare. Al termine di ogni giornata di contrattazioni vengono richieste al cliente o addebitate sul suo conto delle somme commisurate alla variazione dei prezzi, come risultante dalla quotazione di chiusura giornaliera del contratto considerato. Il cliente che ha subito una variazione sfavorevole dei prezzi è, quindi, tenuto a versare una somma ulteriore a titolo di margine, mentre il cliente che ha goduto di una favorevole variazione dei prezzi vede il proprio margine accresciuto di un ammontare corrispondente alla detta variazione dei prezzi. Tali somme costituiscono i margini di variazione e il meccanismo di adeguamento giornaliero dei margini viene denominato *marking to market*²⁶⁰. I contraenti convengono, dunque, espressamente di operare la suddetta finzione di scadenza anticipata con frequenza giornaliera e quindi di accantonare i relativi margini a reciproca garanzia, come se realmente il contratto dovesse essere quotidianamente eseguito²⁶¹. Il *mark to market* ha così natura giuridica di un deposito cauzionale ovvero di un mandato incrociato con il quale le parti si conferiscono vicendevolmente il potere di prelevare direttamente dai rispettivi depositi i quantitativi di titoli o denaro necessari ad operare l'integrazione. Spesso, tale possibilità viene conferita ad una sola delle parti, solitamente la banca, dando vita al c.d. *mark to market* unilaterale. La banca si riserva, infatti, il potere di determinare unilateralmente le singole prestazioni esecutive dei derivati e, di conseguenza, l'oggetto del contratto, in

260 : L. VALLE, *Contratti future*, in *Contr. impr.*, 1996, 310; cfr., per gli aspetti tecnici, R. D'ECCELESIA, *Gli istituti di compensazione*, in *Riv. stud. fin.*, 4/91-1-/92, 1992, 61.

261 : E. GIRINO, *I contratti derivati* cit., 456 s.

maniera non trasparente²⁶². L'indeterminabilità dell'oggetto del contratto comporta una serie di conseguenze, sia in materia di responsabilità della banca, che della validità del contratto. Innanzitutto, si ripercuote sulla determinazione periodica degli accrediti e degli addebiti, in quanto la compensazione si fonda su formule matematiche che richiedono un'elevata competenza tecnica e che pertanto sono difficilmente comprensibili dal cliente medio, di norma privo di specifiche competenze finanziarie, pertanto il cliente ha serie difficoltà a verificare la correttezza dei calcoli operati dalla banca²⁶³, che potrebbero essere errati anche in virtù di gravi abusi determinati da dolo o colpa dell'intermediario²⁶⁴. Le tipiche clausole presenti nei contratti derivati recitano che «le rilevazioni ed i conteggi del *calculation agent* fanno fede salvo errore» ovvero «fanno fede salvo errore manifesto». Se la prima clausola evoca l'idea della perizia contrattuale di parte, ove la banca si attiene a norme tecniche ed a criteri tecnico-scientifici propri della scienza, arte, tecnica o disciplina nel cui ambito si iscrive la valutazione che è stata incaricata di compiere, la seconda sembrerebbe evocare l'istituto dell'arbitraggio di parte, caratterizzato da un certo margine di soggettività e da criteri obiettivi, desumibili dal settore economico nel quale il contratto si iscrive, in quanto tali suscettibili di dare luogo ad un controllo in sede giudiziale circa la loro applicazione nel caso in cui la determinazione dell'arbitro sia viziata da iniquità od erroneità manifesta²⁶⁵.

Tale distinzione sarebbe, però, rilevante se si trattasse di una parte terza rispetto al contratto, non di un contraente, e come tale deve rispettare i principi di trasparenza e di determinabilità dell'oggetto del contratto, occorrendo che i criteri siano esatti. Non è condivisibile quanto affermato dalla giurisprudenza di merito²⁶⁶, secondo cui simili clausole sarebbero valide perchè sussistono parametri ben precisi, prefissati nei contratti: non è questo l'oggetto del contendere, bensì se essi siano chiari e trasparenti, vista l'unilateralità della rilevazione effettuata da una delle parti, la banca. Addirittura, la banca potrebbe anche non effettuare i conteggi così come determinati dalla clausola del contratto derivato, bensì potrebbe disapplicare i termini del contratto ed applicare quelli

262 : D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, f. 5, 623.

263 : G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 18.

264 : U. MINNECI, *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, in *Hominum causa constitutum. Scritti degli allievi in ricordo di Francesco Realmeonte*, Milano, 2009, 96.

265 : Cass. 30 giugno 2005, n. 13954, in *Foro it.*, 2006, I, 482.

266 : Trib. Milano, 19 aprile 2011, cit.

corrispondenti alla prassi di mercato ovvero abitualmente utilizzati dall'intermediario.

Pertanto, la clausola di *mark to market* unilaterale andrebbe considerata nulla, in quanto viola il principio dell'inammissibilità dell'arbitraggio della parte nella determinazione di un elemento oggettivo avvalendosi di un criterio individuale e non oggettivamente riscontrabile²⁶⁷.

La seconda e più grave patologia è stata oggetto di cronaca giudiziaria degli ultimi anni, allorchè molti contratti, soprattutto quelli stipulati da enti locali, hanno registrato ingenti perdite potenziali, tanto da dividere nettamente la dottrina tra chi sostiene che il *mark to market* è valido ed idoneo a rappresentare correttamente il valore del contratto (a prescindere dai disastrosi effetti finanziari che possa produrre nei bilanci delle banche e delle imprese) e chi la identifica tra le cause della crisi finanziaria in atto, in quanto ritiene che l'ossessiva ricerca al *fair value* conduca ad un'irrealistica rappresentazione della realtà, capace di suscitare stati di allarme e di panico che portano, a loro volta, a comportamenti avventati e dannosi per la stabilità del mercato²⁶⁸.

Tale patologia concerne la determinazione periodica del *mark to market* e la determinazione delle somme addebitate in occasione della chiusura anticipata dei contratti derivati. La chiusura anticipata rappresenta una previsione molto diffusa nella prassi finanziaria, sia perchè il cliente ha interesse a rinviare nel tempo la previsione della perdita e la banca a spuntare le condizioni migliori che la debolezza del cliente gli consente, sia perchè spesso i derivati presentano caratteristiche estremamente complesse, tanto da richiedere un monitoraggio continuo e interventi modificativi anche infragiornalieri. La determinazione di tale somma di chiusura anticipata assume così il ruolo della vera e propria prestazione oggetto del contratto²⁶⁹. E' il corrispettivo che una parte sarebbe tenuta a corrispondere all'altra qualora intendesse porre termine al contratto in via anticipata rispetto alla scadenza naturale.

Quindi, sotto questo aspetto, il *mark to market* altro non è se non la stima effettiva del contratto ad una certa data, rappresentando il metodo di stima del c.d. "costo di sostituzione", rilevante ai fini della disciplina fallimentare dei contratti derivati²⁷⁰ ai

267 : A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005, 153.

268 : Per una rassegna delle posizioni cfr. E. CALANDRO, *Quando i principi contabili modificano le strategie aziendali: i benefici generati dallo IAS 39 sulle operazioni in strumenti derivati*, in Rdc, 2009, 195.

269 : Trib. Milano, 19 aprile 2011 cit.

270 : Cfr. sull'argomento E. GIRINO, *I contratti derivati* cit., 617 e ss.

sensi dell'art. 203 TUF, definibile come «il valore al quale un soggetto, terzo rispetto all'accordo e del tutto indipendente dalle parti coinvolte, sarebbe disponibile, alla data della valutazione, a subentrare nel contratto»²⁷¹.

Il *mark to market* si trasforma in un obbligo di pagamento solo nel momento in cui le parti decidano di porre termine al contratto oppure di rinegoziarlo. Il conflitto di interessi, in relazione alla fattispecie, è massimo, in quanto è la banca a determinare unilateralmente al cliente la misura del *mark to market*, inserendolo nella proposta dell'investitore di sciogliere consensualmente ed anticipatamente il contratto, che la banca accetta finanziando la perdita e negoziando un contratto derivato che gli assicura il recupero del finanziamento ed il conseguimento di ulteriori utili occulti. Bisogna pertanto valutare se una simile previsione contrattuale possa ritenersi o meno coerente ai principi di determinazione dell'oggetto ex art. 1346 c.c.

Il giudice di legittimità ha assunto ormai un consolidato orientamento che esclude che la determinabilità dell'oggetto, sufficiente a prevenire l'invalidazione del contratto, possa essere conferita unicamente ad una parte, senza prevedere alcun parametro al quale deve attenersi per la determinazione. Il requisito di determinatezza o determinabilità dell'operazione esige la concretezza dell'atto contrattuale, avendo le parti la necessità di conoscere l'impegno assunto ovvero i criteri per la sua concreta determinazione. Ciò può essere pregiudicato dalla possibilità che la misura della prestazione - sia discrezionalmente determinata, sia pure in presenza di precise condizioni legittimanti - da una soltanto delle parti²⁷². In tema di derivati, se da un lato la giurisprudenza di merito si è espressa in maniera adesiva all'orientamento della Suprema Corte solo in relazione a tematiche estranee al *mark to market*, dall'altro la dottrina è orientata a

271 : Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati* cit., 458; C. COSSIGA, *Le operazioni in derivati*, cit., 2008, 132.

272 : Cass. 29 febbraio 2008, n. 5513, in *Obbl. contr.*, 2009, 123. Esprimono lo stesso principio, sia pur in ambiti diversi, Cass. 12 aprile 2002, n. 5281, in *Rep. Foro it.*, 2002, 2090 e Cass. 8 novembre 1997, n. 11003, in *Rep. Foro it.*, 1997, 240. In dottrina, cfr. R. SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1979, 362; «La determinazione successiva del contratto può essere rimessa ad uno dei contraenti nei limiti in cui si non si presti ad alterare la posizione dell'altro contraente» (così C.M. BIANCA, *Il contratto*, Milano, 2000, 338); «Se il contratto potesse rimanere in balia del capriccio insindacabile del debitore mancherebbe il minimo di volontà sicura e necessaria a formare la piattaforma contrattuale» (così L. BARASSI, *La teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1963, 173); «Certamente la determinazione dell'oggetto non può essere validamente deferita al mero arbitrio di una delle parti, con clausole del tipo "mi pagherai il prezzo che vorrai"» (così F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, I, Padova, 2004, 261).

ritenere inammissibile la validità di una determinazione arbitraria, discrezionale e, soprattutto, non controllabile dall'altro contraente.²⁷³

Nemmeno il riferimento al valore di mercato espresso dall'art. 203 TUF permetterebbe di considerare lecita tale clausola: essendo una tecnica negoziale tipica dei derivati *over the counter* e non esistendo un mercato al quale fare un oggettivo riferimento, tale clausola si configurerebbe più come un *mark to model*, dipendendo la sua determinazione totalmente ed esclusivamente dal particolare modello adottato che, però, non è esplicitato in contratto e che resta scrupolosamente segreto anche nella successiva fase contenziosa²⁷⁴.

Di diverso avviso è una recente giurisprudenza di merito²⁷⁵, secondo cui il *mark to market* potrebbe essere ritenuto l'oggetto accessorio di un contratto derivato, con cui le parti espressamente convengono di determinare la stima. Per la necessità di tutelare l'economicità, la rapidità e la flessibilità delle contrattazioni, non pare debba ritenersi a priori escluso il riconoscimento ai privati della facoltà di vincolarsi ad un accordo il cui contenuto sia in parte rimesso alla futura determinazione di uno dei contraenti sulla base di parametri che sono in qualche misura controllabili e, quindi, contestabili, e non demandati al mero arbitrio. Il carattere unilaterale del metodo di calcolo non toglie che la prezzazione e valutazione comunque dipenda dal movimento del sottostante.

La banca può, oltretutto, proporre al cliente di chiudere il contratto derivato sulla base di un importo diverso, più vantaggioso all'intermediario.

In dottrina sono sorti due orientamenti: il primo²⁷⁶, secondo cui la clausola è valida e integra una multa pentitenziale, con la conseguenza che l'importo del *mark to market* può essere ridotto d'ufficio dal giudice ai sensi dell'art.1384 c.c.

Per il secondo, invece, la clausola sarebbe nulla e la nullità si estenderebbe all'intero contratto, per il richiamo della clausola agli usi²⁷⁷, essendo espressamente vietate dall'art. 23, comma 2, TUF le clausole che agli usi facciano rinvio. La stessa Corte Costituzionale, nella sent. n. 52/2010, ha precisato che la disciplina degli strumenti finanziari derivati tutela il mercato, la sua stabilità, nonché i risparmiatori che vi

273 : G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, cit., 19.

274 : D. MAFFEIS, *Contratti derivati* cit., 628

275 : Trib. Milano 19 Aprile 2011 cit.

276 : G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, cit., 20

277 : *Contra* Trib. Bologna, 14 dicembre 2009, ne *La responsabilità civile*, 2010, 821, che si limita a motivare che la nullità avrebbe quale effetto non la nullità dell'intero contratto, bensì la sostituzione con la clausola di non debenza di alcuna somma.

operano, e il divieto di applicazione di usi nei contratti derivati si giustifica in virtù dell'assimetria informativa che comporta a favore della banca²⁷⁸.

5. La violazione degli obblighi di informazione

Svariati sono gli orientamenti in dottrina e in giurisprudenza circa la responsabilità dell'intermediario finanziario e la sorte del contratto di intermediazione finanziario caratterizzato da un comportamento scorretto della banca nel soddisfare i suoi obblighi di informazione. Nel caso di violazione di detti obblighi, il legislatore finora non ha previsto alcuna sanzione. Pertanto, si è reso necessario ricercare all'interno del *corpus* civilistico una soluzione che ha portato a risultati non omogenei. Ha inizialmente prevalso la tesi della declaratoria di nullità dei contratti, con il dissenso di alcune voci che sostenevano la responsabilità della banca per inadempimento ovvero, in caso di violazione meno grave degli obblighi di informazione, propendevano per la responsabilità precontrattuale. Recentemente, la Corte di Cassazione ha finalmente eliminato i contrasti esistenti.

5.1. La tesi della nullità del contratto

Come anche rilevato dalla stessa Corte Costituzionale, nella sent. 52/2010 cit., che la disciplina degli strumenti finanziari derivati tutela il mercato, la sua stabilità, nonché i risparmiatori che vi operano. La stessa può ritenersi avere, dunque e in una qualche misura, una finalità pubblicista, che imprime una natura imperativa alle norme contenute nel TUF e nel Regolamento Intermediari.

Se, da un lato, l'art. 1418 c.c. sanziona con la nullità la contrarietà del contratto alle norme imperative (e la giurisprudenza si è sempre attenuata a detto principio in materia di forma del contratto²⁷⁹ o di divieto di determinati assetti di interessi²⁸⁰), in dottrina e

²⁷⁸ : Ma Trib. Milano 19 Aprile 2011 cit. esclude la ricorrenza della nullità proprio richiamando la fondamentale necessità di tutelare l'economicità, la rapidità e la flessibilità nelle operazioni.

²⁷⁹ : Cfr., per l'onere di forma scritta riguardante unicamente il contratto-quadro, Trib. Bologna, 27 marzo 2012, in *Il Caso.it*; App. Torino, 20 gennaio 2012, in *Il Caso.it*; Trib. Parma, 27 dicembre 2011; Trib. Napoli, 14 novembre 2011; Trib. Bari (ord.), 16 settembre 2011; Trib. Ravenna, 2 settembre 2011, in *Il Caso.it*; Trib. Torino, 24 luglio 2008, in *Il Caso.it*; Trib. Santa Maria Capua Vetere, 4 ottobre 2007, in *Il Caso.it*; Trib. Milano, 26 aprile 2007, in *Il Caso.it*; Trib. Biella, 26 gennaio 2007, in *Il Caso.it*; Trib. Milano, 15 marzo 2006, in *Il Caso.it*; Trib. Genova, 2 agosto 2005, in *Il Caso.it*; Trib. Milano, 25 luglio

giurisprudenza sussiste un annoso dibattito circa la possibilità che la violazione delle regole di comportamento che fondano gli obblighi contrattuali e precontrattuali della banca, venga sanzionata con nullità virtuale, data l'assenza di una specifica previsione in oggetto.

La tesi della nullità è stata per lungo tempo maggioritaria²⁸¹, fondandosi proprio sull'assunto dell'imperatività delle norme che regolano il sistema finanziario²⁸². Essa si fonda su una pronuncia della Suprema Corte²⁸³, ove si afferma che «ove le norme imperative siano in linea generale inderogabili dalla volontà dei privati, in relazione a tali valori, tutto ciò che sia programmato o compiuto in contrasto con essi è interamente nullo, necessariamente estendendosi la illiceità della condotta all'atto compiuto, per il rilievo che la sanzione di invalidità ha in relazione all'interesse perseguito dalla norma che risulterebbe frustrato». Non è necessario, per determinare la nullità, che sia violata una regola di validità, ma è sufficiente la violazione di un obbligo di comportamento che si rifletta sull'atto compiuto.

Viene scissa la prestazione professionale della banca in due parti: un'obbligazione di prestazione di servizi finanziari e un'obbligazione di protezione del patrimonio del cliente. Anche la sola violazione di quest'ultima prestazione è causa di nullità dell'intera operazione in contratti derivati, proprio in ragione dei primari interessi dell'ordinamento alla tutela del mercato finanziario e degli investitori²⁸⁴.

2005, in *Giur. comm.*, 2006, II, 1104; Trib. Venezia, 22 novembre 2004, in *Danno resp.*, 2005, 618. Per l'onere di forma scritta anche per i singoli contratti conclusi in esecuzione del contratto-quadro, cfr., ad es., Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *Il Caso.it* (che sanerebbero anche il contratto-quadro privo di forma scritta); Trib. Genova, 26 giugno 2006, in *Il Caso.it*; Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giur. comm.*, 2006, II, 626 ss.; Trib. Roma, 13 giugno 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 3046.

280 : Cfr. Trib. Firenze, 4 dicembre 2006, in *Il Caso.it*; Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, cit; Trib. Venezia, 29 settembre 2005, in *Il Caso.it*; Trib. Milano, 25 luglio 2005, cit.

281 : Cfr., tra le moltissime sentenze, Trib. Ferrara, 28 gennaio 2010, in *Il Caso.it*; Trib. Ravenna, 12 ottobre 2009, in *Il Caso.it*; Trib. Bologna, 2 marzo 2009, in *Il Caso.it*; Trib. Brindisi, 4 ottobre 2005, in *Il Caso.it*; Trib. Venezia, 29 settembre 2005 cit.; Trib. Parma, 6 luglio 2005, in *Il Caso.it*; Trib. Avezzano, 23 giugno 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2536; Trib. Brindisi, 21 giugno 2005; Trib. Firenze, 19 aprile 2005; Trib. Genova, 18 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 604; Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005, in *Il Caso.it*; Trib. Mantova, 1 dicembre 2004; Trib. Venezia, 22 novembre 2004; Trib. Mantova, 12 novembre 2004; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, II, 440.

282 : Cfr. C. MIRIELLO, *La strenua difesa dell'investitore: scandali finanziari e pretese nullità virtuali dei contratti di vendita dei titoli obbligazionari*, in *Contr. e impr.*, 2005, 497; F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, I, 1, Padova, 2004, 345 ss.; A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli. 2003.

283 : Cass. 7 marzo 2001, n. 3272, in *Giust. civ.*, 2001, I, 2109.

284 : Così L. D'APOLLO, *Tutela sostanziale e processuale dell'investitore finanziario a fronte del comportamento scorretto dell'intermediario*, in *Il civilista*, 2, 2012, 65.

La critica a tale tesi²⁸⁵, si fonda sul fatto che la contrarietà del contratto affermata dall'art. 1418 c.c. attiene ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, riguardanti cioè la struttura o il contenuto del contratto. I comportamenti dovuti dalle parti nel corso delle trattative o durante l'esecuzione del contratto rimangono estranei, in via di principio, alla fattispecie negoziale, di guisa che la loro eventuale illegittimità può dare luogo alla nullità solo se tale incidenza sia espressamente prevista dalla legge²⁸⁶.

5.2. La tesi dell'inadempimento

Alla tesi esaminata, che individua nella violazione degli obblighi di comportamento da parte della banca una causa di nullità del contratto derivato, se ne è presto contrapposta un'altra che afferma quale unica conseguenza dei doveri di informazione da parte dell'intermediario la responsabilità per inadempimento del contratto, poiché le regole violate attengono al momento funzionale e non a quello genetico del contratto²⁸⁷.

Tale orientamento equipara la posizione della banca a quella di qualsiasi altro professionista che, ricevuto l'incarico affinché compia una prestazione affine alla sua arte, non fornisca al cliente le informazioni necessarie a fargli operare una scelta consapevole, impedendogli di porre in essere scelte oculate rispetto all'iniziale attività di mera consulenza²⁸⁸.

A chi segue tale orientamento non appare lecito il ricorso all'estrema sanzione civilistica della nullità in caso di violazione di norme comportamentali. Si tratta di una sanzione che il legislatore riserva espressamente a comportamenti che ritiene essenziali. Contraria alla teoria della nullità si rivela anche la lettera dell'art. 23, comma 6, TUF,

285 : Cfr. App. Torino, 3 maggio 2006, in *Foro it.*, 2006, I, 2924; Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, cit.; Trib. Milano, 25 luglio 2005, cit.; Trib. Roma, 13 giugno 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 3046; Trib. Roma, 31 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2538; Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 609; Trib. Taranto, 27 ottobre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, 113 ss.; Trib. Monza, 14 ottobre 2004, in *Contratti*, 2006, 453; in dottrina, cfr. A. LUMINOSO, *Contratti di investimento finanziario, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1422 ss.; F. STOCCO, *Nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, II, 452; C.E. SALODINI, *Obblighi informativi degli intermediari finanziari*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 632 ss.; V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 627 ss.; F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note criuche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2008, I, 2^a parte, 1 ss.

286 : Così C. CASTRONOVO, *Trust e diritto civile italiano*, in *Vita not.*, 1998, 1329.

287 : Cfr. Trib. Roma, 31 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2538; Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *Foro it.*, 2005, I, 2540; Trib. Taranto, 28 ottobre 2004, in *Foro it.*, 2005, I, 896.

288 : Trib. Taranto, 27 ottobre 2004, in *Giur. it.*, 2005, I, 755.

secondo cui «nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta». Secondo questa posizione²⁸⁹, oggetto della sanzione non dovrebbe essere il contratto in sé, bensì la condotta tenuta dalla banca, risultata inadempiente rispetto alle prestazioni che avrebbe dovuto tenere nei confronti del cliente sulla base del rapporto contrattuale²⁹⁰.

Alla luce di tali argomentazioni, appare, dunque, opportuno applicare le regole relative alla risoluzione del contratto per inadempimento. Contro l'inadempimento il cliente ha a disposizione il rimedio risarcitorio per equivalente, quale mezzo di tutela generale del proprio credito: rimedio finalizzato a compensare il danno effettivamente subito, rimuovendo gli effetti economici negativi connessi all'agire deviato della banca. A questo rimedio si aggiunge, qualora sia in tutto o in parte possibile, il risarcimento in forma specifica *ex art. 2058, comma 1, c.c.*, finalizzato non già a compensare il danno, l'effetto economico negativo, bensì a rimuoverlo direttamente²⁹¹.

Il cliente può esercitare l'azione di risoluzione di cui all'art. 1453, comma 1, c.c., quando ritenga che l'inadempimento della banca sia tale da pregiudicare la stabilità del rapporto contrattuale, impedendone la prosecuzione. L'inadempimento deve essere grave e di non scarsa importanza: solo così il cliente potrà chiedere la risoluzione del rapporto contrattuale inadempito.

Sarà onere del cliente dimostrare la non scarsità dell'inadempimento. Pertanto l'azione di risoluzione si rivela difficilmente esperibile di fronte ad un inadempimento parziale o residuale²⁹². La dimostrazione dell'importanza dell'inadempimento, in tal caso, è strettamente collegata alla valutazione di adeguatezza, rapportata anche alle operazioni già poste precedentemente in essere, che possono determinare una variazione del profilo di rischio del cliente nel corso del rapporto di investimento²⁹³.

L'art. 23, comma 6, TUF permette di sviluppare la tesi della responsabilità per inadempimento verso una variante che accompagna alla risoluzione del contratto il

289 : Conformi a questo orientamento: Trib. Roma, 25 maggio 2005, in *Corr. giur.*, 2005, 1275; Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 609; Trib. Taranto, 27 ottobre 2004, in *Giur. it.*, 2005, I, 755; Trib. Monza, 27 luglio 2004, in *Giur. merito*, 2004, 2189.

290 : Cfr. B. GRASSO, *Eccezione di inadempimento e risoluzione del contratto*, Napoli, 1973, 25 ss.

291 : F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori*, cit., 3.

292 : Trib. Torre Annunziata, 27 giugno 2007.

293 : Trib. Venezia, 28 febbraio 2008.

risarcimento del danno²⁹⁴. L'espressa previsione di un rimedio risarcitorio, combinato con un'inversione dell'onere della prova, è sintomatico anche della volontà del legislatore di configurare la negoziazione dell'intermediario in nome proprio e per conto del cliente non come atto di autonomia dotato di una propria causa, bensì come negozio di esecuzione di un mandato²⁹⁵.

E' infatti previsto, dall'art. 21, comma 2, TUF, che le banche possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente: l'operazione dunque si realizza mediante un mandato senza rappresentanza ad acquistare, conferito dal cliente alla banca²⁹⁶. In tal caso, qualora la banca abbia agito negligenemente, dolosamente o in conflitto di interessi, dando luogo ad un inadempimento di non scarsa importanza, il cliente potrà domandare la risoluzione del mandato, ottenendo la restituzione delle somme versate per l'investimento, oltre al risarcimento dei danni, e fermo comunque l'obbligo di restituzione all'intermediario degli strumenti finanziari eventualmente acquistati in base all'art. 1706, comma 1, c.c.²⁹⁷.

Più dibattuta è l'ipotesi in cui la banca, consapevole della rischiosità dell'investimento, ometta negligenemente o dolosamente di darne comunicazione al cliente. Una prima posizione dottrinale²⁹⁸, ritiene che da comportamenti negligenenti o dolosi della banca attinenti all'attuazione delle singole operazioni di investimento, possa discendere la risoluzione per inadempimento dei singoli negozi di esecuzione e non del contratto-quadro. La risoluzione di quest'ultimo parrebbe ammissibile solo in caso di inadempimenti di importanza tale da menomare la fiducia del cliente nell'esattezza dei successivi adempimenti *ex art. 1564 c.c.*; ugualmente, parrebbe che la risoluzione del contratto-quadro non determinerebbe la risoluzione automatica del singolo contratto esecutivo.

Viceversa, un'altra opinione²⁹⁹ e la giurisprudenza³⁰⁰ affermano che la banca violando

294 : Trib. Foggia, 21 aprile 2006, in *Il Caso.it*.

295 : Cfr. A. LUMINOSO, *Contratti di investimento finanziario*, cit., 1428; In giurisprudenza, cfr. Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006, in *Il Caso.it*.

296 : Cfr. R. COSTI, *I servizi e le imprese di investimento*, in AA.VV., *Manuale di diritto commerciale*¹⁰ a cura di V. Buonocore, Torino, 2011; R. COSTI e L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare* cit., 241 s.; A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, cit., 15 ss.

297 : A. LUMINOSO, *Mandato commissione spedizione*, nel *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni, Milano, 1984, 529 ss.; ID., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, 740 ss.

298 : A. LUMINOSO, *Contratti di investimento finanziario*, cit., 1430

299 : V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore*, cit., 628 s; L. D'APOLLO, *Tutela sostanziale e processuale dell'investitore finanziario a fronte del comportamento scorretto dell'intermediario* cit., 67.

gli obblighi informativi, viola il contratto-quadro, ed è a questo - e non al contratto con il quale l'investimento è stato eseguito - che va riferita l'azione di inadempimento esercitata dal risparmiatore.

Il giudice dovrà valutare l'illegittimità del comportamento tenuto dalla banca e la sua efficienza casuale nella produzione del danno lamentato dal cliente, il quale dovrà allegare gli elementi determinanti il pregiudizio subito e, pertanto, dovrà accertarsi in giudizio se il cliente, ove la banca avesse prontamente ed adeguatamente informato il cliente circa la natura e i rischi dell'operazione finanziaria, non avrebbe compiuto l'operazione o l'avrebbe realizzata con modalità diverse, evitando o comunque limitando il pregiudizio sofferto³⁰¹.

L'azione di risarcimento del danno dovrà basarsi su un accertamento causale rigoroso. Il cliente dovrà dimostrare in giudizio che il comportamento negligente della banca ha rappresentato la *condicio sine qua non* dell'investimento, e che se la banca lo avesse informato il danno non si sarebbe verificato o avrebbe avuto connotati diversi.

Una simile prova è piuttosto complessa da fornire, tanto che la giurisprudenza ha iniziato a tipizzare dei comportamenti omissivi della banca tali da determinare la responsabilità della banca³⁰².

La possibilità di chiedere unicamente la risoluzione del contratto-quadro comporterebbe, inoltre, la risoluzione a cascata dei contratti esecutivi. Non è possibile chiedere direttamente la risoluzione di un contratto esecutivo, poiché esso genererebbe a carico della banca impegni traslativi e non obblighi informativi, i quali sarebbero, rispetto ad esso, precontrattuali³⁰³.

5.3. Tesi della responsabilità precontrattuale

Quanto finora letto è saldamente correlato alla violazione degli obblighi informativi

300 : Trib. Foggia, 21 aprile 2006, cit.; Trib. Cagliari, 11 gennaio 2006, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 1418 ss.; Trib. Milano, 25 luglio 2005, cit.

301 : Trib. Foggia, 21 aprile 2006 cit.

302 : Cfr. Trib. Ancona, 20 febbraio 2008, che ravvisa la responsabilità *in re ipsa* dell'intermediario che non notifica l'investitore della modifica di classe di *rating* dei titoli da acquistare; Trib. Padova, 17 marzo 2008, secondo cui l'intermediario può procedere all'esecuzione di una operazione inadeguata o con alto rischio solo in presenza di esplicita autorizzazione del cliente: la violazione di tale norma comportamentale importa responsabilità contrattuale per inadempimento con conseguente obbligo di risarcire il danno.

303 : V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore*, cit., 628 s; in giurisprudenza cfr. Trib. Cagliari, 11 gennaio 2006, cit.; Trib. Milano, 25 luglio 2005, cit.

imposti alla banca nella fase esecutiva del contratto. I rimedi indicati, infatti, tutelano l'interesse del cliente alla corretta esecuzione delle prestazioni connesse ad un vincolo obbligatorio già in essere. Alcuni degli obblighi sanciti dalla normativa speciale però vincolano il comportamento della banca anche nella fase delle trattative e della formazione del contratto.

L'importanza di tale fase si deduce già nella normativa codicistica dove, all'art. 1337 c.c., è imposto alle parti di comportarsi secondo buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto³⁰⁴. È questa la fase in cui è maggiore l'esigenza di consapevolezza del clienti. Gli obblighi in capo alla banca sorgono per via della sua posizione maggiormente vantaggiosa rispetto al cliente in materia di informazioni sul contratto, che determina un'assimmetria informativa a suo vantaggio. Ciò che si vuole tutelare in questa fase è la libertà di autodeterminazione del cliente e il suo interesse negativo a non stipulare un contratto dal contenuto alterato o addirittura invalido.

La violazione degli obblighi informativi in fase precontrattuale spesso determina al cliente danni non tanto gravi da ammettere la risoluzione del contratto. L'art. 1440 c.c., a proposito di dolo incidente, recita che, se i raggiri non sono stati tali da determinare il consenso, il contratto è valido, benchè senza di essi sarebbe stato concluso a condizioni diverse; ma il contraente in mala fede risponde del danno. Il legislatore ha dunque espresso la volontà di salvare il contratto anche quando vi sono vizi nella formazione della volontà di uno dei contraenti, ma questi non determinano l'irregolarità della pattuizione, bensì solo una variazione del *quantum* della stessa.

Nel caso di violazione dei doveri di informazione nella fase precontrattuale, si ammette dunque, quale unico rimedio, il risarcimento del danno, sulla qualificazione del quale è intervenuta la Corte di Cassazione³⁰⁵. La Suprema Corte ha marcatamente segnato il confine tra gli obblighi che attengono alla fase precontrattuale e quelli che succedono alla stipulazione del contratto, sancendo per la prima il dovere di comportarsi in maniera leale, di astenersi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e di fornire alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto. La violazione degli obblighi comporta,

304 : Cfr. R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto*, nel *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, II, Torino, 2004, 233.

305 : Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Resp. civ. prev.*, 2006, 1080.

pertanto, una responsabilità precontrattuale dell'intermediario.

In tale ipotesi, risulta difficile riconoscere al cliente il solo interesse negativo quale risarcimento del danno, consistente nel c.d. *id quod interest contractum non fuisse*, ossia la lesione dell'interesse a non iniziare trattative che gli hanno fatto perdere tempo e procurato spese risultate poi, a causa della condotta scorretta dell'altra parte, inutili³⁰⁶. Si è allora rivisitato il criterio di calcolo dell'interesse negativo, non escludendo la possibilità che il cliente leso dal comportamento scorretto della banca dia prova di danni ulteriori. La Corte di Cassazione ha proposto il criterio di risarcimento ragguagliato al minor vantaggio o al maggior aggravio economico determinato dal contegno sleale di una delle parti, a seconda delle circostanze, e salvo che sia dimostrata la sussistenza di ulteriori danni che risultino collegati a detto comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto.

Ulteriore dottrina³⁰⁷, ha espanso i confini della teoria enunciata della Suprema Corte non solo ai casi di dolo incidente, ma anche alle ipotesi dei c.d. vizi incompleti³⁰⁸: in tali circostanze il criterio di calcolo dell'interesse negativo (la cui *ratio* è quella di porre il soggetto leso nella posizione in cui si sarebbe trovata se non avesse iniziato la trattativa) sarebbe inutile.

Tale orientamento è stato ulteriormente approfondito con una doppia pronuncia delle Sezioni Unite³⁰⁹, che ha espresso un principio di diritto che coinvolge il nesso di causalità. Si è affermato che assumono rilievo le conseguenze del fatto che l'intermediario non si sia astenuto dal compiere un'operazione dalla quale, in quelle circostanze, avrebbe dovuto astenersi. Non rilevano, invece, quelle derivanti dalle modalità con cui l'operazione è stata in concreto realizzata o avrebbe potuto ipoteticamente essere eseguita da altro intermediario.

Il danno che il cliente può lamentare consta nella perdita integrale o parziale del capitale e, sul piano del nesso causale, l'andamento del mercato costituisce il rischio tipico di

306 : Cfr. I. RIVA, *Nuove tendenze in tema di danno risarcibile nella responsabilità precontrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 1013 ss.; G. AFFERNI, *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale*, Torino, 2008; P. GALLO, *Responsabilità precontrattuale: la fattispecie*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 295 ss.

307 : V. ROPPO e G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006, 29 ss.

308 : Trattasi di quella categoria intermedia di vizi che, pur non raggiungendo la gravità e la consistenza dei vizi classici della volontà, pone ugualmente uno dei contraenti in una posizione di minorata forza negoziale.

309 : Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in *Contr.*, 2008, 221 ss.

qualsiasi investimento. Tale rischio – che grava sul contraente – deve essere comunicato dalla banca nella fase delle trattative per evitare al cliente conseguenze pregiudizievoli³¹⁰.

Il cliente potrà dunque chiedere il risarcimento del danno precontrattuale se il comportamento scorretto e sleale della banca nella fase delle trattative si è rivelato contrario ai canoni di buona fede e correttezza di cui all'art. 1337 c.c.³¹¹

Il risarcimento del danno potrà invocarsi anche se il contratto è stato comunque concluso: la responsabilità precontrattuale non termina con la fase delle trattative, ma si riverbera sull'intero contratto se il comportamento scorretto si è manifestato in detta fase incidendo sulla libertà negoziale e sulla capacità di autodeterminazione di una delle parti, sposando la tesi della espansione della responsabilità precontrattuale anche ai vizi incompleti³¹².

Si ricordi che, in materia di responsabilità precontrattuale, ancora vige incertezza sul regime di responsabilità da applicare, se contrattuale *ex art. 1218 c.c.* ovvero extracontrattuale *ex art. 2043 c.c.*, anche se in giurisprudenza prevale la seconda tesi.

5.4. La soluzione della Corte di Cassazione

Le sentenze della Suprema Corte pronunciate in materia di responsabilità precontrattuale della banca, si sono espresse anche sull'annosa questione della violazione degli obblighi informativi in fase di esecuzione del contratto, esercitando la propria funzione di nomofilachia per dirimere i contrasti esistenti tra la tesi della nullità e la tesi della risoluzione del contratto³¹³.

310 : Cfr. D. MAFFEIS, *Dopo le sezioni unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contratti*, 2008

311 : Cfr. Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009, cit.; Trib. Roma, 20 marzo 2008; Trib. Vicenza, 15 giugno 2007; Trib. Trani, 6 giugno 2007, in *Il Caso.it*.

312 : Cfr. Trib. Ferrara, 20 maggio 2010; Trib. Udine, 5 marzo 2010, entrambe in *Il Caso.it*.

313 : La bibliografia sulle pronunce delle Sezioni Unite è vasta: C. CHESSA, *A proposito della violazione degli obblighi di informazione nel contratto di investimento finanziario dopo l'intervento della Suprema Corte a Sezioni Unite*, in *Riv. giur. sarda*, 2008, 734 ss.; S. CORRADI, *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario finanziario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, f. 6, 717 ss.; A. BOVE, *Le violazioni delle regole di condotta degli intermediari finanziari al vaglio delle Sezioni unite*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II, 143; F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, I, 1; 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; C. SCOGNAMIGLIO, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle SS.*

Le Sezioni Unite affermano, *in primis*, l'imperatività delle norme che disciplinano l'attività di intermediazione finanziaria, essendo esse destinate non solo a servire al meglio l'interesse dei clienti, ma anche ad assicurare l'integrità dei mercati³¹⁴. Si è però esclusa la configurabilità della nullità virtuale. La contrarietà a norme imperative, considerata dall'art. 1418, comma 1, c.c. quale causa di nullità del contratto, postula che essa attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, che riguardino, cioè, la struttura o il contenuto del contratto (art. 1418, comma 2, c.c.). I comportamenti tenuti dalle parti nel corso della trattativa o durante l'esecuzione del contratto rimangono estranei alla fattispecie negoziale e s'intende, allora, che la loro eventuale illegittimità non può dar luogo alla nullità del contratto; a meno che tale incidenza non sia espressamente prevista dal legislatore.

Il fulcro del discorso è la tradizionale distinzione tra norme di comportamento dei contraenti e norme di validità del contratto: la violazione delle prime, ove non sia espressamente previsto dalla legge, non determina la nullità del contratto, non incidendo nella genesi di quest'ultimo, ma genera responsabilità e può essere causa di risoluzione dello stesso, ove assuma le forme di un inadempimento del generale dovere di protezione e degli specifici obblighi gravanti sulla banca.

Anche fondare la violazione di norme imperative sul mancato rispetto dei generali obblighi di correttezza e buona fede di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c. appare alle Sezioni Unite una soluzione troppo vaga: le norme di comportamento sono immancabilmente legate alle circostanze del caso concreto per poter assurgere, in via di principio, a requisiti di validità che la certezza dei rapporti impone di verificare secondo regole predefinite.

Anche nella normativa di settore si evince chiaramente che, nelle fattispecie in cui è ritenuto opportuno, il legislatore ha espressamente previsto la sanzione della nullità³¹⁵. Sono tutte ipotesi afferenti la forma e il contenuto del contratto e nessuna riguarda la

UU., in *Soc.*, 2008, 449; U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle Sezioni Unite*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 445; 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.*, 2008, II, 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; V. MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, 230.

314 : Art. 21, comma 1, lett. a), TUF

315 : Artt. 23, commi 1, 2, 3 e 24, ult. comma, TUF.

violazione di obblighi di comportamento gravanti sulla banca in tema di informazione del cliente, divieto di operazioni in conflitto di interesse o di operazioni inadeguate al profilo professionale del cliente. Per tali situazioni, il legislatore ha comunque espressamente previsto un rimedio risarcitorio, ponendo a carico della banca l'onere della prova di avere agito con la specifica diligenza richiesta³¹⁶.

La violazione degli obblighi di informazione successivi alla stipulazione del contratto assumono i connotati di un inadempimento contrattuale: i doveri di informazione, pur essendo di fonte legale, derivano da norme inderogabili e sono, quindi, destinati ad integrare a tutti gli effetti il regolamento negoziale tra le parti. L'eventuale violazione comporta gli obblighi risarcitori derivanti dalle norme generali sull'inadempimento, nonché, ove si sia in presenza di un inadempimento di non scarsa importanza, la risoluzione del contratto³¹⁷.

È possibile altresì far valere la lesione da comportamento scorretto nella fase esecutiva del contratto, invocando l'applicazione dell'art. 1440 c.c. nell'ambito di un'azione di inadempimento contrattuale *ex art.* 1218 c.c.³¹⁸.

La richiesta risarcitoria potrà essere legata all'interesse negativo differenziale (il minor vantaggio ovvero il maggior aggravio economico determinato dal comportamento tenuto in violazione dell'obbligo comportamentale): si dovrà confrontare il *quantum* investito con quello che teoricamente il cliente avrebbe investito qualora la banca avesse ottemperato correttamente agli obblighi di informazione dovuti³¹⁹. L'onere probatorio in capo al cliente concerne la dimostrazione giudiziale del titolo legittimante la sua pretesa e la violazione delle regole comportamentali da parte dell'intermediario, producendo i documenti comprovanti il danno economico subito ed il nocumento che ne è conseguito alla sua situazione economico-patrimoniale. Spetterà poi alla banca provare di avere agito, nell'esecuzione del contratto, con la dovuta diligenza richiesta.

Questo orientamento è stato successivamente confermato dalla Suprema Corte³²⁰, rilevando altresì l'importanza degli obblighi informativi che la legge impone in capo alla

316 : Art. 23, ult. comma, TUF.

317 : Cfr., da ultimo, App. Milano, 9 gennaio 2003, in *Il Caso.it*, secondo cui costituisce grave motivo di inadempimento la violazione degli obblighi di informazione di cui all'art. 28 Regolamento 11522/1998.

318 : L. D'APOLLO, *Tutela sostanziale e processuale dell'investitore finanziario a fronte del comportamento scorretto dell'intermediario cit.*, 71.

319 : Cfr. Trib. Pisa, 9 marzo 2008, in *Il Caso.it*; Trib. Torino, 17 settembre 2007, in *Il Caso.it*; Trib. Milano, 18 aprile 2007, in *Il Caso.it*; Trib. Milano, 25 gennaio 2006, in *Il Caso.it*.

320 : Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 24 ss.

banca, che assume il ruolo di soggetto centrale del flusso informativo. L'intermediario, infatti, ha «il dovere sia di farsi parte attiva nella richiesta all'investitore di notizie circa la sua esperienza e la sua situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio, sia di informare adeguatamente il cliente, al fine di porre il risparmiatore nella condizione di effettuare consapevoli e ragionate scelte di investimento o disinvestimento».

In una più recente pronuncia³²¹, la Corte di Cassazione ha continuato a seguire dette posizioni, concentrandosi maggiormente sull'onere della prova, sul nesso causale e sulla quantificazione del danno nell'azione risarcitoria. Nelle azioni risarcitorie per violazione degli obblighi di condotta degli intermediari, il cliente è tenuto ad allegare l'inadempimento e deve fornire, anche sulla base di presunzioni, la prova del nesso di causalità tra il danno e l'inadempimento, mentre la banca deve provare l'avvenuto adempimento delle obbligazioni poste a suo carico e di aver comunque agito con la diligenza richiesta.

La successiva giurisprudenza di merito ha accolto tale indirizzo³²², sviluppandolo in maniera interessante in caso di violazione del divieto di porre in essere operazioni inadeguate. Infatti, l'accertata violazione del divieto di dare corso ad operazioni inadeguate in carenza di uno specifico avvertimento, preclude ogni ulteriore indagine tra nesso causale e danno. Sono irrilevanti le conseguenze dell'omessa informazione, in quanto una volta violato il divieto l'illecito consiste e si consuma nel semplice fatto di agire in violazione del divieto. Ciò che unicamente rileva è che l'intermediario, con una condotta omissiva e pregiudizievole, ha posto in pericolo il cliente³²³. Il compimento dell'operazione, atteso il dovere dell'intermediario di astenersi, comporta un danno *in re ipsa*³²⁴. Solo il risarcimento integrale rende effettivo il dovere di astensione che, viceversa, rientrerebbe esclusivamente nella violazione dell'obbligo di diligenza professionale³²⁵.

In caso di risoluzione del contratto per inadempimento, si fa comunque riferimento ai principi generali in tema di risarcimento del danno, con la valutazione dell'ammontare

321 : Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, cit.

322 : Cfr., *ex multis*, App. Torino, 10 aprile 2012; Trib. Ravenna, 12 settembre 2011; Trib. Novara, 23 giugno 2011; Trib. Torino, 7 marzo 2011; Trib. Torino, 22 dicembre 2010; App. Firenze, 20 ottobre 2009; Trib. Milano, 28 settembre 2009; App. Torino, 28 luglio 2009; Trib. Ferrara, 26 maggio 2009.

323 : Cfr. Trib. Milano, 18 febbraio 2009, in *Il Caso.it*.

324 : Cfr. Trib. Torino, 17 luglio 2009; Trib. Venezia, 24 giugno 2010, entrambe in *Il Caso.it*.

325 : Trib. Venezia, 24 giugno 2010, cit.

del danno emergente e di quello del lucro cessante³²⁶.

Questo oramai prevalente orientamento giurisprudenziale ha fatto nascere il dubbio sulla possibilità di risoluzione dei singoli ordini di negoziazione qualora tale rimedio non fosse esperibile per il contratto-quadro. Recente giurisprudenza di merito ha ammesso l'autonoma risolubilità dei singoli atti negoziali connessi al contratto-quadro, nonostante siano considerati momento attuativo di quest'ultimo³²⁷.

Da ultimo, è da rilevare che una recente pronuncia delle Sezioni Unite³²⁸ ha affrontato la questione relativa alla rilevabilità d'ufficio della nullità del contratto nell'ambito di una causa promossa per la risoluzione del contratto stesso, statuendo che il giudice ha il potere di rilevare, dai fatti allegati e provati o emergenti dagli atti, ogni forma di nullità non soggetta a regime speciale e, provocato il contraddittorio sulla questione, deve rigettare la domanda di risoluzione, disponendo, se richiesto, le restituzioni³²⁹.

326 : Cfr. App. Milano, 15 aprile 2009, con commento di V. SANGIOVANNI, *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corr. mer.*, 2009, 973; App. Torino, 19 febbraio 2009, con commento di F. SIGNORELLI, *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Soc.*, 2009, 55.

327 : Cfr. Trib. Ferrara, 20 maggio 2010; Trib. Oristano, 28 gennaio 2010, entrambe in *Il Caso.it*.

328 : Cass., sez. un., 4 settembre 2012, n. 14828.

329 : Sulla domanda di risoluzione e restituzione, cfr. App. Milano, 9 gennaio 2013, in *Il Caso.it*, secondo cui la domanda di risoluzione comporta effetti restitutori in conseguenza dell'inadempimento, a prescindere dall'esistenza di un nesso causale tra effetto e danno.

CAP. III – LA RINEGOZIAZIONE DEI CONTRATTI DERIVATI OVER THE COUNTER: LA CLAUSOLA UP FRONT

1. La clausola up front: premessa

Con la clausola *up front payment* o *up front fee*³³⁰, comunemente nota nella prassi come *up front*, si indica quella componente contrattuale addizionale con cui le parti rinegoziano le condizioni di un contratto derivato in essere, ovvero, con cui improntano la stipulazione originaria del contratto ad un'apparente utilità per la parte avversa producendo e versando, a favore della stessa, una determinata somma liquida³³¹.

La presenza di una clausola *up front* in un contratto derivato implica questioni di grandissima attualità, visto il rilevante contenzioso che ha generato. Ne è stato interessato un rilevante numero di enti locali italiani, che spesso hanno fatto ricorso alla finanza derivata, come consentito loro dall'art. 41, comma 1, legge 28 dicembre 2001, n. 448, per finalità di ammortamento del debito, finendo spesso per sopportare oneri finanziari aggiuntivi originati dall'operatività di sofisticati prodotti finanziari.

La natura giuridica di tale clausola è assai dibattuta in dottrina e in giurisprudenza,

330

: Sull'argomento, cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 469 ss.; L. ZAMAGNI-G. CEDRINI, *Swap ed enti locali: note critiche a Tribunale Bologna 14/12/2009 sulla qualificazione dell'up-front e sull'interpretazione della dichiarazione di operatore qualificato*, in *Il Caso.it*, II, 194/2010, 2010, 1 ss.; L. ZAMAGNI-M. ACCIARI, *Convenienza economica e mark to market dei contratti derivati degli Enti locali: note critiche alla sentenza n. 47421 del 21/12/2011 della seconda Sezione penale della Corte di Cassazione*, in *Il Caso.it*, II, 295/2012, 2012, 1 ss.; D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 631 ss.; A. PARZIALE, *Interest rate swap: il valore della dichiarazione di operatore qualificato e la nullità per difetto di causa al vaglio delle corti pugliesi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 789 s.; R. MARCELLI, *Derivati. Margine di intermediazione e rimodulazione: i free lunch dell'intermediario*, in *Il Caso.it*, II, 286/2012, 1 ss.; ID., *Derivati esotici e Margine di intermediazione: riflessi di convenienza e congruità*, in *Il Caso.it*, II, 326/2012, 35 ss.; ID., *L'usura nei derivati OTC. Up-front e valore di chiusura*, Roma, 2012, 2 ss.; B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, in *Il Caso.it*, II, 168/2009, 2009, 12 ss.; M. LEMBO, *La rinegoziazione*, cit., 520 ss.

331 : E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 469.

risultando in bilico tra la qualificazione quale contratto di finanziamento occulto e quella di servizio di investimento accessorio. La soluzione non è facile in ragione del contorto meccanismo negoziale.

Come detto, la previsione della clausola in oggetto può esplicitarsi in due modi. Nella prima, nel momento in cui un cliente rilevi una situazione deficitaria che lo induca a voler chiedere la chiusura del contratto già stipulato precedentemente, la banca determinerà il valore del *mark to market*, ossia il costo di sostituzione che il cliente dovrà pagare per l'estinzione anticipata del contratto. Il cliente, a questo punto, può pagare il valore del *mark to market*, ovvero optare per la sua rinegoziazione, con la conseguente modificazione o sostituzione dell'originario contratto attraverso la variazione dei suoi termini essenziali ed il versamento aggiuntivo da parte della banca di un determinato importo.

Nella seconda modalità di esplicitazione della clausola *up front*, invece, la banca corrisponde al momento della stipulazione del contratto una somma aggiuntiva, giustificandola con la previsione di una maggiore probabilità di guadagno a suo favore. Con ciò si disattende quanto già previsto dall'Allegato 3 al Reg. Intermediari 11522/1998, secondo cui alla stipula del contratto, il valore di uno *swap* è sempre nullo, ma esso può assumere rapidamente un valore negativo o positivo a seconda di come si muove il parametro cui è collegato il contratto. Nel caso della previsione di una clausola *up front* al momento della stipulazione del contratto, infatti, il valore del contratto derivato non risulta nullo, bensì presenta fin dalla nascita uno *spread*³³².

2. La clausola up front come contratto di finanziamento occulto

Come si è osservato, nel caso della rinegoziazione del contratto derivato, la liquidità derivante dall'esercizio dell'*up front* viene utilizzata dal cliente per ripianare la perdita pregressa, mentre nel caso di contratto stipulato con la clausola *up front*, la banca fornisce al cliente una somma di denaro che si configura come una disponibilità di cassa liberamente utilizzabile dallo stesso.

Un primo orientamento³³³, vista la funzione della clausola, ha ricondotto la clausola ad

332 : Cfr. M. TRUDU, *Problematiche connesse*, cit., 42.

333 : Cfr. L. ZAMAGNI-G. CEDRINI, *Swap ed enti locali*, cit., 6; M. LEMBO, *La rinegoziazione*, cit., 510 ss.

un contratto accessorio di mutuo, considerando *in re ipsa* l'obbligo di restituzione della somma fornita dalla banca. L'*up front* è infatti riconosciuto dalle banche solitamente all'atto della rinegoziazione dei contratti derivati. Quando questi sono gravati da oneri tali da essere divenuti insopportabili per il cliente, viene corrisposta a costui una somma di denaro a titolo di *up front* dalla banca pari al *mark to market* del contratto che si intende rinegoziare.

Il contratto rinegoziato assume una struttura fortemente squilibrata a favore della banca, in quanto viene perseguito il fine di recuperare con una certa remunerazione la somma erogata a titolo di *up front*, aggravando - anziché risolvere - le criticità del cliente.

La qualificazione dell'*up front* quale contratto di finanziamento risulta riconosciuto anche dal legislatore in tema di contratti derivati stipulati da enti locali: l'art. 3, comma 17, della legge 14 dicembre 2003, n. 350³³⁴, include, tra le varie forme di indebitamento, anche l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate.

Riconducendo l'*up front* al mutuo, sorgerebbe in capo al cliente l'obbligo di restituzione del *tantundem eiusdem generis et qualitatis* ex art. 1813 c.c.; tale obbligo non è però contemplato in nessun contratto derivato che preveda l'*up front*, nemmeno in via eventuale³³⁵. Bisogna però rilevare che tale clausola comporta un peggioramento delle condizioni contrattuali del cliente. In assenza di una clausola espressa di previsione, l'*up front* si configurerebbe pertanto come un finanziamento occulto, ove l'obbligo di restituzione è celato nelle condizioni peggiorative del contratto, con la conseguenza che la banca non potrebbe esercitare alcuna azione in caso di inadempimento del cliente.

Per non abbandonare tale tesi e configurare l'*up front* quale servizio di investimento accessorio, una dottrina³³⁶ configura come doppiamente ibrido il contratto derivato che preveda la clausola in oggetto, sia sotto il profilo della causa del contratto derivato, sia sotto il profilo della causa del finanziamento. Il finanziamento è esclusivamente finalizzato ed è, anzi, suscettibile di essere utilizzato solo attraverso la nuova operazione su derivati. Si tratta infatti di un finanziamento che non trova la sua causa in una operazione di credito (altrimenti la somma dovrebbe essere liberamente disponibile da

334 : Così come modificata dall'art. 62, comma 3-bis, legge 6 agosto 2008, n. 133.

335 : Si esclude così la riconducibilità dell'*up front* al mutuo *sub condicione*: cfr. Cass, 18 giugno 2005, n. 13168, in *Foro it.*, Rep. 2006, voce "Società", n° 689.

336 : B. INZITARI, *Sanzioni Consob*, cit., 15.

parte del cliente), bensì si giustifica nella volontà di continuare ad obbligarsi in contratti derivati. È un finanziamento che non serve a finanziare il cliente, ma che serve alla banca a rendere il cliente idoneo ad assumere nuove obbligazioni in derivati, col risultato di stringere il cliente stesso in una dipendenza contrattuale estremamente gravosa, date le sempre più stringenti prestazioni pecuniarie dovute.

La banca, inoltre, presenta le iniziative di rinegoziazione come se fossero una fase funzionale nell'ambito di un rapporto in contratti derivati, mentre, al contrario, una rinegoziazione nei contratti di credito costituisce un momento eccezionale del rapporto, che comporta gravi conseguenze per il cliente³³⁷.

Il discorso sulla clausola *up front* quale contratto di finanziamento occulto può essere portato a termini estremi: i contratti rinegoziati non esprimerebbero nemmeno la natura di contratto derivato, poiché la causa di finanziamento è prevalente, considerato che il contratto diventa finalizzato alla restituzione alla banca del finanziamento³³⁸.

La forma della restituzione del finanziamento poi, assume un meccanismo connotato da un'onerosità ed un'alea unilaterale negli obblighi alla restituzione, incompatibile con qualsiasi contratto di finanziamento- La causa restitutoria viene annullata dal fatto che la somma erogata dalla banca in applicazione della clausola *up front* diviene la posta di un'operazione speculativa ed aleatoria, volta a scommettere sulla remota possibilità per il cliente che al verificarsi di un andamento del mercato estremamente positivo tale somma non debba essere restituita, compensandosi con la perdita precedente alla rinegoziazione³³⁹.

Emerge altresì il dubbio che una simile causa contrattuale non sia meritevole di tutela da parte dell'ordinamento giuridico, in quanto contrastante coi principi che regolano il settore bancario. Non solo verrebbe erogato un finanziamento per rimediare ad una situazione patrimoniale compromessa dalla prima operazione in derivati, e pertanto non meritevole di finanziamento, ma anche la funzione di *hedging* del contratto derivato viene snaturata ed asservita al risarcimento del debito derivante dal finanziamento.

La giurisprudenza, sia civile³⁴⁰ che amministrativa³⁴¹, ha avuto modo di rilevare che

337 : Cfr. M. TRUDU, *Problematiche connesse*, cit., 42; B. INZITARI, *Sanzioni Consob*, cit., 18

338 : Cfr. S. SCOTTI CAMUZZI, *L'istituto di credito è tenuto a garantire l'effettiva osservanza delle regole Consob*, nota a Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *Guida dir.*, 2007

339 : B. INZITARI, *Sanzioni Consob*, cit., 18 s; sulla critica alla tesi della scommessa, cfr. cap. I.4.

340 : Trib. Brindisi, 8 luglio 2008; Trib. Salerno, 26 settembre 2007

341 : C. Conti sez. Contr. Reg. Molise, 30 luglio 2008, n. 30/Del.

l'ordinamento giuridico non può ammettere la validità di contratti atipici che, lungi dal prevedere semplici modalità di differenziazione dei diversi profili di rischio, trasferisca piuttosto a carico di una sola parte tutta l'alea derivante dal contratto, attribuendo invece alla controparte profili certi quanto alla redditività futura del proprio investimento³⁴².

A favore della teoria in oggetto, però, opera l'assenza di una specifica nozione di finanziamento³⁴³: basterebbe considerare, infatti, che si sarebbe innanzi ad un'operazione posta in essere da una banca, e la sussistenza di un obbligo di restituzione, seppure eventuale, comporta esercizio del credito³⁴⁴. L'*up front* sarebbe un finanziamento, in quanto consente di rinviare la perdita ed è erogato in presenza di una situazione di credito e debito tra banca e cliente, che conduce a concludere un contratto derivato rinegoziato, caratterizzato dalla sproporzione delle alee³⁴⁵; si tratterebbe, in particolare, di un finanziamento accessorio, ossia di un finanziamento concesso agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento³⁴⁶. Non precluderebbe tale interpretazione nemmeno la considerazione che tale somma non sia condizionata da un vincolo di utilizzo della provvista, in quanto l'espressione «per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari» - contenuta nell'art. 1, comma 6, lett. c), TUF - è esaustiva ed attribuisce una facoltà e non impone un obbligo al cliente³⁴⁷.

Naturalmente, la qualificazione dell'*up front* quale contratto di finanziamento impone alle parti di osservare le norme speciali sulla forma e sul contenuto del contratto.

Comunque, riconoscendo alla clausola *up front* la qualifica di contratto di finanziamento, emergono ulteriori profili di responsabilità in capo alla banca. Infatti, le banche hanno l'obbligo di segnalare alla Centrale dei Rischi le posizioni di rischio assunte nei confronti del cliente ovvero le operazioni in derivati finanziari quando il loro valore è pari o superiore a euro 30.000 o se la posizione del cliente è in sofferenza (in tale ultimo caso, è sufficiente che la posizione sia di importo superiore a euro 250).

342 : *Contra*, cfr. in dottrina L. ZAMAGNI-G. CEDRINI, *Swap ed enti locali*, cit., 6; M. LEMBO, *La rinegoziazione*, cit., 521.

343 : Cfr., *ex plurimis*, D. LA ROCCA, *Il mutuo di scopo*, in *Il mutuo e le altre operazioni di investimento* diretto da Cuffaro, Torino, 2009, 186.

344 : R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, 208.

345 : Cass. 28 giugno 2006, n. 14903.

346 : Art. 1, comma 6, lett. c), TUF.

347 : D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., 635

L'art. 144 TUB prevede che la banca che non abbia ottemperato all'obbligo di segnalazione è punibile con una sanzione amministrativa pecuniaria da euro 2580 a euro 129.110.

La Banca d'Italia, nelle istruzioni per gli intermediari creditizi sulla Centrale dei Rischi³⁴⁸, ha previsto una espressa categoria di censimento dei rischi per i contratti derivati. Confluiscono nella categoria di censimento derivati finanziari i contratti derivati negoziati sui mercati *over the counter*.

Deve essere segnalato nella classe di dati “valore intrinseco” il *fair value* positivo dell'operazione, ovvero il credito vantato dall'intermediario nei confronti della controparte alla data di riferimento della segnalazione, al netto degli eventuali accordi di compensazione contrattuali stipulati tra le parti. La segnalazione dei contratti di opzione oggetto di rilevazione deve essere prodotta dall'intermediario acquirente dell'opzione (c.d. *holder*) a nome del venditore dell'opzione (c.d. *writer*). Sono esclusi dalla rilevazione i contratti derivati negoziati sui mercati ufficiali e i derivati interni (c.d. *internal deals*).

Nelle operazioni negoziate sui mercati *over the counter*, la segnalazione delle garanzie eventualmente rilasciate dall'intermediario in favore del/i contraenti segue i criteri generali previsti per i crediti di firma.

In dottrina e in giurisprudenza non vi è armonia circa il significato da attribuire alla nozione di sofferenza. La opinione maggioritaria³⁴⁹ la identifica in una valutazione dell'intera situazione economico-finanziaria del cliente; un'orientamento minoritario³⁵⁰,

348 : Circolare Banca d'Italia n. 139 dell' 11 febbraio 1991 “Centrale dei rischi. Istruzioni per gli intermediari creditizi”.

349 : Cfr. in dottrina A. FLORIS, *Sulla nozione di “sofferenza” ai fini della segnalazione alla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II, 654 ss.; C. DE SINNO, *La responsabilità civile della banca nelle segnalazioni alla Centrale dei rischi*, in *Rass. Dir. Civ.*, 2005, II, 914 s.; U. MORERA, *La centralizzazione dei rischi di credito: profili giuridici*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1996, 470; F. VELLA, *Segnalazione di crediti in « sofferenza » alla Centrale dei rischi e responsabilità della banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II, 496. In giurisprudenza, cfr. Cass. 12 ottobre 2007, n. 21428, in *UTET Giuridica*, il cui orientamento è stato successivamente confermato da Cass. 1° aprile 2009, n. 7958, in *Giur. Comm.*, 2010, 666 ss. e, da ultimo, da Cass. 24 maggio 2010, n. 12626, in *De Jure*. Lo stesso indirizzo è espresso in numerose decisioni di merito; cfr., per tutte, Trib. Milano, 19 febbraio 2001, in *Giur. it.*, 2002, I, 334 ss., con nota di F. SALINAS, *Osservazioni in tema di segnalazione alla Centrale dei rischi e di responsabilità della banca*.

350 : Cfr. G. SCOGNAMIGLIO, *Sulla segnalazione a sofferenza nella Centrale dei Rischi della Banca d'Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 307; A. GABRIELLI, *La legittimità della segnalazione di un credito a sofferenza: una analisi gius-economica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 656 ss.; F. PACILEO, *«Sofferenze bancarie»: presupposti di legittimità della segnalazione alla Centrale dei rischi*

invece, ritiene che non sia necessaria una valutazione globale, in quanto comporterebbe un onere eccessivo per la banca, specie nel caso in cui intercorra un unico rapporto contrattuale con il cliente.

Se l'opinione maggioritaria ritiene che la comunicazione alla Centrale dei Rischi debba fondarsi su una valutazione globale della situazione patrimoniale del cliente tale che faccia presagire gravi conseguenze nella generalità dei rapporti di credito, nel caso in oggetto non si può aderire ad essa.

L'adesione all'orientamento minoritario si fonda sull'ordine di due criteri: il primo determinato dall'eccessiva e pregiudizievole onerosità della prestazione determinata dalla rinegoziazione in virtù dell'*up front*, per cui dall'esposizione di un unico contratto si genererebbe un'esposizione creditizia tale da potersi espandere all'ordinario andamento degli altri eventuali rapporti di credito del cliente; il secondo dalla rilevata immeritevolezza della causa del contratto di finanziamento sintetico, pregiudizievole per l'intero sistema finanziario, al cui fondamentale interesse di efficienza e solidità è preordinata la Centrale dei Rischi.

Le gravose conseguenze alle quali la segnalazione espone il cliente, presuppongono un'estrema premura e rigore da parte della banca nella valutazione dei dati dei quali è possibile riconoscere una situazione di sofferenza³⁵¹.

Alla banca è richiesta la diligenza professionale di cui all'art. 1175, comma 2, c.c., che va parametrata alle Istruzioni della Banca d'Italia dettate nella circolare n. 139/1991352, le quali precisano che il corretto funzionamento della Centrale dei Rischi si fonda sul senso di responsabilità e sullo spirito di collaborazione degli intermediari partecipanti. Considerate e avute altresì presenti le conseguenze, anche di ordine giuridico che possono derivare da un'erronea registrazione dei dati, gli intermediari sono tenuti ad una puntuale osservazione delle norme che regolano il servizio ed al rispetto dei termini segnalatici³⁵³.

Sul punto, esiste una consolidata giurisprudenza che ha stabilito che la responsabilità

della Banca d'Italia, in *Giur. Comm.*, 2010, 689 ss.

351 : Cfr. Trib. Potenza, 4 maggio 2001, in *Giur. comm.*, 2003, II, 216; Trib. Paola, sez. dist. Scalea, 20 aprile 2001, confermato da Trib. Paola, 20 giugno 2001, entrambe in *Riv. dir. comm.*, 2001, II, 167 ss., che impone alla banca «una più che attenta diligenza nella istruttoria e nella conseguente eventuale segnalazione».

352 : Cfr., App. Milano, 4 novembre 2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, 530, che afferma inoltre che, nell'ambito di tali norme, venga affidato alla banca un ambito di discrezionalità tecnica.

353 : Circolare Banca d'Italia n. 139/1991 cit., capitolo 1, paragrafo 5.

della Banca segnalante in caso di comunicazione erronea alla Centrale dei Rischi può ricondursi, innanzitutto, nell'ambito di una responsabilità da false informazioni, in ordine alla quale è pacificamente riconosciuto il diritto al risarcimento del danno³⁵⁴. Tale responsabilità è stata configurata sia come extracontrattuale, (da fatto illecito) ex art. 2043 c.c., sia come responsabilità contrattuale, per violazione di norme di comportamento esistenti tra banca ed utente, espressa, in primo luogo, dagli artt. 1175, comma 2, 1374, 1375 c.c.³⁵⁵.

Inoltre, il pregiudizio della riduzione o persino l'impossibilità di accedere al sistema bancario comporta indubbiamente la riduzione delle possibilità di guadagni futuri, con il rischio di arrivare anche ad una lesione del diritto, costituzionalmente garantito dall'art. 41 Cost., di iniziativa economica privata. Le attività economiche si alimentano grazie al credito bancario, l'accesso al quale, a seguito di una illegittima segnalazione presso la Centrale dei Rischi, è inevitabilmente precluso³⁵⁶. Infatti, è necessario precisare che le banche vengono fortemente condizionate in maniera negativa qualora dall'informativa dovesse emergere l'esistenza di una posizione segnalata "in sofferenza"; in tale atteggiamento si riflette infatti la generale ritrosia degli operatori a concedere credito a soggetti la cui situazione patrimoniale sia stata valutata come inaffidabile e precaria.

Si è rilevato, però, che non si tratta solo di responsabilità derivante da danno di natura patrimoniale: «l'illegittimo blocco della ordinaria situazione generale di credito del ricorrente, e quindi della relativa situazione patrimoniale complessiva, l'impossibilità di ottenere da un giorno all'altro ogni finanziamento o movimentazione del credito indispensabile per l'ordinaria gestione dell'azienda, comporta l'effettivo e scontato "collasso" nella ordinaria gestione della stessa, con irrimediabile danno morale ed economico dovuto alla perdita di immagine, di competitività sul mercato, di ordinaria gestione di cassa, con evidente possibilità di addivenire quindi a posteriori e senza colpa alcuna ma per esclusiva responsabilità della Banca, in quella situazione di insolvibilità che causerebbe inevitabilmente il fallimento dall'azienda e la conseguente perdita di posti di lavoro.

354 : Cfr., *ex multis*, Cass. 24 maggio 2010, n. 12626.

355 : Trib. Milano (ord.), 19 febbraio 2001.

356 : Cfr., Trib. Cagliari, 28 novembre 1995, in *Riv. giur. sarda*, 1997, 96 ss., con nota di C. CHESSA, *Segnalazione illegittima alla Centrale dei rischi e tutela cautelare atipica*, e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II, 354 ss., con nota di A.A. DOLMETTA, *A proposito della responsabilità della banca nei confronti del cliente oggetto di segnalazione di notizie false alla Centrale dei rischi*.

Si determina in questo caso un danno che si ritiene *in re ipsa* e che legittima pertanto il diritto al risarcimento senza che incomba sul danneggiato l'onere di fornire la prova dell'esistenza del danno»³⁵⁷.

La giurisprudenza sul punto è consolidata³⁵⁸ nell'affermazione della sussistenza del danno da illegittima segnalazione presso la Centrale dei Rischi. «Invero, il danno da illegittima segnalazione alla Centrale dei Rischi si profila sia nell'ipotesi di c.d. errore nella segnalazione di categoria che nel c.d. errore di quantificazione della presunta esposizione. Più grave è il primo errore, in quanto comporta la preclusione del credito, mentre il secondo comporta, nell'ipotesi più lieve, una saturazione del credito, sino all'effettiva impossibilità di ottenere credito»³⁵⁹.

«Il danno da informazione inesatta non si esplica soltanto nella mancata concessione di nuove linee di credito ma anche nella lesione della reputazione personale e commerciale, pregiudicata da un'erronea segnalazione che certamente costituisce causa di discredito del soggetto coinvolto». Il pregiudizio è maggiore «ove il discredito avvenga all'interno del sistema creditizio il quale fa fronte comune nella difesa dagli insolventi o da chi è ritenuto tale anche da uno solo degli aderenti. Difatti la segnalazione di una "sofferenza" non più esistente, conferendo pubblicità interbancaria ad un non reale protrarsi dell'insolvenza del debitore, è destinata ad assumere rilevanza peculiare in un'ottica commerciale ed imprenditoriale, risolvendosi in una complessa vicenda di indubitabile discredito patrimoniale, idonea a provocare un danno anche nella reputazione imprenditoriale del segnalato. In tal caso è ipotizzabile una responsabilità della banca verso il cliente ingiustamente segnalato alla Centrale dei Rischi. Si determina in questo caso un danno che si ritiene *in re ipsa* e che legittima, pertanto, il diritto al risarcimento senza che incomba sul danneggiato l'onere di fornire la prova dell'esistenza del danno»³⁶⁰.

357 : Così A. TANZA-A. MARTINES, *Segnalazione alla Centrale Rischi della Banca d'Italia: la Giurisprudenza anticipa la soglia della pericolosità al c.d. fuori fido "past due"*, in *Riv. banca fin. giurism.*, 2013, 2

358 : Cfr., ex multis, Trib. Bari, 22 dicembre 2000; Cass. 19 gennaio 2001, n. 4881; Cass. 5 novembre 1998, n. 1103; Trib. Bari, Sez. dist. di Rutigliano, 26 marzo 2012; Trib. Novara, 18 maggio 2010; Trib. Lecce, Sez. dist. Maglie, 12 luglio 2010; Trib. Lecce, Sez. dist. Maglie, 12 luglio 2010.

359 : Trib. Bari, Sez. dist. di Rutigliano, 26 marzo 2012, cit.

360 : Trib. Bari, Sez. dist. di Rutigliano, 26 marzo 2012, cit.

Come hanno rilevato alcuni Autori³⁶¹, la segnalazione alla Centrale dei Rischi, a cui tutto il sistema bancario è tenuto per legge³⁶², risulta spesso del tutto illegittima poiché il saldo effettivo è differente da quello denunciato dalla Banca: il danno è pari a quello dell'illegittimo protesto e per la quantificazione dello stesso spesso il cliente non può che affidarsi ad un procedimento giudiziale. La prova del danno da errata segnalazione alla Centrale dei Rischi costituisce una vera e propria *probatio diabolica*, essendo che le banche non rilasciano alcuna attestazione di diniego dell'affidamento.

È comunque oramai assodato che una segnalazione negativa alla Centrale dei Rischi determini la chiusura del credito: è piuttosto difficile per l'imprenditore dimostrare i danni. Per tale motivo, la giurisprudenza, oramai, opera una loro liquidazione equitativa, seguendo un orientamento della Suprema Corte che, sul punto, ha sottolineato più volte «l'inevitabile perturbazione dei rapporti economici, e una perdita di tipo analogo a quello indicato dall'art. 1223 c.c., costituita dalla diminuzione o dalla privazione di un valore del soggetto e del suo patrimonio alla quale il risarcimento deve essere commisurato». Ciò giustifica il ricorso alla liquidazione del danno con criteri equitativi, ai sensi degli artt. 1226 e 2056 c.c., ritenuto ammissibile dalla giurisprudenza di legittimità qualora l'attività istruttoria svolta non consenta di dare certezza alla misura del danno stesso, come avviene quando, essendone certa l'esistenza, risulti impossibile o estremamente difficoltoso provare la precisa durata del pregiudizio economico subito³⁶³.

Recentemente, la giurisprudenza ha avuto modo di pronunciarsi, anche con riferimento alla regolamentazione MiFID, sul danno che la comunicazione di un erroneo sconfinò, superiore ai 180 giorni (c.d. *past due*) crea al cliente. Si rileva l'esigenza di evitare all'origine danni all'impresa; si tratta di danni certi ma difficilmente dimostrabili, che comportano inevitabilmente gravi conseguenze al cliente quali l'innalzamento del costo del denaro, sia presso l'istituto segnalante che verso l'intero sistema creditizio. Questa iniziale patologia comporta, attraverso la riduzione del credito e l'aumento delle competenze e del costo del denaro, una spesso irreversibile crisi aziendale, che porta

361 : A. TANZA-A. MARTINES, *Segnalazione alla Centrale Rischi*, cit., 2

362 : Il Servizio per la centralizzazione dei rischi bancari è stato istituito con delibera del CICR il 16 maggio 1962, trova il suo fondamento normativo negli artt. 51, 53 e 67 TUB, in materia di vigilanza bancaria. Inoltre, è regolata dalla delibera CICR del 29 marzo 1994 e dalla circolare della Banca d'Italia n.139 dell'11 febbraio 1991 in materia di "Centrale dei rischi. Istruzioni per gli intermediari creditizi". Per una puntuale analisi sull'argomento, cfr. A. FLORIS, *Sulla nozione di "sofferenza"*, cit.

363 : Cfr. Cass. 13 ottobre 2005, n. 19883; Cass. 29 aprile 2004, n. 8271; Cass. 12 gennaio 1996, n.188.

alla c.d. sofferenza³⁶⁴.

Un'accorta giurisprudenza³⁶⁵ - conforme a quella linea evolutiva del diritto bancario sempre più attenta alle posizioni soggettive di clienti, risparmiatori e imprese, capace di comprendere le dinamiche negoziali intercorrenti tra utente e banca, caratterizzate da una tradizionale disparità di potere contrattuale – ha riconosciuto una tutela cautelare ex art. 700 c.p.c. Il requisito del *fumus boni iuris* consiste nel saldo palesemente quantificato in maniera erronea, mentre il *periculum in mora* è rappresentato dal persistente sconfinamento, in grado di determinare un mutamento *in peius* dello *status* del ricorrente, con la conseguente perdita di ogni credito bancario³⁶⁶.

L'illegittima segnalazione alla Centrale dei Rischi comporta una responsabilità non solo da danno patrimoniale, ma anche da danno *in re ipsa*, conseguente ad una potenziale e pericolosissima esclusione dell'impresa dalla possibilità di accesso al credito bancario.

In conclusione, risulta ormai dominante l'orientamento che configura il danno derivante da illegittima o erronea segnalazione alla Centrale dei rischi, come danno dotato di un'autonoma dignità di tutela rispetto a quello di mera natura patrimoniale, ed è rilevante, a tal proposito, la possibilità di ottenere una sua, autonoma, individuazione nella fase cautelare. La tutela ex art. 700 c.p.c. consente di tutelare il cliente rispetto all'illegittima esclusione dall'accesso al credito motivata sulla base del presunto fuori fido, in grado di produrre, nelle more del procedimento ordinario, conseguenze fortemente pregiudizievoli e, nella maggior parte dei casi, irreparabili.

3: La clausola up front come tecnica negoziale del contratto derivato

L'assenza di alcuni elementi essenziali del finanziamento, quali l'obbligo di restituzione della somma erogata dalla banca, ha indotto a non ritenere l'esercizio della clausola *up front* quale contratto di finanziamento, anche se occulto, bensì a considerarlo quale mera tecnica negoziale del contratto derivato.

Se la banca anticipa quanto ritiene di dovere in futuro sulla base del contratto derivato, la somma erogata non va considerata come se fosse un finanziamento, non costituisce

364 : Così A. TANZA-A. MARTINES, *Segnalazione alla Centrale Rischi*, cit., 3.

365 : Trib. Lecce – Sez. dist. Galatina (ord.), 8 gennaio 2013.

366 : Cfr. A. TANZA-A. MARTINES, *Segnalazione alla Centrale Rischi*, cit., 4.

una forma di indebitamento pura e semplice, bensì deve ritenersi un'anticipazione di un debito futuro³⁶⁷.

La banca, dunque, anticipa i flussi che, secondo la sua valutazione, il derivato andrà a generare in futuro in favore del cliente. Dentro un contratto caratterizzato funzionalmente dallo scambio, a scadenze predeterminate, di somme di denaro calcolate secondo diversi parametri su un capitale di riferimento, la variante della clausola *up front* sconta l'attualizzazione dei tassi contrattuali su cui ha scommesso il cliente, ma non muta la funzione economico-giuridica del contratto, che resta lo scambio delle somme secondo i tassi che le parti si sono obbligate a scambiarsi.

Il contratto derivato, dal punto di vista economico, non è destinato funzionalmente a produrre un debito, ma, al contrario, a produrre un guadagno, ed è uno strumento con cui ciascuna parte si obbliga a pagare una somma sperando di remunerarla con quanto riceverà dall'altra. Ovviamente, questo contratto potrà avere, quale effetto, l'indebitamento del contraente che risulterà perdente sul tasso di interesse; ma l'esposizione all'indebitamento è un mero effetto possibile del contratto derivato, non la sua funzione precipua in correlazione all'anticipazione di denaro da doversi rendere.

Qualora in un contratto derivato sia prevista la clausola *up front*, si ha un'anticipazione di pagamento che non va assolutamente qualificata come contratto di mutuo o di anticipazione di credito, in quanto l'*up front* non è la causa del contratto, bensì risulta essere solo una modalità di pagamento in un'unica anziché in molteplici soluzioni³⁶⁸.

Si rende però necessario armonizzare questa teoria alla previsione di cui all'Allegato 3 al Regolamento Intermediari 11522/1998, secondo cui alla stipula del contratto, il valore di uno *swap* è sempre nullo, e a tal fine si può fare affidamento sulla normativa in materia di operatività in derivati degli Enti Locali³⁶⁹.

L'art. 41 della legge 448/2001, nel prevedere che il ricorso alle operazioni finanziarie indicate (tra cui sono indicate le operazioni in contratti derivati) è possibile al fine di contenere il costo dell'indebitamento, comporta una valutazione della convenienza economica dell'operazione a priori e non al termine del contratto, in quanto il valore precettivo della norma ne risulterebbe irrimediabilmente frustrato. L'elemento

367 : Cfr. C. Conti sez. reg. Sicilia, 7 agosto 2006, n. 2376/2006, con commento di A. LUPI, *Il contratto di Swap nella sentenza n. 2376 del 7 agosto 2006 della sezione regionale Sicilia*, in *Fin. loc.*, 2007, 107 ss.

368 : Trib. Bologna, 14 dicembre 2009.

369 : L. ZAMAGNI-M. ACCIARI, *Convenienza economica*, cit., 3 ss.

fondamentale per apprezzare la convenienza di un'operazione in contratti derivati è il costo dell'operazione stessa, da intendersi come onere connesso alla sottoscrizione del contratto al momento della sua stipulazione, elemento che incide anche sulla valutazione del derivato come avente funzione speculativa più che di copertura, e non al termine del contratto stesso.

Tale ragionamento è stato adottato costantemente dalla giurisprudenza³⁷⁰: in relazione al requisito della «riduzione del costo finale del debito» occorre ancora precisare che l'effetto del derivato potrebbe risolversi, per l'ente, in un onere complessivo finale più elevato rispetto a quello che si sarebbe avuto se non si fosse conclusa l'operazione finanziaria.

Conseguentemente, al riguardo, “è fondamentale stabilire se il giudizio di merito sull'operazione debba essere dato con una valutazione *ex post*, vale a dire che utilizzi quale parametro l'effettivo esito dell'operazione, ovvero con una valutazione *ex ante*, che assuma quale punto di riferimento non l'effettivo esito dell'operazione, ma quello prevedibile al momento della conclusione, in relazione alle circostanze conosciute o conoscibili da chi ha stipulato il contratto. A seconda della prospettiva scelta l'acquisto di derivati di “copertura” può rientrare o meno nel concetto di “riduzione del costo finale del debito”, intesa come riduzione meramente eventuale in relazione a possibili, ma incerte, variazioni dei mercati finanziari, che, per l'appunto, il derivato può proporsi di neutralizzare, stabilizzando il debito. Ferma ogni perplessità in ordine alla natura del contratto che, considerata la durata, è caratterizzato dalla elevata aleatorietà dell'evoluzione dei tassi d'interesse, è evidente che se il legislatore ammette che possa essere concluso dagli enti territoriali, la valutazione sulla convenienza economica non può che svolgersi *ex ante*, vale a dire in relazione al momento della conclusione del contratto”³⁷¹.

La valutazione, peraltro, deve essere rigorosa e le clausole del contratto debbono essere analizzate sia singolarmente che nel loro insieme al fine di verificare se le aspettative relative alla complessiva convenienza economica nel momento della conclusione del contratto erano fondate su elementi ragionevoli ed erano corroborate da elementi congruenti e oggettivi che abbiano tenuto conto anche delle possibili ricadute di lungo

370 : Cfr. C. Conti sez. Contr. Reg. Lombardia (delib.), 26 settembre 2007, n. 596/2007; Trib. Milano, 14 aprile 2011; Cons. Stato, Sez. V, 7 settembre 2001, n. 5032.

371 : C. Conti sez. Contr. Reg. Lombardia (delib.), 26 settembre 2007, cit.

periodo sul bilancio dell'ente e non solo di quelle immediate.

Le Sezioni Riunite in sede di controllo della Corte dei Conti, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni presso le pubbliche amministrazioni, i cui esiti sono stati esposti alla 6^a Commissione - Finanze e tesoro del Senato della Repubblica il 18 febbraio 2009, hanno evidenziato, inoltre, che uno degli aspetti più delicati in ordine alle attività di controllo nella materia in questione riguarda l'accertamento della convenienza economica che deve essere valutata in relazione alle conoscenze e cognizioni acquisite dalle parti al momento della conclusione del contratto. Al riguardo occorre rilevare che un'analisi completa degli aspetti finanziari non può prescindere dalla verifica delle curve *forward* dei tassi di interesse che sicuramente l'intermediario finanziario ha attentamente valutato prima di addivenire alla conclusione del contratto. Al contrario, risulta che solamente in pochi casi gli enti hanno effettuato analisi di questo tipo e si tratta, sicuramente, di un'omissione grave.

Ancora, la giurisprudenza di merito³⁷², in adesione a tale orientamento, ha concluso che sono nulli per difetto di causa in concreto i contratti derivati sottoscritti da enti pubblici, che alla data di sottoscrizione presentino *mark to market* negativo (c.d. *non par*) ove l'equilibrio sinallagmatico non sia ripristinato mediante l'erogazione di un premio corrispondente in sede di sottoscrizione del derivato, non venendo quindi applicata la clausola *up front*.

La Corte Costituzionale, nella sentenza n. 52/2010, si è espressa sulla legittimità della previsione del divieto di stipulazione di contratti derivati da parte degli enti locali di cui all'art. 62, l. 133/2008, stigmatizzando l'utilizzo di questi contratti da parte degli enti territoriali, in quanto esporrebbe la finanza e i bilanci pubblici al rischio di assumere oneri impropri. La prassi finanziaria ha ampiamente dimostrato che le operazioni di rinegoziazione dei contratti derivati, a seguito di ristrutturazione del debito, nel prevedere fin dall'inizio condizioni di sfavore degli enti, comportano l'assunzione di rischi aggiuntivi, mediante lo spossamento nel tempo degli oneri derivanti da condizioni ancora più penalizzanti rispetto a quelle iniziali. Si tratta di considerazioni che il Giudice delle Leggi non avrebbe potuto fare se, anch'egli, non avesse considerato il vincolo della valutazione di convenienza dovuto al momento della stipulazione del

372 : Trib. Milano, 14 aprile 2011, cit.

contratto³⁷³.

Ed è proprio nella prospettiva di una valutazione a priori che acquisisce significato il carattere *par* o *non par* del contratto e si comprende pienamente la funzione dell'*up front*³⁷⁴. I contratti *non par* presentano, al momento della loro conclusione, un valore di mercato negativo per una delle controparti, poiché uno dei due flussi di mercato non riflette il livello di mercato. I termini finanziari della transazione vengono riequilibrati con l'esercizio della clausola *up front*, attraverso il pagamento di una somma di danaro, che dovrebbe essere pari al valore di mercato negativo del contratto³⁷⁵.

L'*up front*, in definitiva, costituirebbe un pagamento immediato a favore del cliente in ragione dell'accettazione di un rischio maggiore, rappresentando il pagamento del costo implicito del contratto.

Per la presenza di possibili pregiudizievoli rischi finanziari, innanzitutto la banca è tenuta ad adempiere agli obblighi di informazione previsti dalla normativa di settore, in quanto la rischiosità di un contratto derivato contenente la clausola *up front*, squilibrato *ab origine*, impone all'intermediario di informare adeguatamente la controparte, al fine di soddisfare l'obbligo di comportarsi nell'interesse del cliente.

In tale contratto, infatti, il conflitto di interessi è *in medias res*, in quanto la banca è portatrice di un interesse proprio assai ragguardevole, consistente nel guadagno lucrabile dalla rinegoziazione del contratto derivato, che, come insegna la prassi finanziaria, avviene a condizioni fortemente svantaggiose e intrasparenti per il cliente.

Se è vero che non può imporsi alla banca l'eccessivo onere di una assoluta precisione nel prevedere lo *spread* prodotto dal contratto derivato nel momento in cui determina il valore dell'*up front*, in capo ad essa sorge però l'obbligo di una costante ed attenta supervisione dell'andamento della curva, in modo tale da permetterle di effettuare i dovuti correttivi e con ciò di adempiere agli obblighi di correttezza di comportamento e di trasparenza informativa, rendendo consapevole il cliente dell'effetto prodotto dallo *spread* del contratto derivato ed intervenendo, di conseguenza, per rimuoverne gli effetti distorsivi rispetto alle finalità di recupero del versamento eventualmente già effettuato dal cliente.

373 : L. ZAMAGNI-M. ACCIARI, *Convenienza economica*, cit., 7.

374 : L. ZAMAGNI-M. ACCIARI, *Convenienza economica*, cit., 7.

375 : Si veda l'Audizione del Direttore generale della Consob, dott. Massimo Tezzon, avanti alla VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati, "Problematiche di collocamento di strumenti finanziari derivati" del 30 ottobre 2007, 2 ss.

Tali obblighi sono desumibili dalla Comunicazione Consob n. 9019104/2009³⁷⁶ e dallo schema di regolamento per le operazioni in contratti derivate effettuate dagli enti locali *ex art. 62, l. 133/2008*³⁷⁷.

Su un altro profilo di responsabilità della banca, attinente alle commissioni implicite incassate dalla banca, ci si soffermerà in seguito, analizzando la materia della truffa nei contratti derivati³⁷⁸.

La qualificazione dell'*up front* in analisi, implica un ulteriore corollario: con la chiusura del contratto col *mark to market* negativo e la stipulazione di uno nuovo col versamento dell'*up front* e con la variazione delle condizioni originarie, è opportuno verificare se si è in presenza di una novazione del contratto.

Dal punto di vista della struttura, con l'*up front* parrebbe che, contestualmente, si verifichi la chiusura del contratto derivato perdente e la stipulazione di un nuovo contratto derivato il cui *up front* assorbe le perdite del primo ed introduce uno squilibrio nelle condizioni rispetto al precedente.

Bisogna però considerare che non ogni mutamento del rapporto obbligatorio conduce al fenomeno della novazione. Il mutamento di un elemento accessorio, non comportando l'alterazione del rapporto, è influente sulla sua identità. Il rapporto originario non si estingue, ma viene solo modificato, con conseguenze più o meno rilevanti sulla sua disciplina³⁷⁹.

Per quanto possa sussistere tra le parti un forte *animus novandi*, il solo mutamento dell'oggetto della prestazione non permette di ritenere presente l'altro requisito

376 : Le raccomandazioni della Consob, in particolare, nel prevedere la rendicontazione periodica delle posizioni assunte dalla clientela in prodotti derivati, esortano affinché gli intermediari trasmettano, ai sensi dell' art. 56 del Regolamento 16190/2007, informazioni dettagliate sui prodotti detenuti. In particolare è necessario che nel *set* informativo periodicamente inviato sia chiaramente esplicitato il *fair value* del prodotto, nonché il presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo.

377 : Nello schema di regolamento per le operazioni in contratti derivate effettuate dagli enti locali, nel prevedere che tali operazioni sono informate alla massima trasparenza, è imposto alla banca di corredare i contratti di un allegato redatto in lingua italiana, che ne costituisce parte integrante, contenente la dichiarazione con la quale l'intermediario finanziario si impegna a comunicare per iscritto all'ente, almeno trimestralmente, il valore equo ed il costo implicito dell'operazione in derivati.

378 : Cap. IV.1.

379 : P. PERLINGIERI, *Dei modi di estinzione*, cit., 106. In giurisprudenza, cfr. Cass. 16 giugno 2005, n. 12962, in *Mass. Foro it.*, 2005, 1080.

necessario perchè si abbia novazione, l'*aliquid novi*³⁸⁰. Siamo in presenza di una mera modificazione accessoria che, in base all'art. 1231 c.c., esclude per ciò solo la produzione di un effetto negativo, non verificandosi in tale situazione una estinzione del contratto originario, bensì una semplice rinegoziazione. Nel contratto derivato rinegoziato sopravviveranno dunque tutti i vizi genetici del contratto originario³⁸¹.

La più recente giurisprudenza³⁸², ha abbandonato una stretta ricostruzione oggettiva della causa dell'*up front*, valorizzando il reale assetto degli interessi che il contratto è diretto a realizzare: è necessario individuare integralmente gli interessi coinvolti nel contratto, che possono anche divergere da quelli astrattamente previsti nello schema negoziale adottato³⁸³. In caso di rinegoziazione a condizioni svantaggiose per il cliente, dovute ad un crescente ammontare delle passività, bisogna verificare, sul piano della causa concreta, se l'incorporazione del regolamento della passività pregressa e degli ulteriori costi renda lo schema negoziale *ab origine* incapace di realizzare la funzione di copertura del rischio.

La funzione di copertura del rischio nell'ambito delle gestioni patrimoniali individuali è ricavabile dall'allegato tecnico della Comunicazione n. DI/98065074 del 6 agosto 1998³⁸⁴, ove si chiarisce che un'operazione può essere considerata "di copertura" quando sia esplicitamente posta in essere per ridurre la rischiosità di base, sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine, ovvero tali condizioni risultino documentate da evidenze interne degli intermediari e siano approvate, anche in via generale con riguardo ad operazioni aventi caratteristiche ricorrenti, dalla funzione di controllo interno.

Nell'ambito delle operazioni di copertura nell'ambito dei servizi di negoziazione e di raccolta di ordini, si ritiene che le operazioni su strumenti finanziari derivati ordinate dai

380 : Cfr. Cass. 12 settembre 2000, n. 12039.

381 : Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 484, secondo cui «se si dovesse ritenere che la variazione abbia assunto una proporzione tale da produrre l'effettiva estinzione dell'obbligo originario e la sua sostituzione con un nuovo obbligo gravato da *up-front*, questo significherebbe che il nuovo contratto avrebbe effettivamente alterato, in termini snaturanti, l'originario derivato, o, quanto meno, costituirebbe un prezioso elemento indiziario della probabile degenerazione».

382 : Trib. Bari (ord.), 15 luglio 2010, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 787 ss., con nota di A. PARZIALE, Interest rate swap, cit.

383 : Cfr. Cass. 20 giugno 2009, n. 23941; Cass. 20 dicembre 2007, n. 26958, in *Obbl. contr.*, 2009, n. 1, 29.

384 : Comunicazione Consob n. DI/98065074 del 6 agosto 1998, contenente criteri per il calcolo della leva finanziaria nell'ambito del servizio di gestione individuale di patrimoni, paragrafo 5.

clienti potranno essere considerate "di copertura" quando siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente, sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine, ovvero siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che tali condizioni ricorrano effettivamente³⁸⁵.

4. I rischi di usura in presenza della clausola up front

Se l'*up front* può essere considerato come un finanziamento, la prestazione restitutoria deve rispettare la disciplina dei tassi soglia fissata dalla legge 7 marzo 1996, n. 108, pena la possibile configurabilità del delitto di usura previsto dall'art. 644 c.p. a carico della banca oltre che la nullità della pattuizione usuraria o dell'intero contratto.

Finora l'argomento è stato unicamente oggetto di ricerca³⁸⁶: solo recentemente è stata paventata dalla giurisprudenza³⁸⁷ l'ipotesi del reato di usura quale capo di imputazione per dipendenti di una banca in caso di rinegoziazione di un contratto derivato con clausola *up front*.

La recente giurisprudenza³⁸⁸, formatasi in particolare con riferimento alle commissioni di massimo scoperto, ha previsto, ai fini del calcolo del tasso soglia, la valutazione di ogni forma di remunerazione delle prestazioni di denaro, considerazione che non può non essere sposata altresì, e a maggior ragione, per gli *up front* erogati in sede di

385 : Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999, avente ad oggetto "Strumenti finanziari derivati: criteri di qualificazione e applicazione di norme regolamentari - Risposta a quesito".

386 : Da parte del DMSESF (Dipartimento di matematica per il diritto, l'economia e le scienze finanziarie) del Centro Studi Almaiura di Verona.

387 : Trib. Acqui Terme (decr.), 18 aprile 2012. Col tale decreto la Procura di Acqui Terme ha chiesto ed ottenuto dal giudice dell'udienza preliminare il rinvio a giudizio di due funzionari di Unicredit Banca S.p.A. per truffa aggravata ed usura nei confronti di un'impresa. La Procura ha contestato all'istituto di credito, nel decreto di rinvio a giudizio, di avere ottenuto con l'inganno la sottoscrizione della dichiarazione di operatore qualificato (articolo 31 del Regolamento Consob n. 11522/1998), e per la prima volta in assoluto il reato d'usura, in riferimento al secondo *swap* (presentato come la naturale conseguenza del primo contratto), in occasione del quale la banca avrebbe finanziato le perdite derivanti dal primo contratto (chiuso contestualmente al momento della stipula del secondo) con tassi del 28,39 per cento (a fronte di soglie usurarie che nel periodo 2001-2002 andavano dal 9,89 per cento all'11,36 per cento), con l'aggravante di aver commesso il fatto nell'esercizio di un'attività bancaria e in danno di un soggetto che svolgeva attività imprenditoriale.

388 : Trib. Verona, 21 settembre 2007, in *Corr. mer.*, 2008, 3, 351 ss., con nota di F. AGNINO; App. Roma, 27 novembre 2008; Trib. Mondovì, 30 gennaio 2007; App. L'Aquila, 16 luglio 2008; App. Brescia, 13 febbraio 2008; Trib. Mantova, 2 febbraio 2009; Trib. Matera, 18 ottobre 2008; Trib. Avellino, 9 ottobre 2008; Trib. Mantova, 12 luglio 2008; Trib. Brescia, 22 aprile 2008; Trib. Palermo, 20 febbraio 2008; Trib. Benevento, 18 febbraio 2008; Trib. Napoli, 5 febbraio 2008; Trib. Mantova, 21 aprile 2007; Trib. Benevento, 13 febbraio 2007.

rinegoziazione del contratto derivato.

Come ha rilevato la Suprema Corte³⁸⁹, il delitto di usura si configura come reato a schema duplice costituito da due fattispecie, destinate strutturalmente l'una ad assorbire l'altra con l'esecuzione della pattuizione usuraria, aventi in comune l'induzione del soggetto passivo alla pattuizione di interessi o altri vantaggi usurari in corrispettivo di una prestazione di denaro o altra cosa mobile delle quali l'una è caratterizzata dal conseguimento del profitto illecito e l'altra dalla sola accettazione del sinallagma a esso preordinato; nella prima fattispecie, il verificarsi dell'evento lesivo del patrimonio altrui si atteggia non già ad effetto del reato, più o meno esteso nel tempo in relazione alla rateizzazione del debito, bensì ad elemento costitutivo dell'illecito il quale, nel caso di integrale adempimento dell'obbligazione usuraria, si consuma con il pagamento del debito; nella seconda fattispecie, invece, che si verifica quando la promessa del corrispettivo, in tutto o in parte non viene mantenuta, il reato si perfeziona con la sola accettazione dell'obbligazione rimasta inadempita.

La riforma del 1996 è intervenuta sull'art. 1815, comma 2, c.c., stabilendo che, se sono convenuti interessi usurari, la clausola è nulla e non sono dovuti interessi. Tale norma è sicuramente di carattere eccezionale e come tale non può essere interpretata in senso analogico. Ne è tuttavia ammessa l'interpretazione in senso estensivo, rendendola applicabile a qualsiasi tipo di finanziamento³⁹⁰.

Tale norma si differenzia dal precedente art. 1815, comma 2, che si limitava a sostituire gli interessi legali a quelli usurari, assumendo perciò un forte e chiaro carattere di sanzione civile, ricollegandosi ad una dichiarazione di invalidità della clausola usuraria pattuita.

Vi è certamente convergenza tra il reato, previsto dall'art. 644 c.p., e l'ambito di applicazione dell'art. 1815, comma 2, c.c., anche se la seconda fattispecie è formalmente autonoma rispetto alla prima, non essendo stato previsto dalla legge alcun collegamento. La norma civilistica è autonomamente applicabile, infatti, anche in presenza di cause estintive del reato o in ipotesi di non punibilità dello stesso. È invece coincidente l'ambito d'applicazione che riguarda le ipotesi in cui venga convenuta una clausola usuraria, determinando, come corrispettivo del godimento della somma finanziata,

389 : Cass. 1 ottobre 2008, Barreca, in *Foro it. - Rep.*, 2009, v. *Usura*, n. 2, che conferma Cass. 12 aprile 2007, n. 10085., in *Giust. pen.*, 2007, II, 449

390 : Cfr. Art. 1, D.M. Tesoro, 23 settembre 1996.

interessi che, al momento della pattuizione, erano da qualificarsi usurari, poiché superiori al tasso soglia.

Per le particolari forme di pattuizione della rinegoziazione del contratto derivato, l'usura in tale caso sarebbe riconducibile alla fattispecie dell'usura c.d. "in concreto", prevista dall'art. 644, comma 3, c.p., secondo cui sono altresì usurari gli altri vantaggi o compensi che, avuto riguardo alle concrete modalità del fatto risultano comunque sproporzionati rispetto alla prestazione di denaro o di altra utilità, quando chi li ha dati o promessi si trova in condizioni di difficoltà economica o finanziaria³⁹¹.

Secondo la disciplina vigente, la presenza di tassi usurari non determina più la riduzione ad equità dei tassi di interesse, bensì la loro previsione comporta che nessun interesse sia dovuto.

La norma garantisce la conservazione del contratto, ma è da chiarire, una volta che venga sancita la nullità della convenzione usuraria, quali siano le conseguenze sull'intero rapporto negoziale.

In dottrina sono state proposte varie tesi³⁹². Una prima opinione³⁹³, richiama la nullità dell'intero contratto, sulla base dell'art. 1419, comma 1, c.c., secondo cui la nullità di una singola clausola impone di verificare se, senza di essa, le parti avrebbero comunque concluso il contratto. Prevedendo l'art. 1815, comma 2, c.c., che non sia più dovuto alcun interesse, viene meno un elemento essenziale del contratto, vale a dire la previsione di un corrispettivo a fronte del godimento della somma mutuata, così che il contratto non è più idoneo a raggiungere lo scopo in vista del quale è stato posto in essere, essendo pregiudicata la sua natura di prestito oneroso.

Un secondo orientamento³⁹⁴ ritiene che l'art. 1815, comma 2, c.c. preveda un'ipotesi di

391 : M. MARGIOCCO, *Strumenti derivati e responsabilità penali*, in A. SIROTTI GAUDENZI, *Derivati e swap*, cit., 132 s.; *contra* V. SANTORO, *Osservazioni su titoli di massa (e dintorni) in relazione alla legge sull'usura*, in *Riv. dir. civ.*, I, 381 ss.; M. CHIAIA-L.M. FRANCIOSI, *Strumenti finanziari a debito e usura*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 2005, 224 ss., secondo cui la struttura dei contratti aleatori, «caratterizzata dalla sussunzione dell'elemento di rischio nella causa del contratto e, di conseguenza, dall'impossibilità di stabilire a priori l'an ed il *quantum* del risultato ovvero quale contraente risulterà avvantaggiato e in quali termini, appare ontologicamente incompatibile con la disciplina del delitto di usura, nell'ambito del quale la determinazione a priori di un tasso di interesse che possa essere raffrontato con il tasso di riferimento stabilito *ex lege* rappresenta uno degli elementi costitutivi della fattispecie in oggetto».

392 : Per un'esauriente analisi sull'argomento, cfr. M. CATANIA, *Usura: profili penali e civili*, 2006, Torino, 162 ss.

393 : E. SACCHETTINI, *Per una legge dalla struttura complessa. Il percorso guidato*, 1996, 38; *contra* G. ALPA, *Usura: problema millenario, questioni attuali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 1996, 182.

394 : G. ALPA, *Usura: problema millenario, questioni attuali*, cit., 183; G. BONILINI, *La sanzione*

nullità parziale della singola clausola, con contestuale conservazione del contratto, secondo il principio del *vitiatur sed non vitiat*, così da proteggere il cliente più efficacemente di quanto non avverrebbe con la nullità dell'intero contratto. Si verifica così una conversione del contratto illecito perchè usurario in contratto lecito, attraverso la soppressione della clausola inerente agli interessi usurari.

Ancora, un'altra opinione³⁹⁵ positivizza la figura della nullità speciale a carattere protettivo, figura che il legislatore ha utilizzati nell'ambito dei contratti bancari e di finanziamento con la normativa di ispirazione comunitaria a tutela del contraente debole, per riequilibrare l'assetto di interessi alterato dalla condotta abusiva della banca. Per risolvere il problema del fondamento giuridico dell'art. 1815, comma 2, c.c., una dottrina ha proposto la tesi dell'inqualificabilità della clausola usuraria³⁹⁶. La previsione dell'art. 1815, comma 2, c.c. assume un suo significato ove si ritenga che il legislatore, laddove ha impropriamente utilizzato la categoria della nullità parziale, abbia inteso eliminare la clausola usuraria senza tuttavia voler inficiare minimamente la validità del mutuo, mantenendo così in piedi il rapporto.

Un ulteriore orientamento³⁹⁷ sposa la tesi della conversione legale del mutuo oneroso in mutuo gratuito, quale risultato dell'eliminazione della clausola nulla dalla fattispecie contrattuale.

Infine, secondo una diversa opinione³⁹⁸, l'art. 1815, comma 2, c.c. costituisce una

civile dell'usura, in *Contr.*, 1996, 225; F. MUCCIARELLI, *Commento alla L. 7.3.1996, n. 108 – Disposizioni in materia di usura*, in *Legisl. pen.*, 1997, 555; E. QUADRI, *Usura (diritto civile)*, in *Enc. giur. Treccani*, XXXII, 1999, 5. In posizione analoga si colloca l'opinione di chi ritiene l'art. 1815, comma 2, c.c., inquadrabile negli artt. 1339 e 1419, comma 2, c.c., in quanto alla nullità della previsione degli interessi usurari fa seguito l'automatica sostituzione di tale pattuizione con quella della non debenza di interessi: V. CARBONE, *Interessi usurari dopo la l. n. 108/1996*, in *Corr. giur.*, 1998, 438; G. GIOIA, *Usura: il punto della situazione*, in *Corr. giur.*, 2001, 45 s.; in giurisprudenza, Cass. 17 novembre 2000, n. 14899, in *Corr. giur.*, 2001, 44; contra, L. FERRONI, *La nuova disciplina civilistica del contratto di mutuo ad interessi usurari*, Napoli, 1997, 30.

395 : F. DI MARZIO, *Il trattamento dell'usura sopravvenuta tra validità, illiceità e inefficacia della clausola di interessi*, in *Giust. civ.*, 2000, 3106; contra A. GENTILI, *I contratti usurari: tipologie e rimedi*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, 358.

396 : L. FERRONI *La nuova disciplina civilistica del contratto di mutuo ad interessi usurari*, cit., 39 ss.; M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano, 1975, 35; contra: G. COLLURA, *La nuova legge sull'usura e l'art. 1815 c.c.*, in *Contr. impr.*, 1998, 612.

397 : G. COLLURA, *La nuova legge sull'usura*, cit., 609; A. RICCIO, *Le conseguenze civili dei contratti usurari: è soppressa la rescissione per lesione ultra dimidium?*, in *Contr. impr.*, 1998, 1042.

398 : G. BONILINI, *La sanzione civile dell'usura*, cit., 225 ss.; S. PROSDOCIMI, *La nuova disciplina del fenomeno usurario*, in *Stud. iur.*, 1996, 781; A. MANNA, *La nuova legge sull'usura*, Torino, 1997, 148. Altri Autori invocano, invece, la più ampia categoria delle sanzioni civili indirette, ossia "quelle disposizioni finalizzate a comminare una misura afflittiva (patrimoniale) applicata dall'autorità giudiziaria": così G. MERUZZI, *Usura*, in *Contr. impr.*, 1996, 784; cfr. anche P.F. DE ANGELIS, *Usura*, in *Enc. giur. Treccani*, XXXII, 1997, 9.

disposizione di carattere affittivo con funzione sanzionatoria, che si traduce, da un lato, in un beneficio per il cliente, esonerato dall'obbligo di corrispondere alcunchè a fronte del godimento della somma ottenuta, e, dall'altro, in una pena per la banca, che perde quanto aveva previsto di ottenere dalla pattuizione dichiarata usuraria e, in quanto tale, nulla.

Sarebbe inoltre irrilevante, ai fini dell'inquadramento dell'usura in presenza dell'*up front*, l'elevato rischio dell'operazione. Secondo la Suprema Corte³⁹⁹, infatti, l'elevatezza del rischio non fa venire meno il delitto di usura perchè il grado di alea è solo un elemento per valutare la congruità dell'interesse preteso.

Anche nella materia in oggetto, la banca, comportandosi in maniera scorretta e non trasparente, viola i suoi obblighi comportamentali, non risultando nemmeno giustificabile un aumento dei tassi di interesse in una misura tanto pregiudizievole con quella variabile microeconomica dell'incremento del rischio, che, ad esempio, giustifica lo *ius variandi* nei contratti di finanziamento⁴⁰⁰ (chiaramente, entro i limiti del tasso-soglia).

L'art. 644 c.p. prevede, infine, che la persona offesa dal reato ha diritto alle restituzioni ed al risarcimento dei danni. Quanto alle restituzioni, se la clausola di interessi usurari è nulla, la banca dovrà restituire al cliente quanto percepito indebitamente; quanto al risarcimento dei danni, appare risarcibile non solo il danno non patrimoniale, ma anche, alla luce di quanto previsto dall'art. 14, comma 4, l. 108/1996 cit., dei danni ulteriori derivati alla vittima del delitto di usura per perdite o mancati guadagni⁴⁰¹.

In assenza di un'attenta analisi giurisprudenziale sull'argomento, risulta difficile inquadrare le sorti del contratto derivato che presenti una clausola *up front* determinante tassi di interesse usurari. Certo è che la attesa pronuncia del Tribunale di Acqui Terme potrebbe segnare una svolta storica nella disciplina dell'*up front*, risultando devastante per tutti i rapporti in derivati in essere che prevedono tale clausola.

399 : Cass. 7 dicembre 1978 – 1 marzo 1979, n. 2134.

400 : Sull'argomento, cfr. L. NIVARRA, *Jus variandi del finanziatore e strumenti civilistici di controllo*, in *Mercato del credito e usura* a cura di F. Macario–A. Manna, Milano, 2002, 135 ss.

401 : Cfr. C. BONORA, *L'usura*², Padova, 2007, 112 s.

CAP. IV - LA TUTELA DEL CORRETTO ESERCIZIO DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA

1. I contratti derivati e la truffa contrattuale

La truffa contrattuale rappresenta una ipotesi specifica del delitto di truffa. A norma dell'art. 640 c.p. commette il reato di truffa chiunque procuri a sé o ad altri un ingiusto profitto con altrui danno, inducendo taluno in errore con artifici e raggiri.

Gli artifici e raggiri posti in essere dal contraente, nel momento della formazione del negozio devono trarre in inganno il soggetto passivo nella formazione del negozio giuridico, inducendolo a prestare un consenso che altrimenti non avrebbe prestato e, quindi, a compiere un atto a lui pregiudizievole.

La truffa contrattuale può manifestarsi in svariati modi,⁴⁰² ma richiede sempre che sussistano, nel medesimo processo causale, l'intento negoziale, la capacità creativa e la condotta fraudolenta⁴⁰³.

Tale fattispecie può manifestarsi sia nella fase delle trattative, che nella fase dello svolgimento del rapporto contrattuale, con condotte sia commissive che omissive⁴⁰⁴. Si rende necessario, dunque, rilevare fino a che punto il comportamento di una delle controparti rientri nell'ambito della liceità e quando questo comportamento trascenda tale ambito, andando a limitare la libertà di autodeterminazione di una delle parti, con condotte antiggiuridiche e contro buona fede, cagionando un danno patrimoniale⁴⁰⁵ al soggetto passivo e un profitto all'agente.

La fase tipica in cui può concretarsi la condotta che genera la truffa contrattuale è quella

402

: Cfr. C. PEDRAZZI, *Inganno ed errore nei delitti contro il patrimonio*, Milano, 1955, 33.

403 : Cfr. G. SAMMARCO, *La truffa contrattuale*², Milano, 1988, 5.

404 : Cfr. Cass. 28 ottobre 1968, n. 987, in *Mass. Foro it.*, 1968, secondo cui «quando la condotta dell'agente si esplica in un contegno capace di ingenerare errore per omessa rilevazione di circostanze che si ha l'obbligo di riferire o per simulato atteggiamento suggerito dal pravo proposito di secondare l'errore altrui e di sfruttarne le conseguenze, non v'ha dubbio che non si profitta soltanto passivamente di tale errore, ma lo si crea mediatamente con preordinato inganno»; relativamente alla rilevanza della violazione dei doveri professionali di informazione, la cui violazione potrebbe cagionare una truffa determinata da una condotta omissiva, Cass. 23 giugno 1989, n. 5541

405 : Cfr. Cass., sez. un., 16 dicembre 1998, n. 1, Cellamare, in *Cass. pen.*, 1999, 1414 ss., secondo cui «oltre alla realizzazione della condotta tipica da parte dell'autore, è necessario, ai fini dell'integrazione del reato di truffa, che si verifichi anche un'effettiva *deminutio patrimonii*, intesa in senso strettamente economico, del soggetto passivo».

delle trattative, ove riesce ad esplicitarsi sia con maggiore facilità che con maggiore incisività, in quanto incide direttamente sulla formazione dell'atto e del suo contenuto.

In tale fase, non pare integrare gli estremi del mezzo fraudolento la mera proposta mendace, in quanto occorre il *quid pluris* dell'artificio che ha indotto in errore il contraente⁴⁰⁶. Non sono sufficienti a configurare una condotta fraudolenta il *dolus bonus* del venditore che ricorra a forme audaci e sottili di convincimento avvalendosi anche di mezzi pubblicitari, e nemmeno semplici scorrettezze o leggerezze nella fase delle trattative⁴⁰⁷. È invece necessario un comportamento preordinato ed attuato da un contraente al solo scopo di sorprendere la buona fede dell'altro⁴⁰⁸, anche se posto in essere con un comportamento corretto, finalizzato però ad approfittare della buona fede della controparte⁴⁰⁹.

La condotta fraudolenta può altresì manifestarsi durante l'esecuzione del contratto, fase nella quale le parti debbono agire secondo buona fede (art. 1375 c.c.). La violazione di quest'obbligo, qualora cagioni un danno che determini un ingiusto profitto⁴¹⁰, con un comportamento attivo dell'agente che induca la controparte in errore integra la truffa contrattuale⁴¹¹.

Per le peculiari caratteristiche dei contratti derivati, è facile incorrere in comportamenti abusivi da parte dei dipendenti della banca nei confronti del cliente. I comportamenti fraudolenti possono essere posti in essere dalla banca in svariati modi, sia nella fase precontrattuale, che in quella dello svolgimento del rapporto, e soprattutto in occasione della rinegoziazione del derivato, comportando per il cliente conseguenze patrimoniali devastanti e per la banca profitti ingiusti ed elevati.

Tali motivi aggravano il reato per avere determinato al cliente un danno di rilevante gravità, avere approfittato della forte asimmetria informativa e della posizione dominante tali da rendere la privata difesa del cliente sommariamente difficile e avere agito con abuso di prestazione d'opera professionale di natura fiduciaria, ovvero, in caso di contratti derivati stipulati con enti locali, per avere commesso il fatto a danno di un ente pubblico.

406 : U. LUCARELLI, *La truffa. Aspetti penali, civili, processuali*, Padova, 2002, 285.

407 : U. LUCARELLI, *La truffa*, cit., 286.

408 : Cass. 30 giugno 1982, Mattutini, in *Riv. pen.*, 1983, 639.

409 : Cfr. Cass. 14 gennaio 1982, Romano, in *Giur. pen.*, 1983, II, 50.

410 : Cfr. Cass. 20 gennaio 1988, Rosi, in *Riv. pen.*, 1989, 237.

411 : Cfr. Cass. 8 febbraio 1982, Zaza, in *Riv. pen.*, 1983, 735.

Se in passato vi erano contrasti in dottrina⁴¹² sull'elemento soggettivo del reato, oggi il dibattito può dirsi cessato in seguito ad una importante pronuncia della Corte di Cassazione⁴¹³. Per integrare gli estremi della truffa, non è necessario che l'autore della condotta si sia configurato come certe le conseguenze del suo atteggiamento commissivo od omissivo: la Suprema Corte ha ritenuto sufficiente l'elemento soggettivo del dolo eventuale, in quanto basta che l'autore si configuri come possibili le conseguenze della sua condotta, senza che sia necessario che si configuri anche le specifiche finalità o i motivi che lo hanno indotto ad assumere un preciso comportamento fraudolento.

Nella fase precontrattuale, come si è osservato, tali comportamenti illeciti possono essere posti in essere in occasione dell'adempimento agli obblighi di informazione di cui l'intermediario finanziario è onerato.

È frequente, nella prassi, che l'intermediario serbi il silenzio su circostanze che, se conosciute dal cliente, lo indurrebbero a non concludere il contratto o a concluderlo a condizioni diverse.

Il corretto adempimento di questi doveri, infatti, è determinante per permettere al cliente di formare precisamente la propria volontà. Non rilevano invece gli inganni che non vengono poi recepiti nel contenuto del contratto: determinante è solo il comportamento fraudolento che riverbera le sue conseguenze nella stipulazione. Deve sussistere un rapporto di causalità tra il comportamento omissivo e l'errore del contraente; l'omissione è però determinante solo qualora sia da sola sufficiente ad indurre in errore il cliente⁴¹⁴.

Per la Corte di Cassazione, «anche il silenzio maliziosamente serbato su alcune circostanze da chi abbia il dovere giuridico di farle conoscere costituisce artificio, in quanto il comportamento dell'agente non può ritenersi meramente passivo, ma artificiosamente preordinato a perpetrare l'inganno, tanto più quando l'obiettivo difformità tra la situazione reale e quella conosciuta da colui che è stato indotto in errore dipende dal comportamento dell'agente. La fonte del dovere d'informazione può risiedere anche in una norma extra-penale; nella specie, nell'art. 1337 c.c., il quale

412 : Sostenevano il dolo diretto, ad es., C. PEDRAZZI, *Inganno ed errore*, cit., 195, e G. SAMMARCO, *La truffa contrattuale*, cit., 134. *Contra* l'eccessiva delimitazione dell'art. 640 c.p. e per la sua strutturazione in termini angusti, che richiedevano una maggiore elasticità interpretativa, F. ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale, Parte speciale*, I, Milano, 1982, 250 ss.

413 : Cass. 7 novembre 1991, n. 470, in *CED Cass.* 1991.

414 : Cfr. G. AZZALI, *Prospettive negoziali del delitto di truffa*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 327.

impone alle parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, l'obbligo del comportamento secondo buona fede»⁴¹⁵.

Nella prassi, la tipica condotta fraudolenta è quella che porta ad ottenere la sottoscrizione della dichiarazione di operatore qualificato (caso, invero, ormai desueto, in seguito all'abrogazione del Regolamento Intermediari 11522/1998 e all'entrata in vigore del Regolamento Intermediari 16190/2007), occultando al cliente i reali effetti in materia di tutele scaturenti dall'assunzione di tale qualifica. Come si è analizzato *supra*⁴¹⁶, con la storica sentenza della Corte di Cassazione n. 12138/2009 si è sancito che tale dichiarazione non costituisce dichiarazione confessoria. Quindi, chi intenda dedurre la incongruenza tra situazione reale e dichiarata ha l'onere di provare la mancanza dei requisiti di competenza ed esperienza e la conoscenza o la conoscibilità da parte dell'intermediario di tale mancanza. La banca ha, comunque, il dovere di avvertire il cliente del significato della dichiarazione e delle conseguenze che ne derivano nella stipulazione di contratti derivati.

Di recente⁴¹⁷, è stato contestato ad un dipendente di banca il reato di truffa in ambito prenegoziale per avere assunto condotte fraudolente, sia omissive che commissive, nell'adempimento dei doveri informativi che gravano sulla banca stessa. In particolare, la condotta era consistita nell'aver presentato i contratti derivati come contratti aventi finalità di *hedging*, mentre si trattava di derivati con finalità speculativa, oltretutto inadeguati al profilo del cliente; nell'aver occultato il rischio effettivo a cui era esposto il cliente, anche tenuto conto della dichiarazione di operatore qualificato del cliente, che in concreto non aveva, però, le necessarie competenze; per avere presentato il contratto di *swap* come un'assicurazione gratuita sull'aumento dei tassi.

Il reale rischio di truffa, si ha però nelle rinegoziazioni, dove la banca può facilmente addebitare al cliente delle commissioni implicite, stimabili nella differenza tra il *mark to market* dei pagamenti del cliente ed il *mark to market* dei pagamenti in capo alla banca. Tale discorso è strettamente connesso all'analisi della clausola *up front* quale tecnicistica del contratto derivato, alla quale si rimanda⁴¹⁸.

Ricordiamo che il contratto derivato, al momento della stipulazione, dovrebbe avere un

415 : Cass. 19 aprile 1991, n. 9194, Salvalaio, in *Riv. pen.*, 1992, 474.

416 : Cap. II.3.

417 : Trib. Acqui Terme (decr.), 18 aprile 2012, cit.

418 : Cap. III.4.

fair value nullo. Qualora non lo avesse, è necessario giustificare tali addebiti in capo al cliente. Se infatti fossero considerati dei costi di remunerazione della banca, trascendendo anche la difficoltà a giustificare costi che raggiungo cifre assai ingenti, in virtù dell'obbligo di trasparenza che sta in capo alla banca, la stessa avrebbe dovuto prontamente e chiaramente informare il cliente.

Un contratto derivato in condizioni *non par* è ammesso solo per compensare gli squilibri inseriti utilizzando la tecnica negoziale dell'*up front*⁴¹⁹.

L'omessa o parziale corresponsione dell'*up front* al cliente da parte della banca, costituisce una commissione implicita che determina in capo alla banca un ingiusto profitto derivante da un indebito ed occulto arricchimento. Il valore dell'*up front* sarà tanto maggiore quanto maggiormente è negativo il valore del contratto per il cliente⁴²⁰.

L'onere, in capo alla banca, di agire in maniera diligente, corretta e trasparente per servire al meglio l'interesse dei clienti, per perseguire la *best execution*, deve estrinsecarsi nelle indicazioni ai clienti di tutti i costi connessi all'operazione e, ove non determinati, richiede che siano resi noti quantomeno i meccanismi con cui vengono calcolati (si pensi al *pricing*, determinato dai costi di produzione del contratto derivato addebitati al cliente e dal *mark up* lucrato dalla banca)⁴²¹. L'obbligo di informazione sussiste anche nel caso di scelta dannosa effettuata dallo stesso cliente: l'omissione delle informazioni sulla perniciosità della scelta effettuata dal cliente costituisce violazione del principio di buona fede contrattuale⁴²².

L'inadempimento dell'obbligo di servire al meglio l'interesse dei clienti può, altresì, integrare l'aggravante – prevista dall'art. 61, n. 11), c.p. - di abuso di prestazione d'opera⁴²³, che si palesa nella violazione del rapporto fiduciario con il cliente, conseguente all'approfittamento della minore attenzione della vittima, che si affida all'opera della controparte⁴²⁴.

Sull'individuazione e determinazione del danno che ne deriva, si è formato un ampio dibattito in dottrina e giurisprudenza. Un primo orientamento giurisprudenziale individuava il danno nel fatto stesso della stipulazione del contratto, anche a prescindere

419 : Trib. Milano, 19 dicembre 2012.

420 : App. Trento, 5 marzo 2009 cit.

421 : L. ZAMAGNI-G. CEDRINI, *Swap ed enti locali*, cit., 5

422 : App. Milano, 27 febbraio 2008.

423 : M. MARGIOCCO, *Strumenti derivati e responsabilità penali*, cit., 131.

424 : Cass. 23 settembre 2005, n. 42352, in *CED Cass.*, 2005.

da un effettivo nocimento di natura patrimoniale. Si dava, dunque, unicamente rilievo all'offesa cagionata alla libertà di autodeterminazione della volontà. Il danno patrimoniale ricorre anche nel caso in cui non vi sia stato squilibrio tra i valori delle controprestazioni; in questa ipotesi gli elementi dell'ingiusto profitto e del danno altrui vanno ravvisati nel vantaggio e nel rispettivo pregiudizio derivante alle parti dalla stipulazione del contratto che, senza gli artifici o i raggiri, non sarebbe stato concluso⁴²⁵. Sebbene si riconosca la sussistenza di un danno nella semplice stipulazione del contratto, a prescindere da un depauperamento patrimoniale o da uno squilibrio nelle prestazioni, si è, altresì, rilevato che la patrimonialità del danno è fondamentalmente rilevante addirittura nella stessa configurazione del reato: senza danno patrimoniale non vi è truffa contrattuale.

La dottrina⁴²⁶ critica duramente l'orientamento della Suprema Corte, rilevando come non sia la lesione della libertà di disporre a cagionare il danno al cliente, bensì il suo atto di disposizione del proprio patrimonio, conseguenza della lesione della libertà. La giurisprudenza, infatti, trascura le conseguenze giuridico-economiche sul patrimonio, compiendo una valutazione di tipo qualitativo, incentrando il disvalore del comportamento fraudolento non sul piano del danno patrimoniale, ma su quello del danno sociale, morale e giuridico.

Quanto alle sorti del contratto, una risalente dottrina⁴²⁷ sosteneva la tesi della nullità, in quanto un contratto determinato da un reato è sempre nullo *ex art. 1418, comma 1, c.c.* Oggi tale tesi viene rifiutata⁴²⁸, in quanto la violazione del precetto penale non comporta un difetto strutturale o funzionale del contratto. La giurisprudenza accoglie la tesi dell'annullabilità *ex art. 1439 c.c.* Il contratto risulta essersi formato grazie ad un consenso espresso a seguito di un raggiri tale da aver indotto il contraente a concludere un contratto che, se fosse stato libero di autodeterminarsi, non avrebbe concluso o avrebbe concluso a condizioni diverse. Non è nemmeno richiesta l'esistenza di un danno

425 : Cfr. Cass. 9 dicembre 1977, Prestano, in *Rep. Foro it.*, 1978, Truffa, 18; Cass. 13 dicembre 1982, Gava, in *Rep. Foro it.*, 1984, Truffa, 22; Cass. 23 settembre 1997, Marrosu, in *Foro it.*, 1998, II, 621.

426 : Cfr. L. GRILLI, *La valutazione del danno nella truffa contrattuale*, in *Giur. pen.*, II, 1970, 390 ss.; F. SGUBBI, *Uno studio sulla tutela del patrimonio*, Milano, 1980, 112; ID., *Patrimonio (reati contro il)*, in *Enc. dir. Treccani*, XXXII, 1982, 378.

427 : G. FOSCHINI, *Delitto e contratto*, in *Arch. pen.*, I, 1953, 69 ss.

428 : Cfr. F. MANTOVANI, *Concorso e conflitto apparente di norme*, Bologna, 1966, 384; I. LEONCINI, *I rapporti tra contratto, reati-contratto e reati in contratto*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1056 s.; M. RABITTI, *Contratto illecito e norma penale. Contributo allo studio della nullità*, Milano, 2000, 145.

patrimoniale per l'annullamento del contratto, poiché si dà rilevanza alla sola lesione della libertà del consenso⁴²⁹. Fino a che non sia intervenuta la sentenza di annullamento, gli effetti del contratto permarranno e, anche una volta che sia pronunciato l'annullamento, occorrerà verificare entro quali limiti della esso avrà effetti retroattivi. La dottrina prevalente⁴³⁰, pur aderendo alla tesi dell'annullabilità, rileva che la relativa azione è esperibile solo nei casi di dolo determinante. La normale configurazione del reato di truffa condurrebbe infatti ad un dolo incidente, che determina esclusivamente il diritto al risarcimento del danno, non inficiando la validità dell'atto⁴³¹.

Resta da rilevare che la banca è responsabile per la truffa contrattuale, sotto il profilo della responsabilità da illecito amministrativo dipendente da reato *ex decreto legislativo* 8 giugno 2001, n. 231, solo se la condotta fraudolenta è stata posta in essere in contratti derivati stipulati con enti locali, in quanto, ai sensi dell'art. 24 d.lgs. 231/2001, al ricorrere degli elementi soggettivi ed oggettivi necessari per poter addebitare la responsabilità all'ente, la banca risponde solo della truffa in danno di un ente pubblico.

2. Il riciclaggio

Il sistema economico-finanziario risulta gravemente minato dal fenomeno del c.d. riciclaggio, consistente nel sostituire denaro, beni o altre utilità provenienti da reato, ovvero nel compiere, in relazione ad essi, altre operazioni, in modo da ostacolare l'identificazione della loro provenienza delittuosa (art. 648-*bis* c.p.). Inoltre, tale condotta integra il reato di impiego di denaro, beni o utilità di provenienza illecita (art. 649-*ter* c.p.).

Il riutilizzo dei proventi dell'attività criminale, infatti, «inquina gli assetti proprietari e decisionali delle imprese; distorce la concorrenza; privilegia obiettivi che prescindono dalla qualità dei prodotti e dei servizi offerti; quando riesce ad insinuarsi nel sistema bancario e finanziario, può minarne l'efficienza e la stabilità»⁴³².

429 : Cfr. Cass. 10 dicembre 1986, n. 7322, in *Corr. giur.*, 1987, 208

430 : Cfr. I. LEONCINI, *I rapporti*, cit., 1058; V. MARICONDA, *Truffa e contrarietà del contratto a norme imperative*, in *Corr. giur.*, 1987, 210 s.

431 : I. LEONCINI, *I rapporti*, cit., 1058.

432 : Così il direttore dell'Unità di Informazione Finanziaria (UIF) G. CASTALDI, *La segnalazione delle operazioni sospette all'Unità di informazione finanziaria (UIF). Obblighi e responsabilità*, Atti del convegno *Legalità, antiriciclaggio e rischi professionali: il fenomeno, il ruolo delle imprese e degli operatori del settore finanziario*, organizzato da fiba CISL e tenutosi a Castelnuovo del Garda (VR) il 31

Il quadro normativo, oltre ad essere composto dalle previsioni codicistiche, si completa con altre tre importanti fonti giuridiche: il decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 emanato in attuazione della direttiva 2005/60/CE del 26 ottobre 2005 concernente la prevenzione dell'utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo, nonché della direttiva 2006/70/CE che ne reca misure di esecuzione, i decreti del Ministro dell'Economia e delle Finanze⁴³³ che danno attuazione della direttiva 2005/60/CE, e il c.d. Decalogo della Banca d'Italia⁴³⁴.

Degna di nota è anche la classificazione dei c.d. paradisi fiscali (centri *off shore* o *tax havens*), da parte dell'OCSE⁴³⁵ che, successivamente al G20 del 2009, ha provveduto a elaborare tre diversi tipi di liste (lista nera, ove rientrano Stati, territori o giurisdizioni che non si sono impegnati a rispettare gli standard internazionali; liste grigia e grigio-chiara ove rientrano Stati, territori o giurisdizioni che si sono impegnati a rispettare gli standard internazionali ma che, ad oggi, hanno siglato meno di dodici accordi conformi a questi standard; lista bianca ove rientrano Stati, territori o giurisdizioni che hanno seguito le regole internazionali, stipulando almeno 12 accordi conformi a queste regole). Dal 2012, la lista dei paradisi fiscali redatta dall'OCSE risulta quasi completamente svuotata, facendo ormai parte quasi tutti gli Stati della lista bianca⁴³⁶

Ai sensi dell'art. 15, d.lgs. 231/2007, la banca è onerata da obblighi di adeguata verifica della clientela in relazione ai rapporti e alle operazioni inerenti allo svolgimento dell'attività istituzionale o professionale degli stessi.

In particolare, deve adempiere a tali obblighi quando venga instaurato un rapporto continuativo e quando vengano eseguite operazioni occasionali, disposte dai clienti, che comportino la trasmissione o la movimentazione di mezzi di pagamento di importo pari o superiore a 15.000 euro, indipendentemente dal fatto che siano effettuate con una operazione unica o con più operazioni che appaiono collegate o frazionate.

gennaio 2012.

433 : Cfr. D.M. Economia e Finanze, 28 settembre 2011,

434 : Delibera Banca d'Italia, 14 agosto 2010, n. 616, *Provvedimento recante gli indicatori di anomalia per gli intermediari*.

435 : Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo in Europa - *Organisation for economic co-operation and development* (OECD).

436 : Cfr. OECD Progress report, *A progress report on the jurisdictions surveyed by the oecd global forum in implementing the internationally agreed tax standard, Progress made as at 18 May, 2012*, ove risulta che la lista nera ora è vuota; la lista grigia contiene solamente Nauru e Guatemala; la lista grigio-chiara è vuota; la lista bianca è composta da tutti gli altri Stati.

Inoltre. L'obbligo sussiste quando vi è sospetto di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, indipendentemente da qualsiasi deroga, esenzione o soglia applicabile, e quando vi sono dubbi sulla veridicità o sull'adeguatezza dei dati precedentemente ottenuti ai fini dell'identificazione di un cliente

La delibera n. 616/2010 della Banca d'Italia, all'art. 3, disciplina gli indicatori di anomalia per la valutazione sugli eventuali profili di sospetto di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo, che vengono poi puntualmente descritti nell'allegato alla delibera. Gli indicatori di anomalia sono volti a ridurre i margini di incertezza connessi con valutazioni soggettive o con comportamenti discrezionali e intendono contribuire al contenimento degli oneri e al corretto e omogeneo adempimento degli obblighi di segnalazione di operazioni sospette.

L'elencazione degli indicatori di anomalia non è esaustiva, anche in considerazione della continua evoluzione delle modalità di svolgimento delle operazioni, e comprende gli indicatori di anomalia connessi al cliente; gli indicatori di anomalia connessi alle operazioni o ai rapporti; gli indicatori di anomalia connessi ai mezzi e alle modalità di pagamento; gli indicatori di anomalia relativi al finanziamento del terrorismo; gli indicatori di anomalia relativi alle operazioni in strumenti finanziari e ai contratti assicurativi.

Ai fini del presente lavoro, assumono rilevanza i punti 13, 14 e 15 dell'ultimo indicatore di anomalia. In tali punti sono descritti, quali indicatori di anomalia, le operazioni in strumenti finanziari incoerenti con il profilo economico, finanziario o patrimoniale del cliente ovvero, nel caso di persone giuridiche, del gruppo di appartenenza, oppure effettuate con modalità inusuali o illogiche, soprattutto se di ammontare complessivamente rilevante, non adeguatamente giustificate da specifiche esigenze⁴³⁷;

437 : Sono tali: l'acquisto di strumenti finanziari (soprattutto di quote di un fondo comune di investimento immobiliare) a prezzi sensibilmente superiori rispetto ai correnti valori di mercato; le frequenti operazioni in strumenti finanziari, anche in forma frazionata, per importi complessivamente significativi effettuati con regolamento in contanti ovvero senza che l'operazione transiti sul rapporto; le operazioni d'investimento su strumenti finanziari, ripetute o di importo significativo, regolate con provvista proveniente da intermediari insediati in uno dei Paesi o territori a rischio; le frequenti operazioni di investimento a lungo termine in strumenti finanziari immediatamente seguite dalla richiesta di liquidare la posizione e di trasferire i relativi proventi; l'acquisto di un ingente ammontare di strumenti finanziari a elevata liquidità seguito dalla richiesta di prestiti garantiti dagli stessi strumenti finanziari; le speculari e ripetute operazioni di acquisto e di vendita di strumenti finanziari effettuate da due o più soggetti diversi tali da prefigurare un'operazione concertata al fine di trasferirsi disponibilità, soprattutto se avvengono a prezzi sensibilmente diversi rispetto a quelli di mercato o sono aperte e chiuse in un breve arco di tempo o hanno a oggetto strumenti scarsamente negoziati; la negoziazione di strumenti finanziari a limitata diffusione, ripetuta o di importo significativo, soprattutto se conclusa con controparti situate in

le operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari che si caratterizzano per l'intestazione a favore di terzi ovvero per l'intervento di soggetti diversi, qualora non siano in alcun modo giustificati dai rapporti tra le parti⁴³⁸; le operazioni frequenti o di importo significativo effettuate su strumenti finanziari non dematerializzati, soprattutto se al portatore, in assenza di plausibili giustificazioni⁴³⁹.

La mera ricorrenza di comportamenti descritti in uno o più indicatori di anomalia non costituisce, di per sé, ragione sufficiente per la segnalazione di operazioni sospette, così come l'assenza di indicatori può non bastare ad escludere che l'operazione sia sospetta: le banche devono valutare con la massima attenzione ulteriori comportamenti che, sebbene non tipizzati, configurino in concreto profili di sospetto.

Preposte all'attività di controllo in oggetto sono alcune autorità: il Ministero dell'Economia e delle Finanze, la Banca d'Italia, l'Unità di informazione finanziaria (UIF) e la Consob, quest'ultima esclusivamente per i mercati finanziari.

Su queste autorità, sulle banche e sui loro dipendenti grava un obbligo di segnalazione, disciplinato dall'art. 5 della delibera 616/2010 della Banca d'Italia.

La banca è tenuta a segnalare le operazioni sospette a prescindere dal relativo importo, e ha l'obbligo di segnalare anche le operazioni sospette rifiutate o, comunque, non concluse e quelle tentate, nonché le operazioni sospette per le quali l'obbligo di segnalazione sussiste anche in capo ad altri intermediari.

L'analisi è effettuata per l'intera durata del rapporto e non può essere limitata alle fasi di

Paesi o territori a rischio.

438 : Sono tali: l'acquisto di rilevanti quantità di strumenti finanziari con successiva richiesta di intestazione degli stessi a soggetti terzi, anche tra loro collegati; le numerose e frequenti operazioni di sottoscrizione e di rimborso di strumenti finanziari di pertinenza di soggetti differenti regolate su un unico rapporto intestato a una società fiduciaria; il disinvestimento totale o parziale di strumenti finanziari con trasferimento delle somme in piazze diverse da quelle originariamente convenute o a favore di soggetti diversi dagli intestatari; la sottoscrizione di quote a nome di un medesimo cliente con regolamento della transazione in favore della stessa società di gestione per il tramite di conti intestati a soggetti diversi; gli acquisti frequenti o di importo significativo di strumenti finanziari effettuati in nome o per conto di soggetti residenti in uno dei Paesi o territori a rischio.

439 : Sono tali: l'acquisto di strumenti finanziari non dematerializzati con contestuale richiesta di consegna fisica ovvero di trasferimento all'estero o a favore di altri soggetti; la richiesta di emissione di certificati al portatore rappresentativi di quote di fondi, specie se immobiliari, con contestuale richiesta di consegna fisica o di trasferimento all'estero o a favore di altri soggetti; la richiesta di restituzione di strumenti finanziari non dematerializzati offerti in garanzia previa costituzione della provvista necessaria all'acquisto di altri strumenti finanziari da offrire in garanzia; la presentazione di strumenti finanziari non dematerializzati per l'incasso in contanti o per l'acquisto di altri strumenti finanziari senza che l'operazione transiti sul conto del cliente, ovvero per il deposito con contestuale richiesta di rilascio della relativa dichiarazione di ricevuta; la dismissione di numerosi strumenti finanziari detenuti in portafoglio con richiesta di investimento della liquidità riveniente in un unico strumento finanziario non dematerializzato.

instaurazione ovvero di conclusione del rapporto. Inoltre, al fine anche di permettere alle banche di ottemperare al meglio l'obbligo di valutazione delle operazioni poste in essere con altri intermediari, nazionali ed esteri, di dubbio profilo reputazionale ovvero operanti in Paesi o territori a rischio, con i D.M. Economia e Finanze che danno attuazione della direttiva 2005/60/CE, viene stilata una lista dei paesi extracomunitari considerati equivalenti a quelli comunitari quanto alla normativa di prevenzione delle attività di riciclaggio.

La qualifica di paesi equivalenti permette alle banche di operare con gli istituti di credito stabiliti nei loro territori e di avvalersi di una semplificazione negli oneri di verifica e segnalazione della clientela⁴⁴⁰.

Ai sensi dell'art. 10 della legge 5 luglio 1991, n. 197, il collegio sindacale della banca è tenuto a trasmettere entro 10 giorni al Ministro del Tesoro copia dei propri accertamenti e delle sue contestazioni riguardanti le violazioni delle norme in materia di antiriciclaggio, sulla cui osservanza i sindaci sono tenuti a vigilare. L'obbligo di segnalazione scatta esclusivamente quando il collegio sindacale ha avuto notizia delle violazioni eventualmente commesse: non sussiste un obbligo di adeguata verifica della clientela, nè di registrare e conservare i dati, nè tantomeno di segnalare alla UIF eventuali operazioni sospette di riciclaggio.

È stata, inoltre, profilata una generale possibilità di uso criminale di contratti derivati, relativa ad operazioni per destabilizzare singole imprese o settori economici, ponendo in atto esperte operazioni per abbattere una società e le quotazioni dei titoli di partecipazione nelle imprese ed assumerne poi, direttamente o indirettamente, il controllo, servendosi di capitali illeciti⁴⁴¹.

3. Un caso attuale di cronaca giudiziaria: lo "scandalo - derivati" Monte dei Paschi di Siena

La cronaca giudiziaria e finanziaria è stata sconvolta dall'ormai celebre "scandalo-derivati", che ha visto come protagonista quella che è considerata la più antica banca del

440 : Sono ritenuti paesi equivalenti: Australia, Brasile, Canada, Hong Kong, India, Giappone, Repubblica di Corea, Messico, Federazione Russa, Singapore, Stati Uniti d'America, Repubblica del Sudafrica, Svizzera; □ sono ritenuti territori equivalenti: Mayotte, Nuova Caledonia, Polinesia francese, Saint-Pierre e Miquelon, Wallis e Futuna, Aruba, Curaca, Sint Maarten, Bonaire, Sint Eustatius, Saba.

441 : Così G. MUSSARI-D. MONTI, *Guida agli strumenti finanziari derivati*, Milano, 2012, 96.

mondo: il Monte dei Paschi di Siena. Per il presente lavoro, tale vicenda si rivela un importantissimo *case study*, ricco di implicazioni sotto il profilo della responsabilità della banca e, soprattutto, dei suoi amministratori nella negoziazione in contratti derivati, nonché dei rapporti con le autorità di vigilanza, le fondazioni bancarie e con la struttura organizzativa della stessa banca.

Per ricostruire i fatti della vicenda occorre risalire al 2007, anno in cui il Monte dei Paschi di Siena ha acquistato la banca Antonveneta. Si trattava di un'operazione molto costosa e complessa. L'acquisto è stato fortemente voluto dal presidente della banca che, nel perseguimento dei suoi obiettivi di gigantismo bancario e di prestigio personale, ne ha chiuso precipitosamente l'acquisto, sproorzionato rispetto al patrimonio dell'istituto⁴⁴². Determinante è stata la consapevolezza di poter fare affidamento sul patrimonio del socio di maggioranza assoluta della banca, la Fondazione Monte dei Paschi di Siena, con la quale era stato stipulato un contratto derivato ibrido che permetteva alla banca di ottenere circa la metà della somma di cui la medesima aveva necessità per portare a termine l'operazione di acquisto. La restante metà era stata sottoscritta da altre fondazioni, coinvolte nell'operazione dalla stessa Fondazione Monte dei Paschi di Siena, e da anonimi investitori privati.

Tale contratto derivato ibrido prendeva il nome di F.R.E.S.H. (*Floating Rate Equity-linked Subordinated Hybrid Preferred Securities*), ed era formato da un contratto derivato *equity linked* avente come sottostante l'andamento dei titoli azionari della banca Monte dei Paschi di Siena, e da una *reverse convertible*. Quest'ultimo consiste in uno strumento finanziario in cui l'andamento della componente derivativa incide sul capitale investito, e in cui si prevede, oltre alla restituzione di un tasso fisso, la possibilità che il rimborso avvenga non mediante la restituzione del capitale investito, bensì mediante la consegna di un determinato numero di azioni quotate o del loro controvalore⁴⁴³.

Per sottoscrivere il contratto la Fondazione si è obbligata a pagare alle due banche che hanno finanziato l'operazione, Mediobanca e Credit Suisse, un tasso pari all'Euribor + 2,7%, ricevendo ogni anno (con scadenza trimestrale) una cedola pari all'Euribor + 4,2% da Jp Morgan, banca emittente lo strumento finanziario, con un rendimento annuo quindi dell'1,5%.

442 : Monte dei Paschi di Siena, all'epoca, aveva un patrimonio di 12 miliardi di euro e acquistò Antonveneta per 9,3 miliardi di euro, cifra lievitata a 10,1 miliardi di euro ad operazione conclusa.

443 : R. MAVIGLIA, *Le obbligazioni strutturate*, cit., 444.

Con gli interessi incassati, la Fondazione avrebbe potuto sostenere le attività della banca. Il F.R.E.S.H., però, prevedeva una clausola per cui Jp Morgan avrebbe dovuto pagare la cedola solo se Monte dei Paschi di Siena avesse distribuito utili. Il predetto contratto, nel 2009, ha permesso alla fondazione di incassare interessi correnti per 13,9 milioni di euro, mentre per il 2010 si è manifestato il forte rischio di subire delle perdite (la Fondazione non avrebbe infatti incassato la cedola di 7 milioni di euro e avrebbe comunque dovuto pagare un tasso pari a 14 milioni di euro) Queste derivavano da un'operazione in contratti derivati stipulata nel 2006, *Alexandria Pie*⁴⁴⁴, avente quale sottostante mutui ipotecari e che, in seguito alla crisi dei *subprime*, aveva determinato ingenti perdite.

Monte dei Paschi di Siena, allora, al fine di celare la perdita nel conto economico e permettere alla Fondazione di ricevere la cedola, ha negoziato con la banca giapponese Nomura una serie di operazioni finanziarie con le quali scambiare il rischio di credito dei *Cdo Alexandria Pie* con Btp, Buoni del Tesoro Poliennali, aventi un rischio bancario ed un rischio collegato a titoli di Stato, più rassicuranti e più consoni all'attività di una banca. Essendo i Btp utilizzati per un contratto c.d. pronti contro termine (in cui si cedono titoli con l'impegno a riacquistarli, ad una determinata scadenza, ad un prezzo più alto), la perdita non doveva essere iscritta nel conto economico, permettendo di celare le minusvalenze e, di conseguenza, di distribuire gli utili.

Inoltre l'operazione ha permesso una remunerazione a Monte dei Paschi da parte di Nomura, anche se si è, infine, rivelata disastrosa per i conti della banca, in quanto i Btp sono stati trasformati da contratti a tasso fisso a contratti a tasso variabile⁴⁴⁵ legati all'Euribor⁴⁴⁶ (che, successivamente alla stipulazione dell'operazione, è crollato a

444 : L'attuale Amministratore delegato di Monte dei Paschi di Siena, F. VIOLA, nella sua Relazione al Consiglio di Amministrazione, descrive così l'operazione su *Alexandria*: «Nel febbraio 2006, Mps acquistava da Dresdner Bank, per un nozionale pari a euro 400 mln, note emesse dal veicolo *Alexandria Pie* e legate al rischio Madison, un *Cdo* (*Collateralized debt obligation*, ndr) *squared* emesso il 15 dicembre 2005 da Skylark Ltd, veicolo costituito da Dresdner e avente quale sottostante mutui ipotecari e *tranches* di altri *Cdo*».

445 : Sempre F. VIOLA, nella relazione cit., afferma che «(i) Mps acquistava da Nomura in *asset swap* Btp emessi dalla Repubblica italiana (08/2034) per un controvalore pari a circa 3 miliardi e 50 milioni di euro. (ii) MPS e Nomura stipulavano una *term repurchase transaction* (TRT) avente medesimo nazionale e durata dell'operazione sub (i), in base alla quale gli stessi Btp oggetto dell'*asset swap* erano consegnati da MPS a Nomura».

446 : Sempre F. VIOLA, nella relazione cit., afferma che Nomura «ha corrisposto il corrispettivo in denaro con una marginazione del 115% e riceveva da Mps il tasso Euribor 3m +59 bps (in tal modo, Mps finanziava l'*asset swap* fino a scadenza e il differenziale tra il tasso ricevuto da Mps in *asset swap*, 98 bps, e quello pagato nella *term repurchase transaction*, 59 bps, era lucrato da Mps».

picco⁴⁴⁷). Peraltro, deve evidenziarsi che è stato stipulato un contratto a lungo termine, che ha esposto irrimediabilmente la banca a enormi incertezze, quali l'innalzamento dello *spread* da cui è derivata la riduzione del valore dei Btp in portafoglio e che ha permesso a Nomura di pagare interessi bassissimi a Monte dei Paschi e di conservare le cedole dei Btp (ciò è risultato un ottimo affare per Nomura nel momento in cui il valore dello *spread* si è ridotto).

La gravità della vicenda si manifesta soprattutto se si tiene conto del fatto che l'operazione è stata condotta dall'allora presidente della banca in segreto, senza che essa fosse contabilizzata ma, addirittura, occultando la documentazione dell'accordo, che è stata ritrovata dai nuovi amministratori e comunicata alle autorità di vigilanza solamente nell'ottobre 2012.

Ciò è stato possibile anche a causa delle peculiari funzioni attribuite al consiglio d'amministrazione della banca, che non rispettano le disposizioni del codice di autodisciplina del comitato per la *corporate governance* di Borsa Italiana S.p.A., emanato nel dicembre 2011. Secondo tali norme i consiglieri di amministrazione non avrebbero potuto approvare le operazioni aventi un significativo rilievo strategico, economico, patrimoniale o finanziario⁴⁴⁸. Il consiglio di amministrazione avrebbe dovuto essere solo un organo di indirizzo e controllo. Rispetto ai modelli di *corporate governance*, a nessun consigliere potevano essere attribuite deleghe esecutive⁴⁴⁹; nemmeno avrebbe potuto essere prevista la figura del *chief executive officer* (CEO), inteso come amministratore che, in virtù delle deleghe ricevute e dell'esercizio in concreto delle stesse, è il principale responsabile della gestione dell'emittente; né al presidente del consiglio di amministrazione avrebbe potuto essere attribuito il ruolo di responsabile della gestione dell'impresa.

L'occultamento del documento era finalizzato a nascondere alla società e alle autorità di vigilanza il valore finanziario finale del contratto. La ristrutturazione del contratto *Alexandria Pie* e le operazioni *Term repurchase transaction* (TRT) e *Repurchase facility* (RF) erano legate da un *mandate agreement*, un accordo vincolante che sembrerebbe aver comportato la necessità di rivedere la contabilizzazione dell'operazione al 2009,

447 : L'andamento dell'Euribor è crollato dall'1,01% del luglio 2009 allo 0,19% del dicembre 2012.

448 : Art. 1.C.1, lett. f), Codice di autodisciplina del Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana S.p.A.

449 : Cfr. Art. 2, Codice di autodisciplina cit.

che prevedeva un *settlement value* del contratto a favore di Nomura di almeno 220 milioni di euro. Il bilancio del 2009 pertanto non sarebbe corretto, in quanto mancherebbe l'esplicitazione in esso di almeno (visto che si tratta di un valore finanziario minimo) 220 milioni di euro di perdite.

Monte dei Paschi deve quindi procedere al *restatement*, cioè alla rideterminazione dei valori forniti nei precedenti bilanci, ma resta il dubbio di poterlo fare già nel bilancio relativo al 2012, in quanto è in corso il tentativo di chiudere anticipatamente le operazioni con Nomura, con giocoforza un necessario incremento dell'importo di *restatement*, in quanto il costo della chiusura sarebbe contabilizzato a conto economico nell'esercizio di competenza. L'unica via che permetterebbe al Monte dei Paschi di risolvere il contratto senza costi aggiuntivi sarebbe quella del *default* della Repubblica Italiana, in quanto tale evento costituirebbe una causa di risoluzione anticipata, dato che azzererebbe il valore dei Btp oggetto di scambio tra le due banche.

Analoghe perdite avrebbe determinato il contratto derivato *Santorini*, stipulato nel 2002 con Deutsche Bank. Tale operazione si profila risolvibile a breve, a condizioni vantaggiose per Monte dei Paschi, e gli eventuali costi della chiusura sarebbero contabilizzati nel conto economico nell'esercizio di competenza.

Dall'analisi dei fatti emergono numerosi profili di anti giuridicità che meritano un approfondimento. *In primis*, si è rilevata la mancata iscrizione in bilancio dell'operazione⁴⁵⁰. Le banche sono tenute a redigere il bilancio secondo i principi contabili internazionali *International Accounting Standards* – IAS ed *International Financial Reporting Standards* – IFRS. Gli IFRS, in particolare, hanno per la prima volta introdotto il criterio del *fair value*: anziché iscrivere a bilancio il valore corrispondente al costo storicamente sostenuto, si iscrive al valore di un'ipotetica rivendita al valore attuale di mercato. Il *fair value* risente delle variazioni di valore dell'elemento patrimoniale da valutare in bilancio e, pertanto, nella valutazione di strumenti finanziari, può far emergere notevoli plusvalenze e minusvalenze di bilancio che, applicando il criterio del costo storico, sarebbero da rilevare unicamente al momento della rivendita sul mercato dell'elemento patrimoniale.

450 : Sul valore del bilancio d'esercizio come strumento di comunicazione societaria nel mercato finanziario cfr. A. TROISI, *L'informazione nel mercato finanziario: i bilanci delle banche e la comunicazione al pubblico*, in *Contr. impr.*, 2013, 46 ss.

Il d.lgs. 30 dicembre 2003, n.394⁴⁵¹, ha introdotto nel codice civile l'art. 2427-*bis*, che dispone che nella nota integrativa - strumento per soddisfare il principio di chiarezza del bilancio - devono essere indicati, per ciascuna categoria di contratti derivati, il loro *fair value* e le informazioni sulla loro entità e sulla loro natura. Il tutto deve essere completato nella relazione sulla gestione con le informazioni sugli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste e sull'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari (art. 2428, comma 2, n. 6-*bis*).

L'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), ha indicato quali devono essere le informazioni relative al *fair value* degli strumenti finanziari derivati e all'esposizione ai rischi che sono connessi ai contratti derivati nella relazione sulla gestione⁴⁵².

Quanto alle informazioni relative al *fair value* degli strumenti finanziari derivati, sulla scorta dello IAS 32 e dell'IFRS 7, esse devono comprendere un insieme di descrizioni qualitative e quantitative, tenuto conto della natura degli strumenti e della loro importanza relativa. Se i contratti derivati hanno finalità di copertura, nella nota integrativa si devono fornire informazioni sulle attività/passività oggetto di copertura e sulla verifica dell'efficacia delle coperture stesse.

Quanto alle informazioni relative all'esposizione ai rischi che sono connessi ai contratti derivati nella relazione sulla gestione, le informazioni relative all'esposizione dell'impresa ai rischi suddetti nonché le politiche adottate per fronteggiarli assumono sempre maggiore importanza per i destinatari delle informazioni contabili. Queste informazioni possono fortemente influenzare la valutazione, da parte dei lettori del bilancio, circa l'effettiva situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa, consentendo, attraverso una maggiore trasparenza sui rischi finanziari, di adottare decisioni di investimento o disinvestimento in modo consapevole e informato.

Nel rendere le informazioni sulla gestione, per l'OIC gli amministratori dovranno affidarsi al loro prudente apprezzamento per stabilire, di volta in volta e nelle singole concrete fattispecie, quando l'operatività in strumenti finanziari sia rilevante, sia sotto il

451 : Decreto legislativo 30 dicembre 2003, n. 394, di "Attuazione della direttiva 2001/65/CE che modifica le direttive CEE 78/660, 83/349 e 86/635, per quanto riguarda le regole di valutazione per i conti annuali e consolidati di taluni tipi di società, nonché di banche e di altre istituzioni finanziarie".

452 : Documento OIC 3 "le informazioni sugli strumenti finanziari da includere nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione (Artt. 2427-*bis* e 2428, comma 2, n. 6-*bis* c.c.)".

profilo quantitativo che sotto quello qualitativo immedesimandosi nelle aspettative degli utilizzatori del bilancio stesso. Una valutazione così modulata consentirà di definire al meglio il grado di approfondimento dell'informativa da fornire, anche in relazione alle diverse tipologie di strumenti finanziari utilizzati, ai rischi che si è inteso coprire nonché ai volumi delle transazioni poste in essere.

Il criterio qualitativo si rivelerà necessario a descrivere le informazioni circa gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste; il criterio quantitativo invece risulterà utile per rappresentare l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità, e al rischio di variazione dei flussi finanziari.

Ai sensi dell'art. 2423, comma 2, c.c., il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio. Dall'inadempimento dei canoni di redazione può derivare un danno ai soci, del quale rispondono gli amministratori secondo i canoni della responsabilità contrattuale. Ne consegue che il socio che vuole proporre un'azione di responsabilità dovrà provare solo l'inadempimento se il danno che ne è conseguito⁴⁵³.

Se la scorretta rappresentazione in bilancio non costituisce un danno per la società, non così è per il singolo socio, che può avere fatto affidamento sulla situazione patrimoniale rappresentata, acquistando o vendendo le proprie azioni, ovvero per il terzo che ha concesso un finanziamento. Si è, pertanto, in presenza di un danno da affidamento, risarcibile con un'azione di responsabilità contrattuale.

Oltre alla redazione del bilancio in forma nè chiara nè fedele, omettendo cifre anche consistenti⁴⁵⁴, il presidente della banca ha anche occultato della documentazione: il che determina importanti conseguenze, prima fra tutte l'integrazione dei reati di cui al Capo I, Titolo XI, Libro V c.c., “Delle falsità”. Sono infatti imputabili i due reati societari di

453 : Cfr. G. BIANCHI, *Amministratori e sindaci. Gli adempimenti e le responsabilità*, Torino, 2010, 14 ss.

454 : Se si considera il *fair value* delle operazioni la stima del costo dell'operazione di chiusura anticipata dei contratti derivati, in bilancio non risultano iscritte le passività relative all'operazione *Alexandria Pie*, di almeno 220 milioni di euro, più quelle relative all'operazione *Santorini*, che sarebbero pari a 367 milioni di euro.

cui agli artt. 2621 c.c. (False comunicazioni ed illegale ripartizione di utili o di acconti sui dividendi) e 2622 c.c. (False comunicazioni sociali in danno della società, dei soci o dei creditori), ai fini della configurabilità dei quali sono richiesti i medesimi elementi oggettivi e soggettivi: l'aver esposto nei bilanci fatti materiali non rispondenti al vero (ancorchè oggetto di valutazioni) ovvero avere omesso la comunicazione di informazioni imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale essa appartiene, in modo idoneo ad indurre in errore i destinatari; il soggetto deve agire con l'intenzione di ingannare i soci o il pubblico al fine di conseguire per sé o per altri l'ingiusto profitto⁴⁵⁵. Nel caso di specie l'ingiusto profitto è stato conseguito dalla Fondazione Monte dei Paschi di Siena, la quale, come visto, se la banca non avesse distribuito utili nel 2010, non solo non avrebbe incassato la cedola di 7 milioni di euro, ma avrebbe dovuto pagare interessi per 14 milioni di euro.

Il profitto conseguito dalla fondazione parrebbe configurare, inoltre, l'imputabilità di altri reati, societari e non. In particolar modo dei reati di cui agli artt. 2625 c.c. (Impedito controllo), che punisce gli amministratori che occultano documenti o, con altri idonei artifici, impediscono o comunque ostacolano lo svolgimento delle attività di controllo e di revisione, legalmente attribuite ai soci, ad altri organi sociali o alle società di revisione; 2635 c.c. (Corruzione tra privati), secondo cui sono puniti, salvo che il fatto costituisca più grave reato, gli amministratori, i direttori generali, i dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori, che, a seguito della dazione o della promessa di denaro o altra utilità, per sé o per altri, compiono od omettono atti, in violazione degli obblighi inerenti al loro ufficio o degli obblighi di fedeltà, cagionando nocimento alla società; 640 c.p. (Truffa), che punisce chiunque, con artifici o raggiri, inducendo taluno in errore, procura a sé o ad altri un ingiusto profitto con altrui danno.

Inoltre, si configura un'ipotesi di *market abuses*, attraverso i quali gli investitori si trovano a dover subire, in via diretta o indiretta, le conseguenze negative del comportamento di altri soggetti che hanno utilizzato, a vantaggio proprio o altrui, informazioni non accessibili al pubblico, ovvero hanno divulgato informazioni false o ingannevoli, ovvero hanno manipolato il meccanismo di determinazione del prezzo

455 : P. ACCARDI-A. MANGANO-P. MINEO, *Le frodi contabili e fiscali, il falso in bilancio e i reati societari*, Verona, 2007, 88 ss.

degli strumenti finanziari⁴⁵⁶. Il TUF prevede due tipologie di *market abuses*: l'*insider trading* e la manipolazione del mercato.

Commette reato di *insider trading* colui che abusa di informazioni privilegiate, il cui contenuto è precisato dall'art. 181 TUF, non sono state rese pubbliche, riguardano direttamente o indirettamente uno o più emittenti di strumenti finanziari e, se vengono rese pubbliche, influiscono sensibilmente sui prezzi degli strumenti finanziari. Ai sensi dell'art. 184 TUF, tale abuso si concretizza se il soggetto che si trova in possesso delle informazioni privilegiate, le utilizza per acquistare, vendere o compiere altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime (c.d. *trading*); comunicare tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio (c.d. *tipping*); ovvero raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate (c.d. *tuyautage*).

Quando il reato è posto in essere da soggetti che sono a conoscenza dell'informazione privilegiata in virtù del loro incarico istituzionale, il reato risulta compiuto dai c.d. *insider primari*⁴⁵⁷.

Il reato di manipolazione del mercato è invece previsto dall'art. 185 TUF, che punisce chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate (c.d. manipolazione informativa) o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari (c.d. manipolazione operativa). La fattispecie presenta tratti comuni con il diverso reato societario previsto dall'art. 2367 c.c., l'aggiotaggio⁴⁵⁸, che punisce chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari.

456 : Sull'argomento, cfr. S. SALERNO-F. COSTANTINO, *Le sanzioni penali ed amministrative per gli intermediari ed i mercati; l'insider trading e la manipolazione*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari* cit., 375 ss.

457 : S. SALERNO-F. COSTANTINO, *Le sanzioni penali ed amministrative*, cit., 380.

458 : Per un'applicazione di tali reati in importanti casi di crisi finanziarie, cfr. App. Milano, 14 luglio 2010; App. Milano, 11 giugno 2012; Cass. 19 dicembre 2012, n. 49362.

La differenza tra i due reati consiste nel fatto che l'aggrigotaggio è applicabile unicamente in relazione a strumenti finanziari non quotati o per i quali non è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, mentre il tratto comune risiede nel fatto che le manipolazioni devono essere concretamente idonee a modificare sensibilmente i prezzi.

Infine, è imputabile il reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, previsto dall'art. 2638 c.c. e, in via sussidiaria, dall'art. 170-*bis* del TUF, secondo cui costituisce reato l'esposizione, nelle comunicazioni alle autorità previste dalla legge, al fine di ostacolarne l'attività di vigilanza, di fatti materiali non rispondenti al vero, ancorché oggetto di valutazioni, sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria dei sottoposti alla vigilanza. Configura altresì il reato in oggetto l'occultamento, con altri mezzi fraudolenti, in tutto o in parte, di fatti che avrebbero dovuto comunicare, concernenti la situazione medesima, da parte di amministratori, direttori generali, dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari, sindaci e liquidatori di società o enti e altri soggetti sottoposti per legge alle autorità pubbliche di vigilanza, o tenuti ad obblighi nei loro confronti.

Costituisce reato anche l'ostacolare le funzioni di vigilanza omettendo le comunicazioni dovute alle autorità.

Ai sensi del Titolo III del TUB, infatti, la Banca d'Italia esercita un'attività di vigilanza sulle banche, le quali sono tenute ad inviarle segnalazioni periodiche ed ogni altro dato e documento richiesto (art. 51 TUB, vigilanza informativa)⁴⁵⁹, e può effettuare ispezioni presso le banche e richiedere ad esse l'esibizione di documenti e gli atti che ritenga necessari (art. 54 TUB, vigilanza ispettiva)⁴⁶⁰.

Tutte queste vicende profilano, oltre che una responsabilità penale degli amministratori, anche una responsabilità civile nei confronti della società, dei creditori sociali e dei singoli soci. La responsabilità ha natura contrattuale per i danni cagionati dagli amministratori alla società, in quanto trae fondamento da un rapporto contrattuale sorto tra amministratori e società al momento della loro nomina e da cui discendono

459 : Cfr. F. VELLA-M. PRESTIPINO, *Commento, sub art. 51 TUB*, in *Testo Unico Bancario - Commentario* a cura di M. Porzio-F. Belli-G. Losappio-M. Rispoli Farina-V. Santoro, Milano, 2010, 451 ss.

460 : Cfr. F. VELLA-M. PRESTIPINO, *Commento, sub art. 54 TUB*, in *Testo Unico Bancario*, cit., 485 ss.

determinati obblighi⁴⁶¹. Negli altri casi, sussisterà una responsabilità extracontrattuale⁴⁶².

Ai sensi dell'art. 2392 c.c., gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze. Essi sono solidalmente responsabili verso la società dei danni derivanti dall'inosservanza di tali doveri, a meno che si tratti di attribuzioni proprie del consiglio esecutivo o di funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori.

In ogni caso gli amministratori sono solidalmente responsabili se, essendo a conoscenza dei fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano, per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose.

La responsabilità per gli atti o le omissioni degli amministratori non si estende a chi, essendo immune da colpa, abbia fatto annotare senza ritardo il suo dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio, dandone immediata notizia per iscritto al presidente del collegio sindacale.

Inoltre, ai sensi dell'art. 2391 c.c., gli amministratori non devono avere interessi particolari nelle deliberazioni sociali.

Si configura una responsabilità dell'amministratore sia se costui abbia commesso un atto illecito, sia se abbia omesso un adempimento obbligatorio, sia se non abbia adottato la diligenza richiestagli dalla legge⁴⁶³. Al dovere di diligenza debbono associarsi quelli di prudenza e perizia: l'amministratore non deve compiere operazioni rischiose, che nessun avveduto imprenditore porrebbe mai in essere, e deve avere le necessarie competenze proporzionate alle dimensioni dell'impresa che amministra, richieste dalla natura dell'incarico⁴⁶⁴.

La diligenza richiesta non è quella del buon padre di famiglia, ma quella qualificata dell'amministratore medio, e deve essere adottata ai fini della vigilanza sul generale andamento della gestione ed al fine di impedire il compimento o attenuare od eliminare le conseguenze di fatti pregiudizievoli.

461 : R. RORDORF, *Nuova rassegna di giurisprudenza sul codice civile*, Milano, 1994, 1589.

462 : R. RORDORF, *Nuova rassegna*, cit., 1595; F. GALGANO, *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1974, VII, 271 ss.; B. QUATRARO, *Azione di responsabilità contro amministratori e sindaci*, in *Soc.*, 1986, 742 ss.

463 : G. BIANCHI, *Amministratori e sindaci*, cit., 6.

464 : F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003, 277.

La responsabilità contrattuale degli amministratori può derivare oltre che dalla violazione di un dovere nascente dall'ufficio, anche da una *culpa in committendo*, per i compiti affidati ai funzionari e ai dipendenti della società, e da una *culpa in vigilando*, quando gli amministratori non siano intervenuti per controllare l'operato delle persone preposte alle singole funzioni⁴⁶⁵.

La responsabilità degli amministratori può dipendere però solo dall'inadempimento di un obbligo o da carenza di diligenza nell'amministrazione, e non semplicemente per scelte gestionali rivelatesi sbagliate. La scelta gestionale rivelatasi pregiudizievole in seguito al suo compimento, senza che ciò fosse prevedibile, non determina responsabilità degli amministratori se è stata posta in essere con un comportamento diligente⁴⁶⁶. Qualora però gli atti così posti in essere non costituiscano un'estrinsecazione diretta delle funzioni cui l'amministratore è preposto e provochino un danno ingiusto, l'amministratore sarà responsabile *ex art.2043 c.c.*⁴⁶⁷.

Agli amministratori compete una funzione di stimolo all'acquisizione di dati e notizie quando vengono poste in essere operazioni che appaiano rischiose, poiché l'obbligo di vigilare impone di intervenire con segnalazioni e sollecitazioni agli altri amministratori, al collegio sindacale e all'assemblea⁴⁶⁸.

Una corretta gestione implica anche che vengano adottati efficaci modelli di *risk management*, attraverso cui contrastare i c.d. rischi-minaccia e permettere di affrontare diligentemente i c.d. rischi-opportunità, che possono determinare un notevole progresso della società anche se per mezzo di operazioni finanziarie aleatorie. Operazioni come quelle condotte da Monte dei Paschi di Siena, se sottoposte ad una valutazione preventiva corredata da un modello che valutasse le contromosse da applicare in caso di effetti negativi dell'operazione, avrebbero reso leciti i rischi e non avrebbero determinato responsabilità degli amministratori⁴⁶⁹.

La responsabilità sull'andamento della gestione è causa di una responsabilità propria:

465 : G. BIANCHI, *Amministratori e sindaci*, cit., 228.

466 : Cfr. Trib. Milano, 2 maggio 2007, in *Corr. mer.*, 2007, 10, 1116; Trib. Milano, 20 febbraio 2003, in *Soc.*, 2003, 1628; Trib. Milano, 2 marzo 1995, in *Soc.*, 1996, 57.

467 : Cfr. Trib. Bari, 11 luglio 2007, in *Corr. mer.*, 2007, 10, 1129.

468 : App. Milano, 10 giugno 1996, in *Riv. trim. dir. pen. ec.*, 1998, 571.

469 : Cfr. Trib. Monza, 4 settembre 2009, in *Platinum*, 3/2009, secondo cui la preventiva valutazione del rischio e la conseguente scelta imprenditoriale operata in modo logico, lineare e coerente interviene in modo decisivo nel giudizio di responsabilità degli amministratori.

non si è esercitato il dovere di vigilare che compete a ciascun amministratore, al fine di prevenire atti pregiudizievoli. Deve verificarsi un danno alla società, che deve però essere conseguenza di un inadempimento dell'amministratore, sia omissivo che commissivo.

L'amministratore è responsabile anche in caso di inerzia nell'ipotesi di fatti pregiudizievoli: l'amministratore può rendersi conto della dannosità dell'operazione posta in essere solo dopo che l'atto ha prodotto i suoi effetti. Per soddisfare l'interesse sociale allora deve attivarsi per interrompere l'esecuzione, così come, dopo che si sono verificati, deve eliminare o attenuare le conseguenze dannose.

Una particolare forma di responsabilità per inerzia è quella di cui può rispondere il nuovo amministratore della società, dal momento in cui assume l'incarico, per fatti posti in essere dai suoi predecessori. Se mantiene gli effetti delle irregolarità pregresse, senza avvisare gli organi sociali né adoperarsi per eliminarli, sarà responsabile in solido col precedente amministratore⁴⁷⁰. Di questa forma di responsabilità dovrà tenere particolarmente conto il nuovo *board* di Monte dei Paschi di Siena.

Il danno risarcibile alla società sarà riferito al peggioramento della situazione patrimoniale della stessa, sia quanto a perdite, sia quanto a mancati guadagni. Il nesso causale va verificato procedendo ad un giudizio *ex ante* ed in concreto, in base al criterio della regolarità statistica e della normalità causale, valutando quali sarebbero state le conseguenze se l'inadempimento non si fosse verificato o, in caso di condotta omissiva, se il danno si sarebbe comunque verificato anche ponendo in essere l'azione che l'amministratore non ha compiuto⁴⁷¹.

Ai fini del risarcimento del danno, in materia di responsabilità contrattuale, la colpa si presume: spetterà al convenuto la prova dell'impossibilità dell'inadempimento⁴⁷².

Alle stesse disposizioni che regolano la responsabilità degli amministratori sono assoggettati dall'art. 2396 c.c. i direttori generali⁴⁷³ e, in virtù dell'art. 154-*bis* del TUF e

470 : G. BIANCHI, *Gli amministratori di società di capitali*², Padova, 2006, 676.

471 : L. NAZZICONE, *Commento all'art. 2392*, in *La riforma del diritto societario* a cura di G. Lo Cascio, *Società per azioni – amministrazione e controlli*, 5, Milano, 2003, 186.

472 : Cass. 23 marzo 2004, n. 5718, in *Soc.*, 2004, 1517.

473 : Cfr. G. BIANCHI, *Amministratori e sindaci*, cit., 230 s.

di numerose norme codicistiche, il dirigente contabile⁴⁷⁴.

Qualora danneggiato dalla *mala gestio* degli amministratori sia il singolo socio o un terzo creditore, ai sensi dell'art. 2395 c.c. costoro possono far valere il loro diritto al risarcimento del danno solo qualora siano stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori. Non sarà risarcibile il danno causato, a seguito di *mala gestio*, da un'insufficienza patrimoniale sufficiente a soddisfare i crediti del socio o del terzo.

L'azione individuale si distingue dall'azione sociale in quanto il suo presupposto è costituito dal pregiudizio diretto al patrimonio di un singolo⁴⁷⁵, senza che ne derivi altresì un danno alla società. Non deve essere la mera conseguenza di un danno recato al patrimonio sociale⁴⁷⁶, così come non comporta documento la pessima amministrazione del patrimonio sociale⁴⁷⁷: la responsabilità ha natura extracontrattuale.

Essendo una responsabilità extracontrattuale, la prova del danno e del nesso causale spetta al danneggiato, così come la prova delle circostanze che hanno provocato il danno e la loro idoneità a costituirne causa. Ad esempio, se il terzo sostiene di essere stato danneggiato da un falso bilancio della società deve provare che lo stesso ha presentato in maniera artefatta la situazione patrimoniale della società, inducendolo ad investire in azioni della società stessa, e che l'irregolarità del bilancio, dovuta a dolo o colpa degli amministratori, era idonea a trarre in inganno la sua fiducia⁴⁷⁸.

Un'altra problematica attiene alla responsabilità dell'organo di vigilanza interna della banca: il collegio sindacale. Tale organo assume un'importante ruolo non solo di tutela degli interessi dei soci, ma anche di controllo dell'azione dell'ente nel mercato. Il collegio sindacale vigila sull'osservanza della legge e dello statuto sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto

474 : Cfr. M. IRRERA, *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009, 70 ss.

475 : G. BEVILACQUA, *Il danno diretto*, in *Codice civile ipertestuale*³, sub art. 2395, diretto da G. Bonilini-M. Confortini-C. Granelli, Torino, 2004, 5398.

476 : App. Roma, 20 novembre 2008, in *Platinum*, 3/2009; Cass. 4 aprile 2003, n. 5323, in *Nuovo dir. soc.*, 2003, 1, 54, secondo cui il diritto alla conservazione del patrimonio sociale spetta alla società e non al socio, e pertanto l'eventuale lesione non concreta quel danno diretto, necessario perchè possa esperirsi l'azione individuale di responsabilità ex art. 2395 c.c.

477 : Cass. 5 agosto 2008, n. 21130, in *Mass. Giur. it.*, 2008.

478 : Cfr. G. BIANCHI, *Amministratori e sindaci*, cit., 303 s.

funzionamento (art. 2403 c.c.); i sindaci possono in qualsiasi momento procedere, anche individualmente, ad atti di ispezione e di controllo e, collegialmente, può chiedere agli amministratori notizie sull'andamento delle operazioni sociali e su determinati affari (art. 2403-*bis* c.c.).

La vigilanza sui principi di corretta amministrazione indica che le funzioni del collegio sindacale non si limitano ad un mero controllo di legittimità, ma devono manifestarsi in un potere di intervento che si concreta nella manifestazione del dissenso per le azioni degli amministratori, che devono sempre perseguire l'interesse sociale.

Il collegio sindacale pertanto interverrà, manifestando il proprio dissenso nei relativi verbali di verifica, contro le decisioni degli amministratori su operazioni che possono provocare gravi pregiudizi alla società, operazioni ad alto tasso di rischio, inerzia ed omissioni nel preservare i beni sociali ed operazioni dirette alla protezione esclusiva di interessi di terzi o di amministratori⁴⁷⁹. Tali interventi risultano importanti anche nel caso in cui non violino la legge, in quanto risultano fondamentali per la vita della società: tuttavia, gli atti posti in essere dagli amministratori saranno pienamente validi, in quanto se in tali casi il collegio sindacale potesse togliere validità agli atti, si sarebbe in presenza di un doppio organo amministrativo che potrebbe intralciare la gestione della società⁴⁸⁰.

Quello del collegio sindacale non è un controllo di merito, in quanto non gli è dato il potere di annullare o modificare la decisione presa dagli amministratori, ma solo un potere di manifestazione di eccezioni agli atti, che risulta comunque un atto dovuto per la buona gestione della società. Non compiendo le segnalazioni, si rischierebbe un grave pregiudizio per la stessa, col collegio che diverrebbe responsabile di un eventuale danno che si sarebbe potuto evitare con l'esercizio del suo potere di segnalazione.

Ai sensi dell'art. 2407 c.c., i sindaci devono adempiere i loro doveri con la professionalità e la diligenza richiesta della natura dell'incarico; sono responsabili della verità delle loro attestazioni e devono conservare il segreto sui fatti e sui documenti di cui hanno conoscenza per ragione del loro ufficio.

Essi sono responsabili solidalmente con gli amministratori per i fatti o le omissioni di

479 : G. BIANCHI, *Amministratori e sindaci*, cit., 445.

480 : Cfr. M. FRANZONI, *La responsabilità dei sindaci*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, cit., 145.

questi, quando il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità degli obblighi della loro carica.

Anche per il collegio sindacale è richiesta una diligenza qualificata, che, come per gli amministratori, «deve venire riferita alla particolare aspettativa della società e dei soci di conseguire un risultato economico positivo, sicchè l'amministratore è tenuto a curare con ogni attenzione che questo risultato venga raggiunto, ponendo in essere gli atti gestionali che possono risultare, fra tutti, i più opportuni ed utili»⁴⁸¹.

Il collegio assume un ruolo di peculiare importanza nelle società bancarie. Ai sensi dell'art. 52, comma 1, TUB, il collegio sindacale informa senza indugio la Banca d'Italia di tutti gli atti o i fatti, di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano costituire una irregolarità nella gestione delle banche o una violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria.

Obblighi di comunicazione sono previsti, dall'art. 52, comma 2, TUB, anche per il soggetto incaricato della revisione legale dei conti, il quale deve comunicare senza indugio alla Banca d'Italia gli atti o i fatti, rilevati nello svolgimento dell'incarico, che possano costituire una grave violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria ovvero che possano pregiudicare la continuità dell'impresa o comportare un giudizio negativo, un giudizio con rilievi o una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio sul bilancio. Tale soggetto deve inoltre inviare alla Banca d'Italia ogni altro dato o documento richiesto.

Tali comunicazioni hanno un ruolo integrativo rispetto al materiale informativo acquisito dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 51 TUB. Il collegio sindacale e il revisore contabile diventano, in ambito bancario, strumenti indiretti di vigilanza⁴⁸². Il collegio sindacale della banca assume un ruolo di tutela non solo privatistico, ma anche pubblicistico: le Autorità di vigilanza avvertono l'esigenza di affiancare agli strumenti prudenziali di tipo quantitativo indicazioni volte a favorire, nel rispetto dell'autonomia imprenditoriale, la definizione nelle banche di un sistema dei controlli interni efficiente

481 : Trib. Milano, 1 dicembre 1988, in *Soc.*, 1989, 173. Cfr. anche Cass. 17 settembre 1997, n. 9252, in *Foro it.*, 2000, I, 243; Trib. Alessandria, 4 dicembre 1995, in *Danno e resp.*, 1996, 501.

482 : Cfr. P. LUCANTONI, *Commento sub art. 52, Comunicazioni del collegio sindacale e dei soggetti incaricati del controllo dei conti*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, vol. I, a cura di F. Belli-G. Contento-A. Patroni Griffi-M. Porzio-V. Santoro, Bologna, 2003, 736 ss.

ed efficace.

Per tale motivo, nell'ambito dei meccanismi di controllo delle società, è stato affidato un ruolo fondamentale al collegio sindacale. Le Istruzioni di vigilanza per le banche disciplinano puntualmente il sistema dei controlli interni⁴⁸³, predisponendo un insieme di regole, procedure e strutture organizzative che mirano ad assicurare il rispetto delle strategie aziendali e il conseguimento dell'efficacia e dell'efficienza dei processi aziendali, della salvaguardia del valore delle attività e della protezione dalle perdite, dell'affidabilità e dell'integrità delle informazioni contabili e gestionali e della conformità delle operazioni con la legge, la normativa di vigilanza nonché con le politiche, i piani, i regolamenti e le procedure interne.

Abbiamo anticipato che il collegio sindacale della banca ha l'obbligo di informare senza indugio la Banca d'Italia di tutti gli atti o i fatti di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano costituire una irregolarità nella gestione delle banche o una violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria. Il tenore letterale della norma parrebbe imporre al collegio sindacale un obbligo di comunicazione che prescindere dall'effettiva lesività degli atti o fatti posti in essere, rendendo doverosa la trasmissione anche in relazione a quei fatti che potenzialmente possano costituire un'irregolarità nella gestione delle banche o una violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria⁴⁸⁴. Il collegio non può discrezionalmente selezionare quali siano le informazioni rilevanti ai fini della vigilanza bancaria: dovrà trasmettere tutte le informazioni che abbiano un *fumus* di irregolarità, spetterà poi alla Banca d'Italia valutarne l'irregolarità.

Tali obblighi vanno interpretati altresì alla luce dell'art. 2403 c.c., ai sensi del quale il collegio sindacale vigila sull'osservanza della legge e dello statuto sul rispetto dei principi di corretta amministrazione: la legge da osservare, visto anche il disposto dell'art. 52 TUB, è da intendersi non solo nelle norme settoriali dell'ordinamento bancario, ma anche le norme più generali di diritto societario. Quanto alle sue funzioni di controllo del rispetto dei principi di corretta amministrazione, sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo

483 : Circolare Banca d'Italia 21 aprile 1999, n. 229, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Titolo IV, capitolo 11.

484 : F. VELLA-M. PRESTIPINO, *Commento, sub art. 52 TUB*, in *Testo Unico Bancario*, cit., 462.

concreto funzionamento, le Istruzioni di vigilanza dispongono che l'attività del collegio sindacale si estrinseca nella verifica del regolare funzionamento complessivo di ciascuna principale area organizzativa, svolgendo i compiti di controllo che la legge gli affida e verificando la correttezza delle procedure contabili. Esso, inoltre, valuta il grado di efficienza e di adeguatezza del sistema dei controlli interni, con particolare riguardo al controllo dei rischi, al funzionamento dell'*internal audit* e al sistema informativo-contabile.

Per la Banca d'Italia⁴⁸⁵, inoltre, il collegio ha la responsabilità di vigilare sulla funzionalità del complessivo sistema dei controlli interni, accertando l'efficacia di tutte le strutture e funzioni coinvolte nel sistema dei controlli e l'adeguato coordinamento delle medesime, promuovendo gli interventi correttivi delle carenze e delle irregolarità rilevate.

Alla luce della disamina delle funzioni del collegio sindacale, può valutarsi a quali responsabilità i sindaci sono soggetti in caso di violazione dei loro doveri. La loro responsabilità nasce dalla violazione del contratto sociale, ossia dall'inadempimento dei doveri inerenti alla loro carica⁴⁸⁶. L'inadempimento è fissato sulla base di un'obbligazione di mezzi e non di risultato⁴⁸⁷, in base all'ampio ruolo prescritto alla diligenza ai fini della valutazione del comportamento dei sindaci. Non dovranno rispondere dell'insuccesso del loro controllo, se l'hanno svolto con la dovuta diligenza.

I sindaci hanno innanzi tutto una responsabilità personale e diretta per la violazione dei propri doveri: sono responsabili della verità delle loro attestazioni e devono conservare il segreto sui fatti e sui documenti di cui vengono a conoscenza nell'esercizio del loro ufficio⁴⁸⁸. Ciò costituisce una responsabilità esclusiva dei sindaci, che esula da un inadempimento degli amministratori, ma si limita all'omissione dei loro obblighi. La responsabilità esclusiva può essere del singolo sindaco o dell'intero collegio e, in tal caso, riveste la forma della responsabilità solidale.

L'art. 2407, comma 2, c.c., il collegio sindacale è solidalmente responsabile con gli

485 : *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche del 4 marzo 2008*, §2.2.

486 : G. DOMENICHINI, *Il collegio sindacale nelle società per azioni*, Torino, 1985, 576.

487 : R. LENER, *Appunti sull'organo di sorveglianza delle società per azioni nelle proposte di legge delega sulla riforma delle società non quotate*, in AA.VV., *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 576; M. FRANZONI, *La responsabilità dei sindaci*, cit., 151.

488 : G. BIANCHI, *Amministratori e sindaci*, cit., 548.

amministratori per i fatti o le omissioni di questi, quando il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità degli obblighi di cui è onerato. In tal caso la responsabilità non grava sul collegio sindacale quale organo della società, bensì direttamente e personalmente sui singoli sindaci, derivante dalla *culpa in vigilando*. Non si tratta di una responsabilità sul fatto altrui, bensì di una responsabilità propria, cagionata dall'omessa attività di controllo. Deve essere fornita la prova che l'inerzia o l'insufficiente vigilanza del collegio sindacale ha consentito all'atto pregiudizievole di produrre i suoi effetti.

Nella prassi giudiziaria accade che la responsabilità dei sindaci venga presunta nel caso di chiamata in responsabilità degli amministratori, onerando i sindaci di una vera e propria *probatio diabolica* con cui costoro debbono provare l'inesistenza di un loro comportamento negligente.

Anche per il ruolo che generalmente viene attribuito al collegio sindacale, risulta opportuno valutare effettivamente il suo ruolo nel fatto degli amministratori, risultando i sindaci responsabili solo per il danno cagionato con la violazione di un obbligo derivante dalla loro carica: se hanno operato con diligenza nell'attività di vigilanza, e nonostante ciò sia comunque derivato un danno a causa della *mala gestio* degli amministratori, ai sindaci non può essere addebitata alcuna responsabilità⁴⁸⁹.

Risarcibile sarà solo il danno ingiusto al patrimonio sociale, del quale chi agisce in giudizio deve fornire la prova, unitamente alla prova che il danno è stato cagionato da una violazione dei doveri di diligente vigilanza dei sindaci e del nesso causale tra danno lamentato e comportamento asserito⁴⁹⁰. Analoga prova deve fornire la società che agisce nei confronti di amministratori e sindaci⁴⁹¹.

Con la presente disamina si sono volute analizzare le possibili conseguenze che la vicenda “Monte dei Paschi di Siena” potrebbe profilare sotto il profilo della responsabilità della banca e dei suoi amministratori in seguito alle impavide e negligenti operazioni in contratti derivati che si sono descritte. Si è volutamente omessa l'analisi degli aspetti della vicenda che, seppure di indubbio interesse, trascendono l'argomento

489 : G. BIANCHI, *Amministratori e sindaci*, cit., 550 s. In giurisprudenza, cfr. Trib. Milano, 17 gennaio 2007, in *Soc.*, 2007, 11, 1372.

490 : Trib. Como, 16 giugno 2001, in *Giur. it.*, 2002, 568.

491 : Cass. 8 marzo 2000, n. 2624, in *Soc.*, 2000, 935.

del lavoro, quali i rapporti tra banche e fondazioni bancarie e i cc.dd. “Tremonti bond” e “Monti bond”, obbligazioni che la banca emette nei confronti dello Stato verso il corrispettivo del prezzo dell'obbligazione: sono di fatto un prestito nei confronti della banca, ma non è un aiuto di Stato, con tutte le conseguenze che derivano dalla partecipazione dello Stato nel capitale della banca.

L'evolversi delle vicende giudiziarie fornirà sicuramente delle pietre miliari sull'argomento. Col presente lavoro, si è voluto fornire un contributo nello studio dello stesso.

INDICE BIBLIOGRAFICO

- ACCARDI P. - MANGANO A. - MINEO P., *Le frodi contabili e fiscali, il falso in bilancio e i reati societari*, Verona, 2007
- AFFERNI G., *Rappresentanza e conflitto di interessi nell'ambito dell'impresa*, in *Rappresentanza e gestione* a cura di G. Visentini, Padova, 1992
- ID., *Il quantum del danno nella responsabilità precontrattuale*, Torino, 2008
- AGOSTINELLI R., *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1991
- ID., *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadr.*, 1991
- ID., *I modelli Abi di interest rate e currency swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1992
- ID., *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I
- ALBANESE A., *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003
- ID., *Regole di comportamento e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria; quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. giur.*, 2008
- ALPA G. - CAPRIGLIONE F. (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, tre tomi, Padova, 1998
- ALPA G., *Usura: problema millenario, questioni attuali*, in *La nuova giur. civ. comm.*, 1996, II
- ID., *Commento all'art. 21*, nel *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di G. Alpa e F. Capriglione, I, Padova, 1998
- AMMIRATI D., *Il delitto di usura. Credito e sistema bancario (L. 7 marzo 1996, n. 108)*, Padova, 1997
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*⁴, Torino, 2008
- ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale, Parte speciale*, I, Milano, 1982
- ANTONUCCI A., *Considerazioni sparse in tema di strumenti finanziari derivati creati da banche*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004
- EAD., *Declinazioni di suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, f. 2
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*³, Bologna, 2009
- AZZALI G., *Prospettive negoziali del delitto di truffa*, in *Riv. it. dir. proc. Pen.*, 1998
- BARASSI L., *La teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1963
- BARCELLONA E., *Note sui Derivati Creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, 6
- ID., *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una «definizione»*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, 5
- BARENGHI A., *Determinabilità e determinazione unilaterale nel contratto*, Napoli, 2005
- BARILLÀ G.B., *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, f. 3
- BARONE E. - OLIVIERI G., *Derivati e usura, l'utilizzo delle opzioni nella costruzione di negozi in frode alla legge*, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 2009

BAVIERA R. - FILIPPI L., *Contratti derivati e usura: impatti e conseguenze in procedure concorsuali*, in *Il fallimentarista*, 11, 2011

BELLI F.-MAZZINI F.-TEDESCHI R. (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Milano, 1998

BENASSI F., *Operatore qualificato e obbligo di informazione: interpretazione integrativa dell'art. 31 del regolamento e dubbi di costituzionalità (Commento a Trib. di Milano, sez. VI civ., 15 ottobre 2008)*, in *Il Caso.it*, II, 133/2009.

BERARDI A. e PELIZZON L., *Le opzioni, Amm. fin. oro, 4-bis*, 1998

BERSANI G., *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2008

BEVILACQUA G., *Il danno diretto*, in *Codice civile ipertestuale*³, sub art. 2395, diretto da G. Bonilini – M. Confortini – C. Granelli, Torino, 2004

BIANCA C.M., *Il contratto*, Milano, 2000

BIANCHI G., *Gli amministratori di società di capitali*², Padova, 2006

ID., *Amministratori e sindaci. Gli adempimenti e le responsabilità*, Torino, 2010

BO S. e VECCHIO G., *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, Milano, 1997

BOCHICCHIO F., *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività d'impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I

ID., *Conflitto di interessi nella prestazione dei servizi finanziari: contributo all'elaborazione del conflitto d'interesse dei rapporti contrattuali di impresa*, in *Dir. fall.*, 2003, I

ID., *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contr. impr.*, 2009

BOMBARDI R., *Strumenti finanziari derivati e sistema contrattuale Isda*, in *Dir. prat. soc.*, 2006

BONFANTI F., *Commento alla normativa sui contratti di garanzia finanziaria previsti dal d. legisl. n. 170 del 2004: spunti civilistici*, in *Stud. iur.*, 2007

BONILINI G., *La sanzione civile dell'usura*, in *Contr.*, 1996

BONORA C., *L'usura*², Padova, 2007

BOSTICCO P., *La responsabilità degli organi di controllo nelle società di capitali*, Milano, 2009

BOVE A., *Le violazioni delle regole di condotta degli intermediari finanziari al vaglio delle Sezioni unite*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II

BRANCADORO G., *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005

BRESCIA MORRA C., *I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di swap dichiarando di essere operatori qualificati (Corte di Cassazione, 26 maggio 2009, n. 12138)*, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 2009

BRUNO F. - ROZZI A., *La collateralizzazione degli strumenti finanziari di derivati OTC ("over the counter") in Italia*, in *Soc.*, 2007, 10

CALANDRO E., *Quando i principi contabili modificano le strategie aziendali: i benefici generati dallo IAS 39 sulle operazioni in strumenti derivati*, in *Riv. dir. civ.*, 2009

CAMPOBASSO G.F. (a cura di), *L'eurosim*, Milano, 1997

ID., *Testo unico della finanza, Commentario in tre volumi*, Torino, 2002

CAMPOBASSO M., *Classificazione dell'investitore come "cliente professionale" e imputazione di*

conoscenza, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II

CAPALDO G., *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997

CAPRARA U., *Borse merci e mercati a termine di Borsa*, Milano, 1978

CAPRIGLIONE F., *I «prodotti derivati»: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, I

ID., *L'accesso alla giustizia dei consumatori di servizi finanziari nella normativa del d.lgs. n. 58 del 1998 (testo unico della finanza)*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1999, I

ID., *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008

ID., *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID* a cura di M. de Poli, Padova, 2009

ID. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, I, Padova, 2010

ID. (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, II, Padova, 2010

CAPUTO NASSETTI F. - CARPENZANO G. - GIORDANO G., *I derivati di credito. Aspetti civilistici, contabili e fiscali*, Milano, 2001

CAPUTO NASSETTI F. - FABBRIO A., *Trattato sui contratti derivati di credito Aspetti finanziari, logiche di applicazione, profili giuridici e regolamentari*, Milano, 2001

CAPUTO NASSETTI F., *Profili civilistici dei contratti derivati*, Milano, 1997

ID., *I contratti derivati finanziari²*, Milano 2011

CARBONE S.M., *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2000

CARBONE V., *Interessi usurari dopo la l. n. 108/1996*, in *Corr. giur.*, 1998

CARBONETTI F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992

ID., *Dai "valori mobiliari" agli strumenti finanziari*, in *Riv. soc.*, 1996

CASTALDI G., *La segnalazione delle operazioni sospette all'Unità di informazione finanziaria (UIF). Obblighi e responsabilità*, Atti del convegno *Legalità, antiriciclaggio e rischi professionali: il fenomeno, il ruolo delle imprese e degli operatori del settore finanziario*, organizzato da fiba CISL e tenutosi a Castelnuovo del Garda (VR) il 31 gennaio 2012

CASTRONOVO C., *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sulla intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I

ID., *Trust e diritto civile italiano*, in *Vita not.*, 1998

CATANIA M., *Usura: profili penali e civili*, Torino, 2006

CAVALLO BORGIA R., *Nuove operazioni dirette all'eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. impr.*, 1988

CAVAZZUTI F., *Conflitti di interesse e informazioni asimmetriche nella intermediazione finanziaria*, in *Banca, impr. soc.*, 1989

CESARI R., *Mark-to-Market, valutazioni di convenienza economico-finanziaria e giurisprudenza*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 7, 2012

ID., *Derivati ed Enti locali: verso una convergenza degli aspetti giuridico-finanziari*, in *Riv. dir. banc.*,

dirittobancario.it, 21, 2012

CHESSA C., *Segnalazione illegittima alla Centrale dei rischi e tutela cautelare atipica*, in *Riv. giur. sarda*, 1997

ID., *A proposito della violazione degli obblighi di informazione nel contratto di investimento finanziario dopo l'intervento della Suprema Corte a Sezioni Unite*, in *Riv. giur. sarda*, 2008

CHIAIA M. - FRANCIOSI L.M., *Strumenti finanziari a debito e usura*, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 2005

CIAN M., *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*² a cura di E. Gabrielli e R. Lener, I, nel *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011

CICALA R., voce *Accollo*, in *Enc. Dir.*, I, Milano, 1958

ID., *Saggi*, Napoli, 1964

COLAVOLPE A., *Se in caso di accollo, a scopo di finanziamento, si applichi la disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario*, in *Riv. dir. priv.*, 2008

COLLURA G., *La nuova legge sull'usura e l'art. 1815 c.c.*, in *Contr. impr.*, 1998

CORINTI A. - CUCINOTTA G., *Le polizze index e unit linked in Italia*, in *Quaderni Isvap*, Roma, 1999

CORRADI S., *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario finanziario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, f. 6

COSSIGA C., *Le operazioni in derivati e loro contabilizzazione*, in *Fin. loc.*, 12, 2008

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000

ID., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007

ID., *Il mercato mobiliare*⁵, Torino, 2008

ID., *I servizi e le imprese di investimento*, in AA.VV., *Manuale di diritto commerciale*¹⁰ a cura di V. Buonocore, Torino, 2011

COSTI R. – ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Il trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova, 2004

COTTINO G., *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008

D'APOLLO L., *Tutela sostanziale e processuale dell'investitore finanziario a fronte del comportamento scorretto dell'intermediario*, in *Il civilista*, 2, 2012

D'ECCLESIA R., *Gli istituti di compensazione*, in *Riv. stud. fin.*, 4/91-1-/92, 1992

DAVINI S.-ROMOLOTTI T.E., *Operatività in strumenti finanziari derivati e profili di rischio ex d.lgs. 231/2001: casi e problemi*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2007

DE ANGELIS P.F., *Usura*, in *Enc. giur. Treccani*, XXXII, 1997

DE GIOIA CARABELLESE P., "Derivatives" in the light of recent financial insolvency procedures (Lehman Brothers) and through glimpses of comparatives analysis, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 2010

DE MARI M.-SPADA L., *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005

DE NOVA G., *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009

DE POLI M. *Note minime su strumenti finanziari derivati e mezzi di tutela dell'investitore*, in *Riv. dir.*

- banc., *dirittobancario.it*, 14, 2012
- DE POLI M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2001
- ID., *Crisi finanziaria e salvataggio delle banche inglesi. Il banking act 2009*, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 1, 2009
- DE SINNO C., *La responsabilità civile della banca nelle segnalazioni alla Centrale dei rischi*, in *Rass. dir. civ.*, 2005, II
- DEL BENE F., *Sintesi delle principali novità introdotte dal sistema MiFID (concorrenza, protezione investitori e abolizione obblighi di concentrazione degli scambi)*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID. Compliance, Autorità di vigilanza e Conflitti di interesse* a cura di F. del Bene, Milano, 2009
- DELFINI F., *Opzioni put con prezzo determinato "a consuntivo", arbitraggio della parte e nullità*, in *Giur. comm.*, 2012, III
- DI AMATO A., *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario* a cura di S. Amorosino, Milano, 2008
- DI CIOMMO F., *Clausole generali e responsabilità civile dell'intermediario mobiliare*, in *Foro it.*, 2000, I
- DI GIANDOMENICO G., *La nozione di alea nei contratti*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1989, II
- DI MAJO A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I
- GRECO F., *L'informazione nella disciplina MiFID*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID* a cura di F. del Bene, Milano, 2007
- DI MARZIO F., *Il trattamento dell'usura sopravvenuta tra validità, illiceità e inefficacia della clausola di interessi*, in *Giust. civ.*, 2000
- DI NOIA C. - RAZZANTE R. (a cura di), *Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria*, Padova, 1999
- DI PORTO F., *Commento all'art. 11, comma 7*, in *L'attuazione della direttiva MiFID* a cura di A. Irace - M. Rispoli Farina, Torino, 2010
- DI PRISCO N., *I modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, IX, Torino, 1999
- DIANA A.G., *Il subcontratto*, Torino, 2003
- DOLMETTA A.A., *A proposito della responsabilità della banca nei confronti del cliente oggetto di segnalazione di notizie false alla Centrale dei rischi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II
- DOMENICHINI G., *Il collegio sindacale nelle società per azioni*, Torino, 1985
- DURANTE F., *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009
- ENRIQUES L., *Lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare da parte delle banche: aspetti della disciplina privatistica*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996, I
- FERRARINI G., *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in *I derivati finanziari* a cura di F. Riolo, 1993
- FERRERO E., *Contratto differenziale*, in *Contr. impr.*, 1992
- EAD., *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992

FERRONI L., *La nuova disciplina civilistica del contratto di mutuo ad interessi usurari*, Napoli, 1997

FILOGRANA E., *Swaps abusivi: profili di invalidità e responsabilità precontrattuale*, in *Foro it.*, 2001, 2

FIORIO P., *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, 2007, in *Il Caso.it*, II, 71/2007

ID., *La nozione di operatore qualificato per l'investitore persona giuridica*, in *Giur. it.*, 2008

FLORIS A., *Sulla nozione di "sofferenza" ai fini della segnalazione alla Centrale dei Rischi della Banca d'Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II

FOGLIATA I., *Il tema dei costi impliciti nei contratti derivati: considerazioni tecniche sulla sentenza di condanna per truffa del Tribunale di Milano del 19 Dicembre 2012 nella vertenza fra quattro Banche ed il Comune di Milano, in attesa delle motivazioni*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 1, 2013

FOSCHINI G., *Delitto e contratto*, in *Arch. pen.*, 1953, I

FRANZONI M., *La responsabilità dei sindaci*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, VII, Padova, 1974

GABRIELLI A., *La legittimità della segnalazione di un credito a sofferenza: una analisi gius-economica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II

GABRIELLI E., *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1986, I

GABRIELLI G., *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009

GAFFURI L., *La valutazione dell'adeguatezza e dell'appropriatezza di strumenti finanziari e servizi di investimento*, in *Il Caso.it*, II, 128/2008.

GALGANO F., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, VII, Padova, 1974

ID., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003

ID., *Diritto civile e commerciale*, I, 1, Padova, 2004

ID., *Diritto civile e commerciale*, II, 1, Padova, 2004

ID., *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008

GALLO P., *Responsabilità precontrattuale: la fattispecie*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I

GENTILI A., *I contratti usurari: tipologie e rimedi*, in *Riv. dir. civ.*, 2001

GILOTTA S., *In tema di interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2007, II

GIOIA G., *Usura: il punto della situazione*, in *Corr. giur.*, 2001

GIORGIANNI F. - TARDIVO G.M., *Manuale di diritto bancario*², Milano, 2008

GIRINO E. - VECCHIO C., *Future, option, swap commercial papers – Aspetti finanziari, contrattuali e giuridici*, Milano, 1988

GIRINO E., *Opzioni sintetiche*, in *Amm. fin.*, 1993

ID., *Credit default swap*, in *Amm. Fin.*, 1997

ID., *I contratti derivati*, Milano, 2001

ID., *I contratti derivati*², Milano, 2010

ID., *Natura e funzione della disciplina dei servizi di investimento e qualificazione degli strumenti derivati nella giurisprudenza costituzionale*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, f. 1

GIULIANI F.M., *I «titoli sintetici» tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Dir. prat. trib.*, 1992, I

GIULJ S., *Les quotas d'émission de gaz à effet de serre: la problématique de la nature juridique des quotas et ses implications en matière comptable et fiscale*, in *Bull. Joly Bourse*, 2004

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.*, 2008, II

GRASSO B., *Eccezione di inadempimento e risoluzione del contratto*, Napoli, 1973

GRECO F., *L'autoqualificazione del cliente nell'intermediazione finanziaria: profili rimediali*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 29, 2012

GRILLI L., *La valutazione del danno nella truffa contrattuale*, in *Giur. pen.*, 1970, II

INZITARI B. - PICCINNI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, Padova, 2008

INZITARI B., *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988

ID., *Strumentalità e malizia nella predisposizione e raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, *Relazione al Convegno "I contratti di negoziazione di strumenti finanziari"*, organizzato dal Consiglio Superiore della Magistratura – Formazione Decentrata dei Magistrati del Distretto di Brescia in collaborazione con l'Ordine degli avvocati di Mantova, tenutosi in Mantova, 30 novembre 2007, 2007

ID., *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, in *Il Caso.it*, II, 168/2009, 2009

ID., *Violazione del divieto di agire in conflitto d'interessi nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il Caso.it*, II, 171/2009

IRRERA M., *Profili di corporate governance della società per azioni tra responsabilità, controlli e bilancio*, Milano, 2009

KPMG (a cura di), *Gli strumenti derivati*, Roma, 1996

LA ROCCA D., *Il mutuo di scopo*, in *Il mutuo e le altre operazioni di investimento* diretto da Cuffaro, Torino, 2009

LA ROCCA G., *Gli operatori qualificati in cassazione (commento a Cass. 12138/09)*, in *Il Caso.it*, II, 165/2009

ID., *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, in *Il diritto degli affari* a cura di B. Inzitari, Padova, 2011

ID., *L'«obbligo di servire al meglio gli interessi dei clienti» in cassazione (art. 21 tuf). Nota a Cass. 29864/2011*, in *Il Caso.it*, II, 329/2012

LA SALA E. - BRUNO F., *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in *Soc.*, 2009

LACAITA L.-NAPOLEONI V. (a cura di), *Il testo unico dei mercati finanziari*, Milano, 1998

LEMBO M., *La rinegoziazione dei contratti derivati. Problematiche giuridiche*, in *Nuovo diritto*, 2007

LENER R. - LUCANTONI P., *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio*

come elemento tipologico e/o normativo?, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I

LENER R., *Appunti sull'organo di sorveglianza delle società per azioni nelle proposte di legge delega sulla riforma delle società non quotate*, in AA.VV., *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002

ID., *Il conflitto di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I

LEONCINI I., *I rapporti tra contratto, reati-contratto e reati in contratto*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1990

LEONE P. - BODIO C., *Rischio di credito e credit derivatives. Modelli e strumenti*, Padova, 2004

LIACE G., *La responsabilità civile della banca*, Milano, 2003

LIBONATI B., *Legge bancaria e «banca di fatto»*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1965, II

LUCANTONI P., *Commento sub art. 52, Comunicazioni del collegio sindacale e dei soggetti incaricati del controllo dei conti*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, vol. I, a cura di F. Belli, G. Contento, A. Patroni Griffi, M. Porzio, V. Santoro, Bologna, 2003

EAD., *L'inadempimento di non scarsa importanza nell'esecuzione del contratto c.d. quadro tra teoria generale della risoluzione e statuto normativo dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, f. 6

EAD., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario²* a cura di E. Gabrielli e R. Lener, I, nel *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011

LUCARELLI U., *La truffa. Aspetti penali, civili, processuali*, Padova, 2002

LUMINOSO A., *Mandato commissione spedizione*, nel *Trattato di diritto civile e commerciale* diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni, Milano, 1984

ID., *Contratti di investimento finanziario, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore* in *Resp. civ. prev.*, 2007

ID., *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza* a cura di C. Granelli e G. Stella, Milano, 2007

ID., *Fonti comunitarie, fonti internazionali, fonti nazionali e regole di interpretazione*, in *Contr. impr. Eur.*, 2009

LUPI A., *Il contratto di Swap nella sentenza n. 2376 del 7 agosto 2006 della sezione regionale Sicilia*, in *Fin. loc.*, 2007

LUPOI A., *I fenomeni finanziari apolidi e le regole giuridiche*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 22, 2012

MAFFEIS D., *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002

ID., *Forme organizzative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione di servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005

ID., *Contro l'interpretazione abrogante della disciplina preventiva del conflitto di interessi (e di altri pericoli) nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, II

ID., *Dopo le sezioni unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contr.*, 2008

ID., *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2008

ID., *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I

ID., *Contratti derivati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, f. 5

ID., *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, f. 3

ID., *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 3, 2013

MAGGIOLO M., *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* a cura di P. Schlesinger, Milano, 2012

MANCA M., *La qualificazione delle operazioni con strumenti finanziari derivati*, in *Fisco*, 42, 2006

MANNA A., *La nuova legge sull'usura*, Torino, 1997

MANTOVANI F., *Concorso e conflitto apparente di norme*, Bologna, 1966

MARCELLI R., *Derivati. Margine di intermediazione e rimodulazione: i free lunch dell'intermediario*, in *Il Caso.it*, II, 286/2012

ID., *Derivati esotici e Margine di intermediazione: riflessi di convenienza e congruità*, in *Il Caso.it*, II, 326/2012

ID., *L'usura nei derivati OTC. Up-front e valore di chiusura*, Roma, 2012

MARGIOCCO M., *Strumenti derivati e responsabilità penali*, in A. SIROTTI GAUDENZI, *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, Dogana (Repubblica di San Marino), 2009

MARICONDA V., *Truffa e contrarietà del contratto a norme imperative*, in *Corr. giur.*, 1987

ID., *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008

MARTORANO F., *L'impresa bancaria non autorizzata*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1966, I

MASTROPAOLO E.M., *Strumenti finanziari derivati*, in *Dig. comm.*, Torino, 2008

MAVIGLIA R., *Le obbligazioni strutturate*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario* a cura di S. Amorosino, Milano, 2008

MAZZINI F., *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate* a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1991

MENICHINO C., *Contratti commutivi e alea convenzionale*, in *Contr.*, 1993

MERUZZI G., *Usura*, in *Contr. impr.*, 1996

MESSINEO F., v. *Contratto derivato – Sub contratto*, in *Enc. Dir.*, X, Milano, 1962

MEUCCI S., *Operatore qualificato nei contratti derivati: le incertezze della recente giurisprudenza e l'impatto della direttiva MiFID*, in *Obbl. contr.*, 2008

MINNECI U., *La stabilità degli effetti indotti dalle clausole di close-out netting*, in *Hominum causa constitutum. Scritti degli allievi in ricordo di Francesco Realmeonte*, Milano, 2009

MIOLA M., *Commento sub art. 21*, in *Testo unico della finanza. Commentario*, I. Intermediari e mercati, diretto da G.M. Campobasso, Torino, 2002

MIRIELLO C., *La strenua difesa dell'investitore: scandali finanziari e pretese nullità virtuali dei contratti di vendita dei titoli obbligazionari*, in *Contr. e impr.*, 2005

MORERA U., *La centralizzazione dei rischi di credito: profili giuridici*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1996

- ID., *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, 1992
- MUCCIARELLI F., *Commento alla L. 7.3.1996, n. 108 – Disposizioni in materia di usura*, in *Legisl. pen.*, 1997
- MUSSARI G. - MONTI D., *Guida agli strumenti finanziari derivati*, Milano, 2012
- NAZZICONE L., *Commento all'art. 2392*, in *La riforma del diritto societario* a cura di G. Lo Cascio, *Società per azioni – amministrazione e controlli*, 5, Milano, 2003
- NIVARRA L., *Jus variandi del finanziatore e strumenti civilistici di controllo*, in *Mercato del credito e usura* a cura di F. Macario e A. Manna, Milano, 2002
- NOBILI C., *Le obbligazioni*², Milano, 2008
- NUCCI M., *Credit default option*, in *Contr.*, 2006
- NUZZO M., *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano, 1975
- ID., *Il conflitto di interessi nei contratti di investimento e gestione patrimoniale*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza* a cura di C. Granelli e G. Stella, Milano, 2007
- PACILEO F., «Sofferenze bancarie»: presupposti di legittimità della segnalazione alla Centrale dei rischi della Banca d'Italia, in *Giur. comm.*, 2010
- PADOA SCHIOPPA T., *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Lezioni Moar*, Milano, 1995
- PALETTA A., *Il Mark-to-Market degli strumenti finanziari derivati: tra metafisica giurisprudenziale e concretezza delle regole contabili*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 6, 2012
- PANZARINI E., *Il contratto di opzione – I. Struttura e funzioni*, Milano, 2007
- PAPA FRANCO C., *Struttura, caratteristica e operatività delle funzioni*, in *Amm. fin.*, 1987, 10
- PARRELLA F., *Gli intermediari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario* a cura di S. Amoroso, Milano, 2008
- PARZIALE A., *Interest rate swap: il valore della dichiarazione di operatore qualificato e la nullità per difetto di causa al vaglio delle corti pugliesi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2012
- PATRONI GRIFFI U., *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 23, 2012
- PAVIRANI A., *La dichiarazione di operatore qualificato alla luce dell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 12, 2011
- PEDRAZZI C., *Inganno ed errore nei delitti contro il patrimonio*, Milano, 1955
- PELLEGRINI M., *Le imprese di investimento*, in *L'ordinamento finanziario italiano* a cura di F. Capriglione, II, Padova, 2005
- PERLINGIERI P., *Dei modi di estinzione delle obbligazioni diversi dall'adempimento (artt. 1230-1259)*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1975
- PERRONE A., *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, II, 1995
- ID., *Gli accordi di close-out netting*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1998, I
- PICARDI L., *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*, in

Banca, borsa, tit. cred., 2006, f. 3

PINORI A., *Il conflitto di interesse nell'intermediazione mobiliare*, in *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Malsano* a cura di S. Mazzamuto-G.Terranova, Napoli, 1993

PIRAS A., *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008

ID., *Operazioni inadeguate su derivati e dichiarazione di operatore qualificato: tutela dell'investitore ex art. 700 c.p.c.*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, f. 5

PISANI MASSAMORMILE A., *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I

PRATTI LUCCA C., *Strumenti finanziari. Aspetti di diritto internazionale privato*, 2006, in *diritto.it*

PREITE D., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swap, index future)*, in *Dir. comm. int.*, 1992

PROSDOCIMI S., *La nuova disciplina del fenomeno usurario*, in *Stud. iur.*, 1996

QUADRI E., *Usura (diritto civile)*, in *Enc. giur. Treccani*, XXXII, 1999

QUATRARO B., *Azione di responsabilità contro amministratori e sindaci*, in *Soc.*, 1986

RABITTI BEDOGNI C., *Il diritto del mercato mobiliare*, Milano, 1997

RABITTI M., *Contratto illecito e norma penale. Contributo allo studio della nullità*, Milano, 2000

RACUGNO G., *Lo swap*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, f. 1

RAGUSA MAGGIORE G., *L'esercizio di fatto dell'attività economica e procedure concorsuali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1980, I

RAZZANTE R., *Servizi di investimento e conflitti di interesse tra lex specialis e norme civilistiche: un tentativo di ricostruzione della disciplina applicabile*, in *Riv. dir. Comm.*, 2004

ID., *Contratti di negoziazione e "negoziante d'ordini"*, in *I contratti del mercato finanziario²* a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, nel *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011

REALI F., *I contratti di credit risk monitoring: contratti derivati, derivati di credito, securization e istituti affini*

RENDENTI E., *La compensazione dei debiti nei nuovi codici*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1947

RICCIO A., *Le conseguenze civili dei contratti usurari: è soppressa la rescissione per lesione ultra dimidium?*, in *Contr. impr.*, 1998

RISPOLI FARINA M., *Commento all'art. 11, comma 7*, in *L'attuazione della direttiva MiFID* a cura di A. Irace - M. Rispoli Farina, 2010

RIVA I., *Nuove tendenze in tema di danno risarcibile nella responsabilità precontrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008

ROPPO V.-AFFERNI G., *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e resp.*, 2006

ROPPO V., *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005

RORDORF R., *Nuova rassegna di giurisprudenza sul codice civile*, Milano, 1994

ROSA A., *I "regolamenti attuativi" in materia di sim: pluralità di competenze e varietà di scopi*, in *La*

regolazione dei soggetti finanziari nell'attività normativa delle autorità a cura di M. Cera, Milano, 2002

ROSSI F., *Profili giuridici del mercato degli swap di interessi e di divise in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I

RUSSO B., *La trasparenza delle condizioni contrattuali e la gestione dei conflitti d'interesse a tutela del consumatore*, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 2, 2010

SACCHETTINI E., *Per una legge dalla struttura complessa. Il percorso guidato*, in *Guida dir.*, 1996, 12

SACCO R. - DE NOVA G., *Il contratto*, nel *Trattato di diritto civile*, diretto da R. Sacco, 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.*, 2008, I

SALERNO S. - COSTANTINO F., *Le sanzioni penali ed amministrative per gli intermediari ed i mercati: l'insider trading e la manipolazione*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari cit.*, p. 375 ss.

SALINAS F., *Osservazioni in tema di segnalazione alla Centrale dei rischi e di responsabilità della banca*, in *Giur. it.*, 2002, II

SALODINI C.E., *Obblighi informativi degli intermediari finanziari*, in *Giur. comm.*, 2006, II

SALVATORE M., *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004

SAMMARCO G., *La truffa contrattuale*², Milano, 1988

SANGIOVANNI V., *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contr.*, 2007, 12

ID., *Contratti derivati e dichiarazione del rappresentante legale*, in *Corr. Mer.*, 2008

ID., *I contratti derivati e il Regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giur. Mer.*, 06/2009

ID., *I contratti di swap*, in *Contr.*, 2009, 12

ID., *La cassazione interviene di nuovo sulle norme di condotta degli intermediari finanziari*, in *Danno e resp.*, 2009

ID., *Omessa informazione sulla rischiosità dell'investimento e risoluzione del contratto*, in *Corr. mer.*, 2009

ID., *Prospetto informativo e responsabilità civile secondo la Cassazione*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 7, 2011

SANTOCCHI V., *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediari e clienti*, in *I contratti del mercato finanziario*² a cura di E. Gabrielli - R. Lener, I, nel *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011

SANTORO V., *Esercizio di fatto di attività bancaria e finanziaria*, in *La nuova legge bancaria. Prime riflessioni sul Testo Unico in materia bancaria e creditizia* a cura di M. Rispoli Farina, Napoli, 1995

ID., *Osservazioni su titoli di massa (e dintorni) in relazione alla legge sull'usura*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II

SARTORI F., *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento di servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II

ID., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004

ID., *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, *Relazione al Convegno Synergia Formazione Strumenti finanziari derivati e prodotti strutturati: tecniche negoziali, rischi, tutele e contenzioso*, 19-20 maggio 2005, 2005

ID., *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in

Il diritto fallimentare e delle società commerciali, 2008, I

ID., *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008

ID., *La responsabilità da prospetto informativo*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 8, 2011

SCALFI G., *Alea*, in *Dig. civ.*, I, 1987

SCALZO M., *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario per violazione degli obblighi di informazione*, in *Contr.*, 2007, f. 5

SCOGNAMIGLIO C., *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle SS. UU.*, in *Soc.*, 2008

SCOGNAMIGLIO G., *Sulla segnalazione a sofferenza nella Centrale dei Rischi della Banca d'Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I

SCOGNAMIGLIO R., *Contratti in generale*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1979

SCOTTI CAMUZZI S., *I conflitti di interessi nella gestione di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2007, I

ID., *L'istituto di credito è tenuto a garantire l'effettiva osservanza delle regole Consob*, in *Guida dir.*, 2007

SEPE M., *La contrattazione over the counter*, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 1, 2011

SESTA M., *La dichiarazione di operatore qualificato ex art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 tra obblighi dell'intermediario finanziario ed autoreponsabilità del dichiarante*, in *Corr. Giur.*, 2008

SGUBBI F., *Uno studio sulla tutela del patrimonio*, Milano, 1980

ID., *Patrimonio (reati contro il)*, in *Enc. dir. Treccani*, XXXII, 1982

SIGNORELLI F., *Violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e risoluzione per inadempimento*, in *Soc.*, 2009

SIROTTI GAUDENZI A., *Derivati e swap. Responsabilità civile e penale*, Dogana (Repubblica di San Marino), 2009

STELLA G., *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza. Principi generali del codice civile e disciplina speciale dei servizi di investimento*, in *Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza* a cura di C. Granelli e G. Stella, Milano, 2007

STOCCO F., *Nota a Trib. Mantova, 18 marzo 2004*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, II

TANZA A. - MARTINES A., *Segnalazione alla Centrale Rischi della Banca d'Italia: la Giurisprudenza anticipa la soglia della pericolosità al c.d. fuori fido "past due"*, in *Riv. banca fin. giurism.*, 2013

TAROLLI R., *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I

TARQUINIO L., *Le operazioni finanziarie derivate nel bilancio di esercizio delle banche*, Torino, 1999

TOMMASINI D., *La dichiarazione "autoreferenziale" di essere un operatore qualificato e l'onere di verifica in capo all'intermediario destinatario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, I

TORRESI T., *Accollo di debiti futuri e determinabilità (anche unilaterale) dell'oggetto della prestazione*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2007

TROISI A., *Conflitto di interessi e servizio di consulenza finanziaria*, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 2010

- EAD., *L'informazione nel mercato finanziario: i bilanci delle banche e la comunicazione al pubblico*, in *Contr. impr.*, 2013
- TRUDU M., *Problematiche connesse all'uso dei contratti su strumenti finanziari derivati da parte degli enti locali*, in *Fin. loc.*, 2008
- VALENZANO G., *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, 1929, Roma
- VALLE V., *Contratti future*, in *Contr. impr.*, 1996
- VECCHIO C., *Ancora sulle operazioni di swap*, in *Boll. trib.*, 1999
- VELLA F. - PRESTIPINO M., *Commento, sub art. 51 TUB*, in *Testo Unico Bancario - Commentario* a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina e V. Santoro, Milano, 2010
- VELLA F. - PRESTIPINO M., *Commento, sub art. 52 TUB*, in *Testo Unico Bancario - Commentario* a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina e V. Santoro, Milano, 2010
- VELLA F. - PRESTIPINO M., *Commento, sub art. 54 TUB*, in *Testo Unico Bancario - Commentario* a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina e V. Santoro, Milano, 2010
- VELLA F., *Segnalazione di crediti in «sofferenza» alla Centrale dei rischi e responsabilità della banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II
- VENTURI E., *L'adeguatezza delle operazioni di intermediazione finanziaria nelle prescrizioni della disciplina speciale e nell'orientamento della Cassazione (C. Cassazione 25 giugno 2008, n. 17340)*, in *Riv. Trim. dir. ec.*, 2009
- VENUTI M.C., *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e dir. priv.*, 2000
- VILLATA F.C., *Gli strumenti finanziari nel diritto internazionale privato*, Padova, 2008
- VIOLA F., *Relazione dell'Amministratore Delegato al Consiglio di Amministrazione della banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.*, Siena, 2013
- VISENTINI G., *La disciplina del conflitto di interessi nel mercato mobiliare*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002
- ZAMAGNI L. - ACCIARI M., *Convenienza economica e mark to market dei contratti derivati degli Enti locali: note critiche alla sentenza n. 47421 del 21/12/2011 della seconda Sezione penale della Corte di Cassazione*, in *Il Caso.it*, II, 295/2012, 2012
- ZAMAGNI L. - CEDRINI G., *Swap ed enti locali: note critiche a Tribunale Bologna 14/12/2009 sulla qualificazione dell'up-front e sull'interpretazione della dichiarazione di operatore qualificato*, in *Il Caso.it*, II, 194/2010, 2010
- ZHANG P., *Barings Bank, bankruptcy and financial derivatives*, Singapore, 1995
- ZITIELLO L., *Decreto Eurosim: la disciplina degli intermediari e delle attività*, in *Soc.*, 1996

INDICE CRONOLOGICO DELLE PRONUNCE GIURISPRUDENZIALI

TRIBUNALI

Trib. Milano, 1 dicembre 1988
Trib. Milano, 24 novembre 1993
Trib. Milano, 26 maggio 1994
Trib. Catania, 7 gennaio 1995
Trib. Milano, 2 marzo 1995
Trib. Milano, 11 maggio 1995
Trib. Alessandria, 4 dicembre 1995
Trib. Torino, 14 aprile 1998
Trib. Bari, 22 dicembre 2000
Trib. Milano (ord.), 19 febbraio 2001
Trib. Milano, 19 febbraio 2001
Trib. Paola, sez. dist. Scalea, 20 aprile 2001
Trib. Potenza, 4 maggio 2001
Trib. Como, 16 giugno 2001
Trib. Paola, 20 giugno 2001
Trib. Milano, 20 febbraio 2003
Trib. Mantova, 18 marzo 2004
Trib. Milano, 2 aprile 2004
Trib. Monza, 27 luglio 2004
Trib. Monza, 14 ottobre 2004
Trib. Taranto, 27 ottobre 2004
Trib. Taranto, 28 ottobre 2004
Trib. Mantova, 12 novembre 2004
Trib. Venezia, 22 novembre 2004
Trib. Mantova, 1 dicembre 2004
Trib. Roma, 17 dicembre 2004
Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005
Trib. Genova, 15 marzo 2005
Trib. Roma, 31 marzo 2005
Trib. Genova, 18 aprile 2005
Trib. Firenze, 19 aprile 2005
Trib. Roma, 25 maggio 2005
Trib. Roma, 13 giugno 2005
Trib. Mantova, 20 giugno 2005
Trib. Brindisi, 21 giugno 2005
Trib. Avezzano, 23 giugno 2005
Trib. Parma, 6 luglio 2005
Trib. Roma, 13 giugno 2005
Trib. Milano, 25 luglio 2005
Trib. Roma, 29 luglio 2005
Trib. Genova, 2 agosto 2005
Trib. Venezia, 29 settembre 2005
Trib. Brindisi, 4 ottobre 2005
Trib. Savona, 10 novembre 2005
Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005
Trib. Brindisi, 30 dicembre 2005
Trib. Cagliari, 11 gennaio 2006
Trib. Rovereto, 18 gennaio 2006
Trib. Milano, 25 gennaio 2006
Trib. Milano, 15 marzo 2006
Trib. Foggia, 21 aprile 2006
Trib. Genova, 26 giugno 2006
Trib. Milano, 20 luglio 2006

Trib. Torre Annunziata, 30 agosto 2006
Trib. Firenze, 4 dicembre 2006
Trib. Milano, 17 gennaio 2007
Trib. Novara, 18 gennaio 2007
Trib. Biella, 26 gennaio 2007
Trib. Benevento, 13 febbraio 2007
Trib. Salerno, 12 aprile 2007
Trib. Milano, 18 aprile 2007
Trib. Mantova, 21 aprile 2007
Trib. Milano, 26 aprile 2007
Trib. Verona, 22 giugno 2007
Trib. Torre Annunziata, 27 giugno 2007
Trib. Mondovì, 30 gennaio 2007
Trib. Milano, 2 maggio 2007
Trib. Trani, 6 giugno 2007
Trib. Vicenza, 15 giugno 2007
Trib. Bari, 11 luglio 2007
Trib. Torino, 20 luglio 2007
Trib. Forlì, 5 settembre 2007
Trib. Torino, 17 settembre 2007
Trib. Torino, 18 settembre 2007
Trib. Verona, 21 settembre 2007
Trib. Salerno, 26 settembre 2007
Trib. Santa Maria Capua Vetere, 4 ottobre 2007
Trib. Venezia, 15 ottobre 2007
Trib. Verona, 28 novembre 2007
Trib. Rovigo, 3 gennaio 2008
Trib. Napoli, 5 febbraio 2008
Trib. Benevento, 18 febbraio 2008
Trib. Ancona, 20 febbraio 2008
Trib. Palermo, 20 febbraio 2008
Trib. Venezia, 28 febbraio 2008
Trib. Pisa, 9 marzo 2008
Trib. Torino, 11 marzo 2008
Trib. Padova, 17 marzo 2008
Trib. Roma, 20 marzo 2008
Trib. Brescia, 22 aprile 2008
Trib. Brindisi, 8 luglio 2008
Trib. Forlì, 11 luglio 2008
Trib. Mantova, 12 luglio 2008;
Trib. Torino, 24 luglio 2008
Trib. Forlì, 12 settembre 2008
Trib. Avellino, 9 ottobre 2008
Trib. Milano, 15 ottobre 2008
Trib. Matera, 18 ottobre 2008
Trib. Vicenza, 29 gennaio 2009
Trib. Mantova, 2 febbraio 2009
Trib. Cuneo, 9 febbraio 2009
Trib. Catania, 18 febbraio 2009
Trib. Milano, 18 febbraio 2009
Trib. Bologna, 2 marzo 2009
Trib. Ferrara, 26 maggio 2009
Trib. Torino, 17 luglio 2009
Trib. Monza, 4 settembre 2009
Trib. Milano, 28 settembre 2009
Trib. Ravenna, 12 ottobre 2009
Trib. Torino, 23 novembre 2009
Trib. Torino, 30 novembre 2009

Trib. Bologna, 14 dicembre 2009
Trib. Ferrara, 28 gennaio 2010
Trib. Oristano, 28 gennaio 2010
Trib. Udine, 5 marzo 2010
Trib. Udine, 13 aprile 2010
Trib. Forlì, 14 aprile 2010
Trib. Novara, 18 maggio 2010
Trib. Ferrara, 20 maggio 2010
Trib. Rimini, 28 maggio 2010
Trib. Venezia, 24 giugno 2010
Trib. Lecce, Sez. dist. Maglie, 12 luglio 2010
Trib. Bari (ord.), 15 luglio 2010
Trib. Rimini, 12 ottobre 2010
Trib. Torino, 22 dicembre 2010
Trib. Torino, 7 marzo 2011
Trib. Milano, 14 aprile 2011
Trib. Milano, 19 aprile 2011
Trib. Lecce, 9 maggio 2011
Trib. Novara, 23 giugno 2011
Trib. Civitavecchia (ord.), 8 giugno 2011
Trib. Civitavecchia (ord.), 1 agosto 2011
Trib. Ravenna, 2 settembre 2011
Trib. Ravenna, 12 settembre 2011
Trib. Bari (ord.), 16 settembre 2011
Trib. Napoli, 14 novembre 2011
Trib. Modena (ord.), 23 dicembre 2011
Trib. Parma, 27 dicembre 2011
Trib. Milano, 8 febbraio 2012
Trib. Bari, Sez. dist. di Rutigliano, 26 marzo 2012
Trib. Bologna, 27 marzo 2012
Trib. Orvieto, 12 aprile 2012
Trib. Milano, 14 aprile 2012
Trib. Acqui Terme (decr.), 18 aprile 2012
Trib. Cuneo, 14 luglio 2012
Trib. Novara, 19 luglio 2012
Trib. Verona, 10 dicembre 2012
Trib. Milano, 19 dicembre 2012
Trib. Lecce – Sez. dist. Galatina (ord.), 8 gennaio 2013.

CORTI D'APPELLO

App. Torino 15 marzo 1927
App. Torino, 17 agosto 1927
App. Milano, 10 giugno 1996
App. Milano, 9 gennaio 2003
App. Milano, 4 novembre 2003
App. Torino, 3 maggio 2006
App. Milano, 12 ottobre 2007
App. Brescia, 13 febbraio 2008
App. Milano, 27 febbraio 2008
App. Venezia, 16 luglio 2008
App. L'Aquila, 16 luglio 2008
App. Milano, 13 novembre 2008
App. Roma, 20 novembre 2008
App. Roma, 27 novembre 2008
App. Torino, 19 febbraio 2009
App. Trento, 5 marzo 2009

App. Milano, 15 aprile 2009
App. Torino, 28 luglio 2009
App. Firenze, 20 ottobre 2009
App. Milano, 14 luglio 2010
App. Milano, 7 settembre 2011
App. Torino, 26 settembre 2011
App. Torino, 20 gennaio 2012
App. Torino, 10 aprile 2012
App. Milano, 11 giugno 2012
App. Milano, 9 gennaio 2013

CORTI DI CASSAZIONE

Cass. 31 luglio 1947, n. 1306
Cass. 28 ottobre 1968, n. 987
Cass. 9 dicembre 1977, Prestano
Cass. 7 dicembre 1978 – 1 marzo 1979, n. 2134
Cass. 14 gennaio 1982, Romano
Cass. 8 febbraio 1982, Zaza
Cass. 30 giugno 1982, Mattutini
Cass. 13 dicembre 1982, Gava
Cass. 31 maggio 1986, n. 3694
Cass. 16 settembre 1986, n. 5621
Cass. 10 dicembre 1986, n. 7322
Cass. 20 gennaio 1988, Rosi
Cass. 26 ottobre 1988, n. 5809
Cass. 23 giugno 1989, n. 5541
Cass. 11 aprile 1990, n. 3067
Cass. 11 agosto 1990, n. 8202
Cass. 19 aprile 1991, n. 9194, Salvalaio
Cass. 7 giugno 1991, n. 6452
Cass. 7 novembre 1991, n. 470
Cass. 4 gennaio 1993 n. 10
Cass. 12 gennaio 1996, n.188
Cass. 6 settembre 1996, n. 8132
Cass. 17 luglio 1997, n. 6558
Cass. 17 settembre 1997, n. 9252
Cass. 23 settembre 1997, Marrosu
Cass. 8 novembre 1997, n. 11003
Cass. 5 novembre 1998, n. 1103
Cass., sez. un., 16 dicembre 1998, n. 1, Cellammare
Cass. 15 gennaio 2000, n. 426
Cass. 8 marzo 2000, n. 2624
Cass. 13 aprile 2000, n. 4754
Cass. 17 novembre 2000, n. 14899
Cass. 19 gennaio 2001, n. 4881
Cass. 7 marzo 2001, n. 3272
Cass. 15 marzo 2001, n.3753
Cass. 23 marzo 2004, n. 5718
Cass. 12 aprile 2002, n. 5281
Cass. 4 aprile 2003, n. 5323
Cass. 29 aprile 2004, n. 8271
Cass. 19 maggio 2005, n.10598
Cass. 16 giugno 2005, n. 12962
Cass. 18 giugno 2005, n. 13168
Cass. 30 giugno 2005, n. 13954
Cass. 23 settembre 2005, n. 42352
Cass. 29 settembre 2005, n. 19024

Cass. 13 ottobre 2005, n. 19883
Cass. 10 febbraio 2006, n. 2973
Cass. 28 giugno 2006, n. 14903
Cass. 12 aprile 2007, n. 10085
Cass. 12 ottobre 2007, n. 21428
Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724
Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26725
Cass. 20 dicembre 2007, n. 26958
Cass. 29 febbraio 2008, n. 5513
Cass. 25 giugno 2008, n. 17340
Cass. 5 agosto 2008, n. 21130
Cass. 1 ottobre 2008, Barreca
Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773
Cass. 1° aprile 2009, n. 7958
Cass. 26 maggio 2009 n. 12138
Cass. 20 giugno 2009, n. 23941
Cass. 24 maggio 2010, n. 12626
Cass., sez. un., 4 settembre 2012, n. 14828
Cass. 19 dicembre 2012, n. 49362

CORTE COSTITUZIONALE

Corte Costituzionale, 18/02/2010, n. 52

CONSIGLIO DI STATO

Cons. St., Sez. III, 10 maggio 1994, n. 525/94
Cons. St., Sez. V, 7 settembre 2001, n. 5032/01.

CORTE DEI CONTI

C. Conti sez. reg. Sicilia, 7 agosto 2006, n. 2376/2006
C. Conti sez. Contr. Reg. Lombardia (delib.), 26 settembre 2007, n. 596/2007
C. Conti sez. Contr. Reg. Molise, 30 luglio 2008, n. 30/Del.

ARBITRATI

Collegio arbitrale Milano, 26 marzo 1996