

**Università degli Studi di Roma “La Sapienza”**

**Facoltà di Giurisprudenza**



**Dottorato di ricerca in**

**AUTONOMIA PRIVATA, IMPRESA, LAVORO E TUTELA DEI DIRITTI  
NELLA PROSPETTIVA EUROPEA ED INTERNAZIONALE**

**Curriculum: REALTÀ E RADICI DEL DIRITTO PRIVATO EUROPEO**

**XXX CICLO**

**Tesi di Dottorato**

**I PRODOTTI FINANZIARI COMPLESSI E LA TUTELA DELL'INVESTITORE**

**Candidato  
Anna Maria Pancallo  
1169337**

I Coordinatori della Sezione  
Prof. Guido Alpa  
Prof.ssa Laura Moscati

Il Direttore del Dottorato  
Prof. Enrico del Prato

A/A 2017/2018

*Ai miei Maestri,  
il Prof. Gaetano Briguglio ed il Prof. Guido Alpa*

# **Prodotti finanziari complessi e tutela dell'investitore**

## *Indice*

## Indice

- I. Le nuove frontiere del diritto finanziario. Quali prodotti per un sistema evoluto?
  - I.1 Premessa
  - I.2 La Costituzione economica
  - I.3 Intermediari e investitori
  - I.4(Più di) sei prodotti in cerca di una categoria
  
- II. I prodotti finanziari misti
  - II.1 Le polizze *unit* e *index linked*: i prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione
    - II.1.1 Premessa
    - II.1.2 I caratteri generali del contratto di assicurazione
      - II. 1.2.1 Genesi ed evoluzione storica del contratto di assicurazione
      - II. 1.2.2 Le disposizioni generali del contratto di assicurazione
    - II. 1.3 Il contratto di assicurazione sulla vita
    - II. 1.4 L'evoluzione della normativa
    - II. 1.5 I prodotti assicurativi finanziari emessi dalle imprese di assicurazione: le polizze *unit linked* e le polizze *index linked*.

II. 1.5.1 La natura delle polizze *linked*: la posizione della dottrina e quella della giurisprudenza

II.1.6 La prassi contrattuale

II.2. I contratti finanziari derivati

II.2.1 Le origini di una storia antica.

II.2.2 Alla ricerca di una definizione

II.2.2.1 I contratti a termine: *forward* e *futures*

II.2.2.2 I Derivati OTC

II.2.2.2.1 Gli *swaps*

II.2.2.3 Gli *options*

II.2.2.4 I Derivati di credito

II. 2.3 La causa dei contratti derivati

II. 2.4 Valore, tempo, rischio e alea

II. 2.5 La tutela dell'acquirente

II. 2.6 I derivati impliciti

II.3 Le obbligazioni ibride

II.3.1. Un inquadramento generale

II.3.2	Natura delle obbligazioni strutturate
II.3.3	Le obbligazioni convertibili in azioni
II.3.4	Le obbligazioni subordinate
II.3.5	<i>Bail in</i> e crisi bancarie
III.	Uno sguardo al sistema inglese e a quello francese
III. 1.	Un inquadramento generale del diritto finanziario francese
III. 1.1	I prodotti finanziari derivati nel diritto francese
III.2	Un inquadramento generale del diritto finanziario inglese
III.2.1	I prodotti derivati sottoscritti da enti locali: la prospettiva inglese comparata a quella italiana
	Conclusioni
	Bibliografia



## Capitolo I – Le nuove frontiere del diritto finanziario. Quali prodotti per un sistema evoluto<sup>1</sup>?

### I.1 Premessa

Il termine *frontiere*<sup>2</sup> può essere declinato in due modi: o esso è sinonimo di “avanguardia”, e dunque sta ad indicare conquiste e scoperte, oppure può essere plasticamente riprodotto sotto forma di “muro”, di “barriera”.

I processi *globalizzatori* non conoscono limiti e, dunque, frontiere. Ma non è detto che le conquiste, cui il mondo finanziario giunge, rappresentino un’evoluzione. Il termine *evoluzione* ha, in questa sede, un’accezione esclusivamente positiva; il progresso è alla base della crescita della civiltà.

La civiltà moderna -ci si riferisce prevalentemente al mondo occidentale e all’impero di Cindia<sup>3</sup>- poggia le sue basi su un sistema *iperfinanziarizzato*. Basti pensare alle nuove “frontiere” cui è giunta la MiFID II<sup>4</sup>, che ha tramutato in prodotti finanziari anche le quote di emissione di anidride carbonica<sup>5</sup>. Questa scelta è dettata dall’esigenza di preservare il pianeta e di limitare il più possibile l’emissione di gas serra – così come impresso nelle pagine del Protocollo di Kyoto – o è finalizzata a creare una fitta *rete*<sup>6</sup> per rendere *commerciabile* qualsiasi elemento e tramutarlo in

---

<sup>1</sup> Il titolo è parzialmente mutuato da un articolo di F. CAPRIGLIONE, *I prodotti di un sistema finanziario evoluto, (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, 20 ss.

<sup>2</sup> Lo spunto all’origine di detta riflessione è rappresentato dal titolo del convegno dal titolo “*I Nuovi Confini del Diritto Privato Europeo*”, svoltosi il 5 e il 6 giugno 2015 presso l’Università degli Studi di Roma, i cui atti sono stati pubblicati nel volume dal titolo “*I nuovi confini del Diritto Privato Europeo*”, G. ALPA (a cura di), Milano, 2016.

<sup>3</sup> F. RAMPINI, *L’impero di Cindia*, Milano, 2007.

<sup>4</sup> Ci si riferisce alla Direttiva n. 65/2014, di cui si parlerà più diffusamente nel prosieguo della trattazione.

<sup>5</sup> Le quote di emissione sono i cubi di anidride carbonica che- secondo quanto previsto dalla Direttiva 2003/87/CE del 13 ottobre 2003 recepita al fine di consentire ai Paesi dell’Unione europea di adempiere agli impegni assunti con la ratifica del Protocollo di Kyoto del 1997 circa la riduzione dei livelli di emissione di gas serra- possono essere scambiati all’interno di un sistema gestito dalle Autorità nazionali.

<sup>6</sup> Il termine *rete* è qui utilizzato traendo spunto dall’immagine che Schelling usa per rappresentare la storia di Edipo. Secondo l’A. questi è avvolto da una rete che rappresenta la sua vita (anche la

prodotto<sup>7</sup>? Non è questa la sede per sviscerare una riflessione sulle derive -termine antitetico a frontiere- della società capitalistica e *iper-liberista* quale quella attuale<sup>8</sup>, ma prima di addentrarsi nei meandri della disciplina finanziaria in senso stretto si vuole lanciare un monito, o meglio, fare una domanda: *Quo vadis?*

Dove va un mondo globalizzato, *iper-finanziarizzato*, se omette di globalizzare i diritti<sup>9</sup>? La riflessione meriterebbe un maggiore approfondimento; in questa sede ci si limita a precisare che l'attenzione non può limitarsi all'analisi del diritto "patrimoniale" perdendo di vista il ruolo dell'individuo e quello dei suoi diritti fondamentali<sup>10</sup>.

## I.2. La Costituzione economica

La *Costituzione economica*<sup>11</sup> del 1948 è il più vivido esempio di convivenza fra le idee della sinistra comunista e di quella socialista, del cattolicesimo sociale e del pregresso liberalismo; detto sincretismo ha rappresentato la base su cui si è poggiato

---

parte a lui sconosciuta) e più cerca di divincolarsi, più questa lo trattiene fino a strangolarlo. Cfr. F. SCHELLING, *Lettere sul dogmatismo e il criticismo*, Milano, 1795, 17.

<sup>7</sup> L'utilizzo del termine prodotto poggia le sue basi sulla riflessione di Francesco Galgano relativamente al concetto di prodotto-misto. Se ne parlerà più diffusamente – proprio del concetto di prodotto, legato ad una certa evoluzione della società industriale – nel secondo capitolo del presente lavoro. Cfr. F. GALGANO, *Il «prodotto misto» assicurativo finanziario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1988, 91 ss.

<sup>8</sup> Sul punto si veda l'interessante analisi di C. SALVI, *Capitalismo e diritto civile. Itinerari giuridici dal Code civil ai Trattati europei*, Bologna, 2015.

<sup>9</sup> F. GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005; F. GALGANO, *Etica della finanza. Mercato e globalizzazione*, Bari, 2004.

<sup>10</sup> G. ALPA, *La certezza del diritto nell'età dell'incertezza*, Napoli, 2006, 69 s., ove l'autore evidenzia che «la mondializzazione dei mercati, la rivoluzione informatica, la "cultura globale" [...] si intrecciano postulando nuove regole» ma, nell'«attesa che venga costruito un ordinamento giuridico planetario, val la pena ricorrere al consolidamento dei diritti fondamentali, nel senso suggerito da Bobbio e da Habermas. Sarà l'espansione del judicial power a trovare la risposta alle attese di tutela degli interessi individuali», con l'avvertenza però che «non si può affidare solo al diritto la responsabilità di governare per intero questo processo».

<sup>11</sup> Sulla costituzione economica nella letteratura italiana: S. CASSESE, *La nuova Costituzione economica*, Bari, 2006; G. AMATO, *Il mercato nella Costituzione*, in AA.VV., *La Costituzione economica*, Padova, 1997, 19; G. DI GASPARE, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2003; G.U. RESCIGNO, voce *Costituzione economica*, in *Enciclopedia giuridica*, Roma, 2001; P. BILANCIA, *Modello economico e quadro costituzionale*, Torino, 1996; F. MERUSI, *Commento all'art. 47 della Costituzione*, in G. BRANCA (a cura di), in *Commentario della Costituzione (art. 45-47) Rapporti economici*, Bologna-Roma, 1980; A. BALDASSARRE, voce *Iniziativa economica privata*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, 1971.

il lavoro dell'Assemblea Costituente. La concorrenza e il libero mercato apparivano sullo sfondo di detta intelaiatura normativa senza assumere rilievo centrale. Dominava un'idea caratterizzata dal ruolo predominante assunto dallo Stato nei processi economici. La nuova visione di mercato, quale motore della crescita economica e sociale, è stata un'acquisizione frutto dell'ingresso nell'ordinamento italiano dei principi comunitari e dell'adesione ai Trattati<sup>12</sup>.

Dal combinato disposto degli articoli 41, 42 e 81 si evince il Legislatore Costituente abbia inteso affidare allo Stato tre principali «strumenti» per tutelare i diritti economici e sociali sanciti nei primi articoli della Carta: le limitazioni al diritto di proprietà e di iniziativa economica per orientare le attività private verso fini sociali; la cooperazione e la partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese per attenuare la divisione tra capitale e lavoro; la tutela del risparmio (attraverso la stabilità monetaria e finanziaria) e il controllo del credito per indirizzare gli investimenti verso particolari settori e aree geografiche.

La Carta costituzionale stabilisce che il risparmio, “in tutte le sue forme” deve necessariamente costituire oggetto di una specifica tutela da parte della Repubblica. Accanto a questo principio costituzionale, stabilito da una norma che la dottrina prevalente<sup>13</sup> ha definito da sempre a carattere generale, la Costituzione – a seguito della riforma del Titolo V- individua nel legislatore statale l'organo competente a disciplinare sia la materia della tutela del risparmio sia, più in generale, quella dei mercati finanziari.

La premessa “costituzionale” è doverosa per comprendere la dimensione italiana e l'unicità di talune disposizioni contenute nel testo della Costituzione.

---

<sup>12</sup> G. AMATO, *op. ult. cit.*, 19

<sup>13</sup> V. CRISAFULLI, *La Costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1952, nota 5, 34.

### I.3 Intermediari e investitori

I rapporti tra investitori e intermediari si basano su un'anomalia di fondo: sono rapporti asimmetrici, caratterizzati da un *gap* di informazioni che segna la distanza tra risparmiatore e operatore economico<sup>14</sup>. Questa è la ragione che ha guidato il legislatore comunitario a emanare una serie di direttive volte a regolare le materie in cui è maggiore l'esigenza di tutela del risparmiatore. Il *sintomo* di detta *disparità* – che può articolarsi in vario modo- è il contratto asimmetrico che rappresenta «*una nuova categoria, in cui l'asimmetria – che può articolarsi in informativa, di potere negoziale, di potere impositivo- non riguarda solo la singola persona fisica (consumatore, investitore, risparmiatore) ma anche la piccola impresa. In termini più generali, ci si riferisce alla parte che è maggiormente esposta all'abuso di potere economico della controparte*<sup>15</sup>».

Occorre, altresì, affermare che i flussi informativi hanno finalità plurime, dal momento che rispondono all'obbligo di garantire la trasparenza in merito alle qualità e alle condizioni di erogazione dei servizi offerti oltre che l'esatta conoscenza delle intenzioni speculative dell'acquirente nell'ottica di una sempre più efficiente allocazione delle risorse<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> «*La teoria classica del contratto non faceva distinzioni tra contratti conclusi inter partes e contratti tra parti aventi diverso status o diverso potere contrattuale: anzi, proprio la presunta e non sindacabile parità delle parti aveva consentito di creare una nozione di contratto unitaria, monolitica, astratta dalle circostanze concreto in cui il contratto avrebbe dovuto operare. [...] Vi sono due categoria di contratti che si pongono, però, in una posizione particolare, perché il loro status implica non solo una differenza di potere contrattuale, ma anche una differenza di punti di partenza dovuta alla asimmetria delle informazioni possedute, che è un ostacolo alla libera negoziazione o alla libera o alla libera offerta di opzioni offerte dalla controparte. Si tratta dei consumatori e dei minori*» G. ALPA, *Il contratto in generale. Fonti, teorie e metodi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da CICU-MESSINEO-MENGONI, continuato da SCLESINGER, Milano, 2014, 576.

<sup>15</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 288 ss. Si vedano altresì i contributi di L. DI DONNA, *Obblighi informativi precontrattuali. I. La tutela del consumatore*, Milano, 2008, 174 ss.; A. ZOPPINI, *Il contratto asimmetrico, tra parte generale, contratti di impresa e disciplina della concorrenza*, in *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore*, a cura di E. NAVARRETTA, Milano, 2007

<sup>16</sup> *Ex multis* A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1993, I, 294; Id., *Libertà contrattuale e dintorni*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1995, 17; R. CLARIZIA, *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari e obblighi di informazione*, in *Riv. it. leasing*, 1992, 216 s. e 221; E. MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I, 96 ss.; V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere*

Di norma, in ambito finanziario i contratti vengono unilateralmente predisposti dall'operatore economico e la controparte si limita ad aderirvi senza avere la possibilità di modificarne il contenuto<sup>17</sup>. Si è sottolineato che le «*asimmetrie informative interagiscono sulle modalità di rappresentazione del consenso, per cui una parte negoziale per solito si limita ad aderire ad un contratto interamente predisposto dall'altra, sicchè la componente precettiva del negozio risulta determinata unilateralmente. Se ne è desunta l'importanza della fase precontrattuale, evidenziandosi in particolare la posizione di "debolezza" in cui versa la controparte di un ente creditizio*<sup>18</sup>».

Economisti e giuristi sono stati a lungo "stregati" dalle teorie di "smithiana" memoria che inneggiavano al principio di autodeterminazione dei mercati, come se si trattasse di «*realtà esterne, dotate di vita propria (...) come se il mercato fosse una porzione della natura, che avrebbe senza l'intervento dell'uomo una sua vita propria, frutto delle forze spontanee che si scontrano, che si mediano, che si placano raggiungendo equilibri, comunque evolventisi secondo logiche proprie, o proprie leggi che avrebbero il loro corso naturale. L'intervento umano opera ab extra. (...) Libero scambio e lasciar fare sono divenuti precetti fondamentali di ogni economia di mercato (...)*<sup>19</sup>». Il neoliberismo ha elevato a postulato la teoria dell'autonomia del mercato e della sua immunità rispetto a contaminazione giuridiche esterne. Ma una tale visione non è aggiornata. Le crisi economiche che

---

*contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, p. 772 s.; E. CATERINI, *Lineamento di diritto civile italo-europeo. Dal mercato alla persona*, Napoli, 2009, 129; ID, *La terza fase del diritto dei consumi*, in *Rass. dir. civ.*, II, 2008, 320 ss., ID, *Principi e clausole generali nella proposta di regolamento europeo della vendita transfrontaliera*, in *Contratto e impresa Europa*, II, 2014, 596 ss.; P. GAGGERO, *Trasparenza del contratto e rimedi di autotutela*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, II, 2013, 461 ss.; C. RUSSO, *Trasparenza e informazione nel contratto di assicurazione. La prospettiva dell'analisi economica del diritto*, Padova, 2001, 89 ss.; A. GUACCERO, *Investimento finanziario e attività assicurativa nella prospettiva dell'informazione del risparmiatore*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, 16 ss.;

<sup>17</sup> Si tratta, come è noto, di contratti stipulati mediante adesione a condizioni generali di contratto, moduli o formulari unilateralmente predisposti dalla banca, dall'intermediario finanziario o da quello assicurativo.

<sup>18</sup> F. CAPRIGLIONE, *Introduzione*, in *I contratti dei risparmiatori*, (a cura di) F. CAPRIGLIONE, Milano, 2013, 6.

<sup>19</sup> G. ALPA, *La c.d. giuridificazione delle logiche dell'economia di mercato*, in *Rivista trimestrale di diritto processuale civile*, III, 1999, 725. Per una riflessione più recente in materia, ma immutata nella sostanza, si veda ID, *Giuristi e interpretazioni. Il diritto nella società postmoderna*, Genova, 2017, 256 ss.

si sono succedute nel tempo hanno dimostrato che il mercato non può essere rappresentato come una delle monadi di Leibniz, pertanto non può prescindere dal diritto e dai diritti. Detta considerazione è ancora più attuale se si tiene conto del fatto che l'Unione Europea ha subito una *mutazione genetica* a seguito dell'entrata in vigore della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea nel 2000. Gli istituti dell'Unione poggiano le basi su finalità di tipo essenzialmente economico – anche se nel disegno ispiratore vi è molto più di questo<sup>20</sup>- e si sono dovuti *adattare* all'esigenza di tutelare i diritti fondamentali dell'individuo. Uno tra i temi che maggiormente hanno interessato la dottrina, riguarda il rapporto tra il diritto patrimoniale europeo e la Carta. Difatti, sotto il profilo economico, giuridico e sociale, la Carta di Nizza segna la discontinuità con il processo di costruzione europea in atto sino ad allora; ciò in virtù del fatto che la Carta apre il diritto privato alla costituzionalizzazione. In termini più generali, l'Europa non si riduce alla sola dimensione economica e, a partire dal 2000, diviene *difensore* dei diritti fondamentali di ciascun essere umano<sup>21</sup>.

La Carta non tratta la materia del risparmio e o dell'investimento, ma all'art. 38 dispone che: «*nelle politiche dell'Unione è garantito un livello elevato di protezione dei consumatori*»; di poi definisce, all'articolo 17, l'estensione del diritto di proprietà. Sebbene non vi siano dei riferimenti specifici alla tutela del risparmio, queste disposizioni hanno rappresentato le basi giuridiche per il legislatore europeo delle direttive che hanno legiferato in materia di mercati finanziari e di tutela degli investitori<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> Si pensi, ad esempio, al *Manifesto di Ventotene*, di Altiero Spinelli, Ernesto Rossi e Eugenio Colorno, che racchiude i principi ispiratori e le aspettative future dell'Europa. L'esigenza di mantenere la pace tra popoli e nazioni in perenne conflitto ha ispirato i tre autori che, durante il confino in esilio, hanno redatto il *Manifesto* dell'Europa Unita e ne hanno definito la struttura istituzionale, i valori, le attribuzioni, le finalità da perseguire.

<sup>21</sup> S. RODOTÀ, *La carta come atto giuridico e documento politico*, di A. MANZELLA, P. MELOGRANI, E. PACIOTTI, S. RODOTÀ, *Riscrivere i diritti in Europa*, Bologna, 59 ss.; G. ALPA, *Diritto Privato Europeo*, Milano, 2016, *passim*, in particolare nel V capitolo; H. COLLINS, 'The Constitutionalization of European Private Law as a Path to Social Justice?' in H.-W. MICKLITZ (ed), *The Many Concepts of Social Justice in European Private Law*, Cheltenham: Edward Elgar, 2011, 133; C. MAK, *Constitutional Aspects of European Private Law: Freedoms, Rights and Social Justice in the Draft Common Frame of Reference*, Centre for the Study of European Contract Law Working Paper Series No. 2009/05;

<sup>22</sup> J. ZILLER, *La tutela del risparmio tra obiettivi e competenze dell'Unione europea*, in *Diritto dell'economia*, 1, 2008.

Orbene, il punto di arrivo (o di partenza) di queste considerazioni è rappresentato dal *dogma* del principio del *contraente informato*. Ebbene, se la – metaforica – distanza tra un operatore qualificato e un comune risparmiatore è rappresentata da un certo numero di informazioni di cui il primo è in possesso, traslare tutta la conoscenza sul secondo potrebbe contribuire a ridurla notevolmente. Un contraente (ben) informato compie delle scelte consapevoli e ciò ha degli influssi positivi sul mercato<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, *passim*, in particolare nei primi capitoli; F. CAPRIGLIONE, *Introduzione*, op. cit., 6. *Contra*, per una lettura critica di detto *dogma* si veda A. ZOPPINI, *Le domande che ci propone l'economia comportamentale ovvero il crepuscolo del «buon padre di famiglia»*, in *Oltre il soggetto razionale Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di G. ROJAS ELGUETA e N. VARDI, in *Studies in law and social studies*, Roma, 2014, 11 ss., l'A. muove le proprie analisi dagli studi di economia comportamentale - *Behavioral Law and Economics* – in virtù del quale il comportamento dell'attore privato, anche se diretto a ottenere uno stato di benessere, è pur sempre limitato nelle proprie scelte dal momento che tende a ripetere i medesimi processi cognitivi e decisionali, sorretto da elementi impulsivi ed emotivi. Pertanto, gli esiti a cui giunge sono irrazionali. L'A. specifica che «*gli studi sperimentali dimostrano che le persone fisiche hanno un'incapacità valutativa nella dimensione diacronica, e segnatamente una tendenza a scontare eccessivamente il beneficio futuro (c.d. hyperbolic discounting) e a sottovalutare il rischio futuro (c.d. optimism bias). Inoltre, gli individui si avvalgono sistematicamente di scorciatoie mentali (c.d. heuristics e bias), fra cui esemplarmente l'«ancoraggio» e l'effetto «cornice»: come a dire che la determinazione cui si arriva dipende, il più delle volte, dalle premesse da cui si muove o dal contesto nella quale essa è inquadrata, che non dal merito intrinseco della medesima*». L'A. prosegue aggiungendo che, quelli che possono essere qualificati come fallimenti cognitivi, possono divenire dei fallimenti di mercato, dal momento che impediscono di raggiungere un equilibrio paretiano efficiente. Il paradigma comportamentale dell'attore razionale non è un elemento naturale, e rappresenta invece un'opzione ideologica dell'interprete che si sovrappone al diritto positivo. L'intervento regolatorio seleziona – tra le possibili scelte – quelle capaci di garantire un equilibrio ovvero previene e reprime gli esiti inefficienti che derivano dai comportamenti che si allontanano dai paradigmi concorrenziali. L'A. si sofferma su aspetti che hanno come elemento centrale l'informazione: «*[...] assolvere agli obblighi di informazione che, nell'ambito di un rapporto asimmetrico, consentano una scelta consapevole alla parte debole. Qui il modello di riferimento è senz'altro costituito dalla disciplina del credito al consumo. Segnatamente, l'art. 125-bis T.U.B. (d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385) impone all'operatore professionale di trasmettere l'informazione in modo «chiaro e conciso», il che sottende che, nel modello cognitivo assunto dal legislatore, il numero di informazioni che il consumatore può realisticamente comprendere, elaborare e recepire è naturalmente esiguo e limitato. Parimenti, l'art. 124 T.U.B. prevede che gli intermediari forniscano alla clientela, anche sulla base delle «preferenze espresse», «le informazioni necessarie per consentire il confronto delle diverse offerte di credito sul mercato, al fine di prendere una decisione informata e consapevole». Il che significa che ciò che rileva sono (solo) le informazioni sulle quali si appunta l'attenzione del consumatore, in quanto idonee a consentirgli l'adozione di una scelta di consumo comparativamente consapevole. Dal combinato delle disposizioni appena richiamate se ne ricava che: (i) le informazioni rilevanti sono solo quelle necessarie a consentire un confronto tra proposte alternative, sulle quali effettivamente si concentra la decisione del contraente; (ii) la trasmissione di informazioni concise e facilmente comprensibili postula che, all'interno di un rapporto asimmetrico, la parte che deve informare deve farsi carico di sintetizzare e selezionare le informazioni capaci di orientare la scelta della controparte. Nulla di più distante dall'informazione completa ed esaustiva: si tratta, invece, di una informazione sintetica e non analitica, selettiva in*

L'esigenza di ridurre le asimmetrie informative trova la sua naturale declinazione nell'obbligo di trasparenza, che compone la gamma di doveri dell'intermediario. Difatti, il legislatore – comunitario e europeo- ha imposto, per un verso, il rispetto precisi obblighi di forma<sup>24</sup>, a cui di regola si accompagna l'obbligo dell'indicazione

---

*relazione alla scelta che il contraente opera e non fondata sul presupposto di una generale e autonoma capacità valutativa»* L'A. a questo punto della riflessione sottolinea che l'operatore dovrebbe trasmettere, esclusivamente, le informazioni veramente rilevanti e concentrarsi solo su quelle. L'A. prosegue affermando che: «*un secondo piano di riflessione concerne la prova dell'adempimento degli obblighi informativi e, segnatamente, il fatto che l'idoneità delle informazioni trasmesse e, più in generale, la correttezza della controparte contrattuale si prova facendo riferimento all'inferenza statistica delle conseguenze che si determinano. Merita a questo riguardo leggere le parole, assai perspicue, d'una nota delle istruzioni di vigilanza redatte dalla Banca d'Italia, là ove si afferma che non si «[...] richiede agli intermediari di assicurare assistenza al cliente fino al punto di individuare, in ogni caso, l'offerta più adeguata, bensì di adottare procedure organizzative che evitino modalità di commercializzazione oggettivamente idonee a indurre il cliente a selezionare prodotti manifestamente non adatti»*. L'A., nel riprendere le parole della Banca d'Italia, sottolinea come l'informatore non debba sostituirsi alla controparte, non può compiere delle scelte in sua vece, come quella di selezionare l'offerta più conveniente e come deve creare un sistema in grado di mettere al riparo il contraente dalla possibilità di compiere scelte poco fruttuose.

<sup>24</sup> G. BENACCHIO, *Diritto privato della comunità europea*, Padova, 2004 p. 329, sottolinea che il legislatore comunitario sembra maggiormente orientato a garantire la *procedural fairness*, piuttosto che la *substantial fairness*, ovvero è più preoccupato di garantire che sussistano i presupposti affinché la contrattazione si svolga attraverso i criteri di correttezza che non di predisporre mezzi di tutela giurisdizionale per ristabilire un equilibrio venuto meno o mancante. Il fine risulta essere quello di mettere il consumatore in condizione di non essere colto di sorpresa o che non gli vengano imposte clausole vessatorie senza che lui possa effettuare una precisa meditazione, ma non viene data rilevanza al fatto che lui possa subire una contrattazione svantaggiosa. Di conseguenza, la disciplina in questione sembra rispettosa del principio di autonomia privata. Sul punto si veda anche E. NAVARRETTA, *Principio di uguaglianza, principio di non discriminazione e contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 3,547 ss. Più diffusamente in materia di nuovi obblighi di forma, tesi come è noto a garantire al consumatore una maggiore certezza dei diritti e degli obblighi che gli derivano dal contratto si veda, P. PERLINGIERI, *Forma dei negozi e formalismo degli interpreti*, Napoli, 1987; V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale, genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 780. Sottolinea che la forma viene ad assumere funzione informativa, G. DE NOVA, "Dieci voci" per una tavola rotonda su "il nuovo diritto dei contratti", in *Materiali e commenti sul nuovo diritto dei contratti*, a cura di G. VETTORI, Padova, 1999, p. 815; M. GAMBINI, *Il nuovo statuto del consumatore europeo: tecniche di tutela del contraente debole*, in *Giur. merito*, 2004, p. 2624, il quale afferma che la forma diviene la chiave attraverso la quale il legislatore ha inteso consentire alla parte in posizione di debolezza l'accesso al contenuto contrattuale. Inoltre, rappresenta uno strumento utile per il giudice nel rilevare eventuali squilibri dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto. Infine, l'A. sottolinea che la disciplina prevista per i contratti del consumatore segna il definitivo superamento dell'idea che il nostro ordinamento si ispiri a un principio di libertà delle forme: i casi in cui vengono prescritte deroghe alla libertà della forma sono talmente numerosi da non poter essere relegate a mere eccezioni. Sul nuovo ruolo assunto dalla forma, si v. R. FAVALE, *Forme "extralegali" e autonomia negoziale*, Napoli, 1994, p. 30 ss.; E. MORELATO, *Neoformalismo e trasparenza contrattuale*, in *Contr. e impr.*, 2005, p. 592 ss.

di un contenuto minimo, e, in alcuni casi, anche l'obbligo di consegnare una copia del contratto alla controparte.

L'esistenza di una specifica disciplina posta a guida i comportamenti degli intermediari ha rappresentato uno dei tratti distintivi della regolamentazione delle "attività di intermediazione mobiliare" e, successivamente, dei servizi e delle attività di investimento. La previsione di un corpo di regole di condotta, finalizzate a definire lo standard di comportamento degli intermediari rappresenta, infatti, un tratto tipico delle riforme realizzate in alcuni ordinamenti europei a partire dalla fine degli anni '80. Queste hanno dato vita a un fenomeno destinato a influire sulla stessa disciplina comunitaria, ci si riferisce alla Direttiva 22/93/CEE e Direttiva 39/2004/CE, la c.d. MiFID I<sup>25</sup> per poi giungere alla Direttiva 2014/65/UE, la c.d. MiFID II. Nell'ambito della disciplina dei mercati finanziari si è così formato un elaborato e articolato nucleo normativo, volto a disciplinare la condotta dei prestatori di servizi al fine, come si è detto, di tutelare gli investitori.

Nel corso delle vicende che, negli ultimi anni, hanno interessato il mercato italiano – ma non solo- la rilevanza e la portata della disciplina dei comportamenti degli intermediari ha assunto sempre maggiore evidenza. Prima dell'entrata in vigore della MiFID I il contenuto delle regole di comportamento variava- spesso le divergenze erano significative – nei vari Stati dell'Unione. Difatti, occorre precisare che l'armonizzazione delle regole introdotte nella Direttiva 22/93/UE non era stata particolarmente pervasiva. Assai più incisive e dettagliate erano state le disposizioni contemplate nella MiFID I, che perseguiva l'obiettivo di massima armonizzazione tra gli Stati Membri<sup>26</sup>.

La struttura delle regole di condotta degli intermediari si articola, come si vedrà meglio in seguito, su due livelli principali: del primo livello fanno parte le regole di portata generale, che si applicano a tutti i servizi e a tutte le attività prestate dal soggetto. Del secondo livello fanno parte le regole di comportamento applicabili ai

---

<sup>25</sup> F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano 2004, *passim*; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torin, 2014, 125 ss.

<sup>26</sup>E. GABRIELLI – R. LENER,  *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI e R. LENER, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. RESCIGNO ed E. GABRIELLI, Torino, 2011, 40

singoli servizi o attività. Sia nel primo che nel secondo livello le fonti sono norme di rango primario e di rango secondario. Queste ultime sono emesse, sotto forma di Regolamenti, dalla Commissione nazionale per la società e per la borsa (CONSOB). Del c.d. primo livello fanno parte gli artt. 21 e 23 del T.u.F., che definiscono le linee generali dei rapporti tra intermediario e cliente. Il nucleo centrale di queste disposizioni è rappresentato dalla cura degli interessi del cliente da parte dell'intermediario<sup>27</sup>. L'art. 21, che rappresenta la più importante tra le regole di condotta, si articola nei seguenti profili: obblighi generali di correttezza, diligenza e professionalità; obblighi informativi; norme attinenti all'organizzazione interna; regole in materia di conflitto di interessi. Con specifico riguardo agli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza indicati nella lett. a) dell'articolo, occorre puntualizzare che la norma riprende e riformula principi già contemplati nelle regole di diritto comune. Ma non si tratta di una mera ripetizione, la legge speciale e il codice civile italiano concorrono a formare un'unitaria visione d'insieme. Difatti, il riferimento alla diligenza è da intendersi come un richiamo alla diligenza professionale di cui all'art. 1176 co. 2 cod. civ., e si sostanzia nell'obbligo, per l'intermediario, di seguire tutte le regole di perizia che l'incarico prescrive. La correttezza va intesa come buona fede in senso oggettivo, vale a dire come l'obbligo di comportarsi lealmente, avendo cura dell'interesse della controparte<sup>28</sup>. Il criterio della trasparenza, come si anticipava, deve essere valutato come il dovere di fornire all'investitore tutte le informazioni necessarie al fine di comprendere le caratteristiche del prodotto finanziario nonché le modalità di esercizio del servizio di investimento ed è, nella sostanza, una specificazione degli obblighi di correttezza e diligenza. Il dovere di trasparenza si concretizza nella necessità di fornire informazioni chiare e comprensibili per ridurre il *gap* tra le parti.

---

<sup>27</sup> M. MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da CICU-MESSINEO-MENGONI, continuato da SCLESINGER, Milano, 2012, 128

<sup>28</sup> G. ALPA, *Commento all'art. 21*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, tomo I, Padova, 1998, 20 ss., il quale afferma, altresì, che si tratta di una norma immediatamente cogente nonostante il carattere generale mostrato e che, più nello specifico può essere considerata una norma quadro. Si veda sul punto anche M. MIOLA, *Commento all'art. 21*, in *Testo Unico della Finanza*, diretto da G.F. CAMPOBASSO, Torino, 2002, 135; C. M. BIANCA, *La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 1983, I, 209

L'art. 23 del T.u.F. reca puntuali statuizioni in ordine ai requisiti di forma e dispone che il mancato rispetto determina la nullità del contratto; di poi, impone che l'onere della prova nei giudizi risarcitori ricada in capo agli intermediari, che devono dimostrare di aver adottato tutta la diligenza richiesta. Inoltre, una copia del contratto deve essere consegnata al cliente<sup>29</sup>. La forma solenne rappresenta uno degli strumenti di tutela del cliente non professionale – la Consob può introdurre una deroga a detto principio in relazione alla natura professionale del cliente<sup>30</sup>. L'art. 23 prevede che si tratti di un caso di nullità relativa<sup>31</sup> e che, in quanto tale,

---

<sup>29</sup> G. ALPA, *Commento all'art. 23*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, tomo I, Padova, 1998, 256 ss. In giurisprudenza si veda, TRIB. GENOVA, 5 maggio 2017, n. 1187; TRIB. LUCCA, 14 dicembre 2016, n. 2629; APP. CATANZARO, 21 marzo 2017, n. 518; CASS., 3 febbraio 2017, 2949; CASS., SS. UU., 2 dicembre 2016, n. 24645

<sup>30</sup> Cfr. l'art. 37 del Regolamento Intermediari, che prevede la forma scritta per i contratti con i clienti al dettaglio

<sup>31</sup> S. POLIDORI, *Discipline della nullità e interessi protetti*, Napoli, 2001, 78 ss. e 114 ss., dove l'A. afferma che la nullità relativa è frutto di una scelta che si giustifica quando in presenza di un vizio strutturale della fattispecie, determinato da un abuso di una delle parti a danno dell'altra, l'attitudine dello stesso ad incidere, almeno in via diretta, su di un assetto di interessi che non coinvolge terzi suggerisce la legittimazione all'azione al solo contraente pregiudicato dal patto nullo. Inoltre, l'A. sottolinea che l'impianto codicistico sembra presentarci la nullità assoluta come regola e quella relativa come eccezione, ma tale visione non pare compatibile con la funzione che la nullità svolge nell'attuale sistema, che vede un deciso proliferare della nullità di protezione che si caratterizza, in particolare, per la legittimazione relativa. L'eccezionalità della nullità relativa veniva basata su un'interpretazione letterale dell'art. 1421 c.c. il quale afferma che la legittimazione a far valere la nullità è assoluta salvo che la legge disponga diversamente. Inoltre, a tale conclusione si arrivava in base alla considerazione che la nullità doveva essere posta esclusivamente a tutela di interessi superindividuali.

Di poi, si può provare a operare un raffronto sistematico, tra le disposizioni relative ai contratti dei consumatori e quelle afferenti alla materia bancaria e finanziaria. Si pensi, ad esempio, all'art. 127 del d.lgs. n. 385/93 che espressamente prevede che la nullità possa essere rilevata esclusivamente dal cliente; oppure all'art. 36 del d.lgs n. 206/05 in materia di clausole abusive. Altre ipotesi possono essere rinvenite nel d.lgs n. 122/05 diretto a tutelare gli acquirenti di immobili da costruire, che all'art. 2 "Garanzia fideiussoria" prevede che all'atto di stipula di un contratto che abbia come finalità il trasferimento non immediato della proprietà o di altro diritto di godimento su di un immobile da costruire, il costruttore è obbligato a pena di nullità a fornire garanzia fideiussoria.

Il carattere relativo della nullità non esclude per ciò stesso la rilevabilità da parte del giudice, ma solo a vantaggio della parte debole. Si deve evidenziare che in passato, in relazione a tale tipologia di nullità si poneva poi il problema di riconoscerne o meno la rilevabilità d'ufficio. Molti infatti sostenevano che era incompatibile la legittimazione relativa e la possibilità di rilevare d'ufficio la nullità. In tal senso, Cass., 14.02.75, n. 590, in *Giur. it.*, 1976, I, c. 1204; in dottrina, R. QUADRI, "Nullità" e tutele del "contraente debole", in *Contr. e impr.*, 2001, p. 1162, il quale in relazione alle clausole vessatorie denuncia alcune ipotesi nelle quali per il professionista questa previsione potrebbe essere fortemente pregiudizievole, trovandosi in buona sostanza in balia del consumatore stesso. Alcuni manifestavano anche perplessità nei confronti di tale figura ritenendo che la stessa non avrebbe autonomia rispetto alla categoria dell'annullabilità. S. POLIDORI, *Discipline della nullità e interessi protetti*, cit., p. 100 ss. Il fatto che la nullità possa essere rilevata solamente da una delle parti non deve far mettere in dubbio che si tratti di una nullità autentica dal momento che tale

possa essere fatta valere esclusivamente dall'investitore. Il documento contrattuale si rivela, in tal modo, uno strumento per l'informazione del cliente nonché per verificare il rispetto delle regole da parte dell'intermediario<sup>32</sup>. Il discorso relativo all'obbligo di forma è prodromico a quello del c.d. contratto quadro. Difatti, l'orientamento prevalente ritiene indispensabile la presenza di un "contratto quadro" preesistente alle singole operazioni di investimento<sup>33</sup>.

Occorre, altresì, analizzare anche un ambito che, come si vedrà in seguito, presenta diversi punti di contatto con quello dell'intermediazione finanziaria: quello dell'intermediazione (*rectius*) distribuzione assicurativa.

La direttiva 2016/97/UE c.d. *IDD Insurance Distribution Directive*, opera la rifusione della direttiva 2002/92/CE c.d. *IMD Insurance Mediation Directive* sulla intermediazione assicurativa.

Al netto dei prodotti offerti, i punti di contatto che qui si vogliono analizzare sono quelli relativi alla modalità di regolazione dell'attività degli intermediari. Difatti, i

---

tipologia di nullità conserva tutte le altre caratteristiche della nullità: l'imprescrittibilità dell'azione, la rilevanza d'ufficio. Secondo alcuni autori la nullità relativa andrebbe a mettere il contratto nella disponibilità di uno dei contraenti, mettendo in dubbio che lo stesso abbia effettivamente forza di legge tra le parti. Evidenzia questa particolarità in relazione ai contratti con i consumatori, V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, cit., p. 775, il quale sottolinea che nell'ambito dei contratti dei consumatori tale fenomeno si accompagna alla frequente previsione del diritto di recedere in capo ad una sola parte. Circostanze queste che si pongono in contrasto con quanto previsto dall'art. 1372 c.c.

<sup>32</sup> R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, *passim.*; L. DI DONNA, *Obblighi informativi precontrattuali*, Milano, 2008, p. 30 ss., parla di un *tertium genus* di forma, accanto a quella *ad substantiam* e *ad probationem* vi sarebbe la forma in funzione di veicolo di informazioni. La forma diverrebbe così uno strumento di riduzione delle asimmetrie informative, causa principale della debolezza del consumatore rispetto al professionista, oppure del risparmiatore nel caso di contratti bancari. Nello stesso senso, M.L. GAMBINI, *Il nuovo statuto del consumatore europeo: tecniche di tutela del contraente debole*, in *Giur. merito*, 2004, p. 2622. Da rimarcare che spesso anche l'adempimento degli obblighi informativi richiede il rispetto di determinate forme, senza contare che ormai di frequente all'obbligo del rispetto di una determinata forma si accompagna anche quello di consegnare alla controparte una copia del documento. Tra queste: l'art. 85 c. cons. sulla vendita di pacchetti turistici, l'art. 117 t.u.b. sui contratti di banca, l'art. 23 t.u.f. sui contratti relativi ai servizi di investimento. Anche se F. VENOSTA, *Profili del neoformalismo negoziale: requisiti formali diversi dalla semplice scrittura*, in *Obbl. e contratti*, 2008, p. 877, sottolinea che quest'obbligo vi sarebbe, come espressione del principio generale di buona fede, anche in assenza delle norme citate.

<sup>33</sup> Per una disamina più approfondita della teoria circa la natura del contratto quadro si rimanda al secondo capitolo del presente elaborato, laddove si tratta il tema dei derivati finanziari.

redattori della IDD hanno preso spunto, per la stesura del testo della Direttiva, proprio da quello della MiFID II<sup>34</sup>. Difatti il testo della IDD emula, in gran parte, il contenuto della Direttiva sull'intermediazione finanziaria.

Nel considerando n. 87 della MiFID II si sottolinea che gli investimenti che riguardano i contratti assicurativi sono spesso offerti consumatori come potenziali alternative agli strumenti finanziari regolamentati. Difatti, l'assenza di armonizzazione in materia di prodotti assicurativi ha determinato il c.d. *unlevel playing field*. Pertanto, al fine di fornire una protezione coerente ai clienti al dettaglio e garantire condizioni di parità per prodotti simili, la MiFID II - in attesa della normativa unionale sulle attività degli intermediari assicurativi e delle imprese di assicurazione" (giunta, come già si è detto, nel gennaio 2016 con la IDD) - ha introdotto nella Direttiva 2002/92/CE il capo III-bis, appositamente dedicato ai prodotti di investimento assicurativo, che prevede la categoria del "prodotto d'investimento assicurativo" (cd. *IBIP Insurance Based Investment Products*) e definisce la nozione di "distribuzione assicurativa" (nella quale è compresa la vendita diretta effettuata da imprese assicurative) da applicare alla vendita del prodotto d'investimento assicurativo<sup>35</sup>. La MiFID II ha introdotto, in ambito assicurativo, regole di condotta modellate sulla base di quelle previste per i prodotti di investimento al fine di improntare l'attività di distribuzione a principi di onestà, imparzialità e professionalità, posti al servizio degli interessi dei clienti. Tuttavia, dal momento che le regole della MiFID II appena richiamate sono state abrogate seguitamente all'emanazione della IDD – è opportuno richiamare le novità introdotte da tale Direttiva.

Come accennato, la IDD contiene un ampio numero di regole di condotta che si applicano alle attività di distribuzione assicurativa, e che riguardano, fra l'altro, i requisiti in materia di prodotti, gli obblighi di informazione e le norme di comportamento degli intermediari. Di particolare rilievo è la previsione di regole

---

<sup>34</sup> Il primo negoziato sulla Direttiva IDD – che originariamente era stato apostrofato come IMD2- si è svolto nel corso della Presidenza Italiana. I tecnici italiani hanno puntato l'attenzione sugli obblighi di trasparenza, diligenza e correttezza degli intermediari/distributori; sul tema degli *ancillary intermediaries*, del conflitto di interessi e degli *inducements*.

<sup>35</sup> Il tema verrà più ampiamente sviluppato nel secondo capitolo.

in materia di *product governance*, che come si è già detto sono analoghe nella sostanza a quelle previste dalla MIFID II, e quindi fondate sulla dialettica fra *product manufacturer* e *product distributor* nella ideazione e nel collocamento delle polizze. Tali regole sono peraltro applicabili a tutti i tipi di prodotto assicurativo e non solo a quelli *insurance based*. Di poi, secondo il modello già utilizzato per la MiFID I, gli intermediari assicurativi e le imprese di assicurazione che distribuiscono prodotti di investimento assicurativi devono mantenere e applicare disposizioni organizzative e amministrative efficaci (sulla base del principio di proporzionalità, da declinarsi di volta in volta tenendo conto dell'attività svolta, del tipo di prodotto venduto e della rete distributiva adottata), al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse dell'impresa incidano in modo negativo sugli interessi dei clienti; a riguardo si vedano gli articoli 27 e 28 della IDD. L'intermediario non può limitarsi a identificare e a gestire i conflitti ma deve adoperarsi al fine di prevenire gli stessi. Inoltre, la *disclosure* è una misura da applicare obbligatoriamente quando le disposizioni adottate, ancorché potenzialmente idonee a gestire i conflitti di interesse, non riescano ad impedire che gli stessi ledano gli interessi della clientela.

La materia degli incentivi è quella in cui la IDD pare divergere in maniera più marcata dalle corrispondenti norme previste dalla MIFID II. L'art. 29 della IDD ammette infatti la percezione o il pagamento da parte del distributore assicurativo di un onorario o una commissione o di benefici non monetari in relazione alla distribuzione di un prodotto di investimento assicurativo da un qualsiasi soggetto diverso dal cliente o da una persona che agisce per conto del cliente, solo laddove tali pagamenti o benefici: non abbiano alcuna ripercussione negativa sulla qualità del pertinente servizio al cliente; non pregiudichino il rispetto da parte dell'impresa di assicurazione o dell'intermediario assicurativo dell'obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente.

In tema di valutazione della idoneità e dell'adeguatezza (*suitability and appropriateness*) dei prodotti di investimento assicurativi, l'art. 30 della IDD prevede un apposito test, fatto però salvo l'obbligo - gravante sul distributore ai sensi dell'art. 20- di valutare comunque le "richieste ed esigenze" dei clienti in

relazione a tutti i prodotti assicurativi. Tra i “nuovi” obblighi informativi precontrattuali si distinguono due documenti: se prima della stipula è stata svolta attività di consulenza, deve essere fornita una raccomandazione personalizzata, volta a individuare le ragioni per cui un determinato prodotto sarebbe più indicato rispetto ad altri per soddisfare le esigenze del cliente; per tutti i prodotti assicurativi, escluse le assicurazioni sulla vita, deve essere fornito all’assicurato un documento informativo standardizzato che definisca le caratteristiche essenziali del prodotto.

A seguito di questa breve disamina, si evince come un elevato grado di tutela sia riconosciuto in capo ai consumatori, agli investitori, agli assicurati nell’Unione Europea. Questo è il tratto distintivo di un sistema politico che non si rapporta al mercato come se si trovasse di fronte ad un sistema autopoietico. Il mercato non potrebbe comparire in un *De rerum natura* del secondo millennio, non è una porzione di mondo in grado di autogovernarsi. L’intervento da parte del legislatore è necessario<sup>36</sup>. Ciò, anche e soprattutto, al fine di evitare che vi sia una «*crescita senza eguaglianza*». Difatti, a parere di un autorevole esperto del settore, la crescita negli stati più ricchi si è interrotta a causa di un perverso intreccio tra: «*tecnologia, globalizzazione e finanza [...] La perversione non deriva da un processo spontaneo o fatale, ma dal fatto che le scelte politiche non sono state in grado di gestire al meglio i nuovi passaggi della storia umana. Questi tre elementi intrecciati tra loro possono portare alla crescita, se gestiti e indirizzati attraverso adeguate misure. La politica invece non si è resa conto che la mancata gestione di tecnologia, globalizzazione e finanza ha comportato un continuo trasferimento di denaro da chi ha un’elevata propensione alla spesa a chi ha un’elevata propensione al risparmio. Ne sono derivati non soltanto una crescente ingiustizia, ma un freno allo sviluppo che, attraverso l’indebolimento della domanda, non può che portare alla stagnazione*<sup>37</sup>».

---

<sup>36</sup> G. ALPA, *Giuristi e interpretazioni*, op. cit., 256 ss.

<sup>37</sup> R. PRODI, *Il piano inclinato*, Bologna, 2017, 23 s.

#### **I.4. (Più di) sei prodotti in cerca di una categoria**

Il secondo capitolo di questo lavoro è in parte orientato verso l'analisi di taluni contratti che rappresentano la mistione di diversi àmbiti. Un sincretismo di prodotti e strumenti che si mescolano fino al punto di perdere gli originali profili identitari. Tutto è affidato alla prassi e per comprendere tale “mutazione genetica” occorre affidarsi alla scrupolosa lettura dei singoli regolamenti contrattuali. Si tratta delle polizze *linked*, che nascono come assicurazioni sulla vita e finiscono per diventare – il discorso vale, almeno, per le polizze c.d. pure – prodotti finanziari, strumenti di investimento.

Gli strumenti derivati presuppongono un processo di astrazione, non si identificano con il sottostante e sono “i” prodotti complessi. Sono una metafora: «*non era ricchezza presente, bensì l'aspettativa di una ricchezza futura*<sup>38</sup>».

Da ultimo, esistono obbligazioni societarie che la prassi internazionale qualifica come ibride (*hybrid*). Si tratta di strumenti finanziari che rappresentano, contemporaneamente, caratteristiche tipiche degli strumenti rappresentativi del capitale di rischio (*equity*) e del capitale di debito (*debt*). Le combinazioni che appartengono al *genus* delle c.d. *hybrid capital securities* sono molto diverse le une dalle altre e nel corso del secondo capitolo se ne sono potute trattare solo alcune.

Si è partiti dall'analisi del primo articolo del T.u.F. (rubricato “Definizioni”) - nei fatti, così come si avrà modo di evidenziare successivamente, sarebbe stato più corretto rubricarlo come “*Elencazioni*” - per provare a ricostruire una categoria autonoma che non ha dignità normativa e che non esiste se non nel mercato.

---

<sup>38</sup> F. GALGANO, *Le insidie del linguaggio giuridico. Saggio sulle metafore del diritto*, Bologna, 2010, 20.

## Capitolo II – I prodotti finanziari misti

### II.1. Le polizze *unit* e *index linked*: i prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione

#### II.1.1 Premessa

Le polizze *linked* sono emerse nel mercato assicurativo a partire dal momento in cui i fenomeni inflattivi, che hanno riguardato l'economia dei paesi occidentali negli anni settanta e ottanta del novecento, hanno condotto gli operatori ad elaborare modelli economici, e conseguentemente contrattuali, differenti da quelli tradizionali. Il contratto di assicurazione disciplinato nel codice civile appariva inadeguato a soddisfare appieno le esigenze degli assicurati, dal momento che il potere di acquisto della rendita o del capitale percepito veniva irrimediabilmente eroso dall'inflazione. Fu così che le imprese assicuratrici cominciarono a mettere a punto prodotti assicurativi indicizzati in grado, da un lato di rappresentare un'adeguata risposta per fronteggiare i citati mutamenti economici, dall'altro per meglio rispondere alle esigenze di una clientela che era divenuta, data la crescita economica del secondo dopoguerra, sempre più variegata ed esigente<sup>39</sup>. Il dibattito sulla qualificazione giuridica delle assicurazioni *unit* e *index linked* - su cui ci si soffermerà nel proseguo - era sorto prima che il legislatore italiano con il d.lgs. n. 174/1995, che attuava la Direttiva 92/96/CEE in materia di assicurazione diretta sulla vita, conferisse dignità normativa a tali operazioni assicurative. La questione non può dirsi definitivamente risolta, nonostante l'espressa annessione di dette polizze, *ex art. 2 cod. ass.*, ai prodotti che le imprese assicurative possono emettere,

---

<sup>39</sup> L. BUTTARO, *In tema di svalutazione monetaria nell'assicurazione sulla vita*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1971, 466 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 1984, I, 227 ss.; A. GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita (le polizze vita come prodotti finanziari)*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, 110 ss.; G. FANELLI, *Assicurazione sulla vita e intermediazione finanziaria*, in *Ass.*, 1986, I, 181 ss.; L. MAZZUOCCOLO, *Dal contratto di assicurazione ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione*, in *I prodotti finanziari assicurativi. Un'analisi ragionata della giurisprudenza*. (a cura di) L. ZITIELLO, Milano, 2014, 32 ss.

l'applicazione (seppur parziale) della disciplina del settore finanziario – segnatamente all'art. 25 *bis* del T.u.F.- e i ripetuti interventi del legislatore. Al fine di tratteggiare – in questa prima fase solo parzialmente- alcuni tra gli interventi normativi che più hanno inciso in materia, occorre menzionare la l. n. 262/2005, che ha modificato il Testo Unico della Finanza estendendo l'applicazione ai prodotti vita di ramo III e V segmenti rilevanti della disciplina sull'intermediazione finanziaria e, successivamente, il d.lgs. n. 303/2006 ha modificato l'art. 1 del TUF, introducendo la lettera *w-bis*, includendo così i «prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione».

## **I.1.2 I caratteri generali del contratto di assicurazione**

### **I.1.2.1 Genesi ed evoluzione storica del contratto di assicurazione**

Il contratto di assicurazione nasce per assecondare un bisogno “primitivo”: quello di sicurezza<sup>40</sup>. Originariamente persegue un fine di tipo essenzialmente commerciale e se ne fa uso essenzialmente nel commercio marittimo; appare per la prima volta in Italia, presso i mercati fiorentini, per poi diffondersi repentinamente in Francia, Spagna e nei Paesi Bassi. Lungo tutto il XIV secolo il contratto di assicurazione viene regolato esclusivamente dagli statuti e dagli usi mercantili. I primi provvedimenti italiani di natura legislativa intervengono a cavallo tra il Trecento ed il Quattrocento e perseguono, esclusivamente, finalità di ordine pubblico; si tratta, difatti, di leggi speciali che non codificano compiutamente

---

<sup>40</sup> Il bisogno di sicurezza è il “*sentimento fondativo*” dell'assicurazione a premio e di quella mutua, sul punto si vedano: G. CASSANDRO, *Genesi e svolgimento storico del contratto di assicurazione*, in *Enc. Dir.*, III, 1958, p. 421; E. SPAGNESI, *Aspetti dell'assicurazione medievale*, in AA. VV., *L'assicurazione in Italia fino all'Unità. Saggi storici in onore di Eugenio Artom*, Giuffrè, 1975, p. 1 ss.; A. LA TORRE, *Le radici dell'assicurazione nell'esperienza della mutualità*, in *Cinquant'anni col diritto (Saggi). Volume II: Diritto delle Assicurazioni*, Giuffrè, 2008, p. 6 ss. Un documento veneziano del Quattrocento lo definisce, con un'efficace espressione, il bisogno di «*viver sicuri quando i po*». Anche un corrispondente di Francesco Datini – noto anche come il “mercante di Prato”, proprietario di un vastissimo archivio documentale sopravvissuto sino ai giorni nostri – sentiva questa esigenza, tanto che, in una lettera del 22 febbraio 1399, gli scriveva: «*Non abiate pensiero ch'io mandi nostra merchatantia i' niuna parte senza sichurta: io voglio che noi guadangnamo innanzi meno e viviàmo sichuri*» F. MELIS, *Origini e sviluppi delle assicurazioni in Italia (sec. XIV-XVI)*, Roma, 1975, p. 60

l'istituto. A tal proposito si possono citare: il decreto del 1369 del doge genovese Gabriele Adorno contro gli abusi in assicurazione; lo statuto del 1393 con il quale l'Ufficio di mercanzia di Firenze riservava ai soli fiorentini l'assicurazione delle loro navi e delle loro merci e la legge del 1421 del Senato veneto sulla proibizione di assicurare le navi forestiere e le merci imbarcate su di esse<sup>41</sup>. Solo a partire dal XV secolo si diffondono le prime ordinanze che mirano a disciplinare in maniera compiuta il fenomeno. Fra queste meritano una speciale menzione le ordinanze di Barcellona, inserite nel *Consolato del Mare* e la *Ordonnance de la Marine* di Luigi XIV. Le Ordinanze di Barcellona sulle assicurazioni marittime sono sei in totale, vengono promulgate nell'arco di cinquant'anni, tra il 1432 e il 1484, e acquistano carattere internazionale penetrando nel diritto marittimo di tutte le nazioni mediterranee e nordeuropee.

In particolare l'Ordinanza del 3 giugno 1484 (la più organica) ha beneficiato di un'eccezionale diffusione e notorietà essendo stata inserita in appendice in quasi tutte le numerose edizioni del *Consolato del Mare* e con questo ha formato un *corpus* unico. La citata Ordinanza fissa alcuni principi fondamentali e disciplina il contratto di assicurazione allo scopo di tutelare l'interesse pubblico e senza che ciò determini una compromissione dei diritti dei contraenti. Fondamentali sono i punti relativi all'assoluta libertà di assicurare navi e merci anche di cittadini stranieri a meno che la nave non parta al di là dello Stretto di Gibilterra e al pagamento anticipato del premio<sup>42</sup>. Originariamente l'assicurazione si sostanzialmente in un "prestito a cambio marittimo": l'assicuratore simulava di aver ricevuto una data somma dall'assicurato con il patto che l'obbligo di restituzione dovesse considerarsi risolto in caso di arrivo a destinazione della nave. Successivamente, il contratto assume le caratteristiche di una compravendita: l'assicurato compra la nave e le merci, il contratto ha una condizione risolutiva del "saldo arrivo", il prezzo della merce e della nave viene pagato solo in caso di sinistro.

---

<sup>41</sup> F. MELIS, *op. ult. cit.*, p. 166.

<sup>42</sup> Per una compiuta analisi delle Ordinanze si veda F. MANSUTTI, *La più antica disciplina del contratto di assicurazione: le Ordinanze sulle sicurtà marittime*, in *Assicurazioni*, 2008, p. 683 ss.

Inizialmente i vettori furono anche assicuratori, la creazione di una figura autonoma e professionale arrivò solo con il tempo. Ad esempio i *Lloyd's* di Londra, che rappresentano il primo e (tuttora) più importante esempio di organizzazione di assicuratori che fanno uso dello strumento della coassicurazione.

Già nel XVII secolo si affermano le prime assicurazioni terrestri e quelle sulla vita e nel 1865 il codice di commercio contempla l'assicurazione marittima mentre quella delle assicurazioni terrestri verrà inserita nel codice di commercio nel 1882<sup>43</sup>.

### **II.1.2.2 Le disposizioni generali del contratto di assicurazione**

Il contratto di assicurazione è definito dall'art. 1882 del codice civile come: «il contratto con il quale l'assicuratore, verso 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». La disposizione individua le tre caratteristiche principali del contratto di assicurazione: il premio, il sinistro o l'evento e l'obbligazione di pagamento in capo all'assicuratore. L'articolo in questione è di per sé idoneo a definire, unitariamente, la disciplina del contratto di assicurazione<sup>44</sup>; nella citata disposizione è però possibile riconoscere i tratti distintivi dei due principali contratti assicurativi: l'assicurazione contro i danni (artt. 1904 ss. cod. civ.) e l'assicurazione sulla vita (artt. 1919 ss. cod. civ.), fattispecie alle quali si applica, accanto alla disciplina comune contenuta nella Sez. I del Capo XX, la disciplina differenziata prevista nelle sezioni successive. Nell'assicurazione contro i danni il fatto costitutivo del diritto dell'assicurato all'indennità è rappresentato da un danno che si verifica a causa di un sinistro, derivante da un'attività lecita<sup>45</sup>, a causa del quale beni o diritti subiscono una lesione<sup>46</sup>. Il danno deve configurarsi entro i limiti

---

<sup>43</sup> A. DONATI e G. VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2012, p. 8-9.

<sup>44</sup> L. FARENGA, *Manuale di diritto delle assicurazioni private*, Torino, 2015, p. 151 ss.; F. PECENNINI, *Assicurazione*, in *Comm. cod. civ. Scialoja e Branca*, GALGANO F. (a cura di), Bologna-Roma, 2011, 2 ss.

<sup>45</sup> Difatti è nullo quel contratto di assicurazione che indennizza le perdite subite per l'esercizio di un'attività contraria all'ordine pubblico.

<sup>46</sup> P. CORRIAS, *Responsabilità civile e assicurazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, II, p. 247; A. DONATI, G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 105 ss.

territoriali e temporali dedotti nella polizza. Nell'assicurazione sulla vita, l'assicuratore è obbligato a pagare al beneficiario un capitale o a corrispondergli una rendita a seguito della morte dell'assicurato oppure, qualora l'assicurato stesso sopravviva, decorso un certo termine. Stando alle succinte analisi che si sono sviluppate sino ad ora, è possibile affermare che l'assicurazione contro i danni svolge una funzione indennitaria a tutela del patrimonio mentre quella sulla vita risponde ad una esigenza di tipo, essenzialmente, previdenziale<sup>47</sup>.

Il contratto di assicurazione è qualificabile come un negozio a titolo oneroso, sinallagmatico, aleatorio e ad esecuzione continuata. Il rischio è centrale nel contratto di assicurazione, difatti il contratto è nullo se il rischio non è mai esistito o ha cessato di esistere prima della conclusione del contratto e la sua cessazione nel corso del contratto ne comporta lo scioglimento. Il rischio viene comunemente definito come possibilità di un evento futuro e incerto. La natura e le circostanze del rischio sono determinanti per la formazione del consenso dell'assicuratore, sia in relazione all'assicurabilità che in merito, ad esempio, all'importo del premio o ai rischi esclusi. L'assicurato è tenuto a descrivere il rischio e, per facilitare il compito, di norma gli assicuratori sottopongono al contraente un questionario. L'inesatta o la reticente descrizione del rischio può determinare l'annullamento del contratto ai sensi dell'art. 1892 cod. civ.<sup>48</sup>.

Si può operare una sorta di *summa divisio* tra le posizioni degli studiosi in relazione alla qualificazione della causa del contratto di assicurazione: la dottrina prevalente ritiene che i due rami siano caratterizzati da funzioni specifiche differenti e che non sia possibile riscontrare una ragione unitaria nell'assicurazione sulla vita e in quella contro i danni; la dottrina minoritaria ravvisa anche nell'assicurazione sulla vita una funzione indennitaria, in quanto pur sempre destinata a risarcire l'assicurato di un

---

<sup>47</sup> Detta *summa divisio* è sostenuta dalla dottrina prevalente anche se non sono mancati, da parte di autorevoli esponenti della scienza giuridica, opinioni di segno opposto. In merito si veda la nota n. 49 dove si analizzano, in maniera più dettagliata, le divergenti posizioni della dottrina relativamente alla funzione – o meglio alle funzioni - del contratto di assicurazione contro i danni e del contratto di assicurazione sulla vita.

<sup>48</sup> Per una disamina più ampia relativa alle caratteristiche principali del contratto di assicurazione si veda *ex multis*: A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, 9 ss.; G. SCALFI, voce *Assicurazione (contratto di)*, Digesto, 1987, 338 ss.; ID, *Gli articoli 1460 e 1461 del codice civile ed il contratto di assicurazione*, in *Foro it.*, 1968, p. 551 ss.

danno patrimoniale, individuato nella mancata realizzazione del guadagno sperato o nel fatto stesso della morte<sup>49</sup>. L'art. 1888 prevede che il contratto di assicurazione

---

<sup>49</sup> I sostenitori della c.d. teoria indennitaria ravvisano nell'art. 1904 cod. civ. – e dunque nell'interesse al risarcimento del danno- il presupposto comune di ogni contratto di assicurazione. Pertanto, l'elemento indennitario è da considerarsi unificante, dal momento che è suscettibile di trovare applicazione anche per le assicurazioni sulla vita attraverso l'estensione del concetto di danno, fino a farlo coincidere con quello di bisogno, ed il riconoscimento che gli eventi attinenti alla vita umana, di cui all'art. 1882 cod. civ., siano idonei a far sorgere nuovi bisogni. Tali autori sostengono che, tramite l'assicurazione sulla vita, l'assicurato non intende tutelare genericamente la propria capacità reddituale, bensì assicurarsi il risarcimento del danno derivante dalla mancata realizzazione di quell'ulteriore guadagno, di cui si prefiggeva di disporre in un determinato momento della sua vita e che sia venuto meno a causa dell'evento assicurato, il contratto assolverebbe ad una funzione indennitaria sia al momento della conclusione che al verificarsi dell'evento. Tra i sostenitori della teoria indennitaria si veda: T. ASCARELLI, *Sul concetto unitario del contratto di assicurazione*, in *Saggi Giuridici*, Milano, 1949; L. BUTTARO, voce *Assicurazione*, in *Enc. dir.*, III, 1958; A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, II, Milano, 1954. Altri autori percorrono differenti vie per giungere fino a considerare in termini unitari la fattispecie, vi è chi ritiene che si tratti di un'unica categoria data la comune unità strutturale di entrambi i contratti; sul punto si veda G. SCALFI, *op. ult. cit.* I sostenitori della teoria del bisogno eventuale, adattando in termini giuridici concetti propri delle scienze economiche, affermano che l'elemento unificate della categoria è rappresentato dalla funzione assoluta dal contratto di assicurazione, vale a dire quello di provvedere, a costo certo e parziale, al soddisfacimento di bisogni futuri ed eventuali, si vedano: G. GOBBI, *L'assicurazione in generale*, in *Annali di economia dell'Università Bocconi*, Milano, 1938; F. SANTORO PASSARELLI, *Rischio e bisogno nella previdenza sociale (Prolusione romana)*, Milano 1948, ora in *Saggi di diritto civile*, Napoli, 1961, 1160. Più specificamente Francesco Santoro Passarelli, nella citata prolusione romana in tema di rischio e di bisogno nella previdenza sociale, affermava che: «la causa è costituita da quella che viene ellitticamente detta l'assunzione del rischio da parte dell'assicuratore in collegamento con l'assunzione di una serie di rischi omogenei [...] in questo modo e in questo senso, penetrando nella causa del contratto di assicurazione, assume rilevanza e concorre a caratterizzare l'assicurazione l'elemento della combinazione dei rischi e dell'organizzazione ad impresa che quella combinazione presuppone, cui fa riferimento l'articolo 1883 del codice» L'autore, in uno scritto successivo giunge, nella conclusione del suo lavoro, a distinguere tra il "tipo sociale" e il "tipo formale" muovendo da alcune considerazioni relative alla causa contrattuale ed affermando che: «La verità è che nell'ambito di una stessa causa contrattuale le strutture si differenziano con l'arricchimento delle strumentazioni specifiche, ma, come e finché le funzioni particolari sono compatibili con la funzione fondamentale, così le più complesse determinazioni strutturali non alterano la causa del contratto. La constatazione è importante soprattutto per quei contratti, come il contratto di assicurazione, per i quali alle differenze nell'ambito di una stessa causa non corrispondono altrettante distinte discipline di diverse figure contrattuali.» F. SANTORO PASSARELLI, *La causa del contratto di assicurazioni*, in *Studi sulle assicurazioni. Raccolti in occasione del cinquantenario dell'Istituto nazionale delle assicurazioni*, Milano, 1963, p. 212. Secondo la dottrina prevalente, come si è già avuto modo di affermare, è impossibile ricondurre entro una categoria unitaria i due rami assicurativi. In particolare, si è segnalato che la dicotomia tra l'assicurazione contro i danni e quella sulla vita non sia un mero schema formale, ma una distinzione attinente alla sostanziale struttura ed alle profonde esigenze del rapporto. Difatti, l'assicurazione contro i danni e l'assicurazione sulla vita sono tipi contrattuali distinti, il primo indennitario e il secondo di capitalizzazione. Tra i sostenitori della teoria maggioritaria si vedano: A. GAMBINO, *op. ult. cit.*, Milano, 1964; G. FANELLI, *La «summa divisio» delle assicurazioni private: riflessioni su un vecchio problema*, in *Foro it.*, 1962, IV, p. 64; ID *Le assicurazioni*, in *Trattato Cicu-Messineo*, vol. 36.1, Milano, 1973; L. FARENGA, *op. ult. cit.*; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2006; G. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 3, Milano, 2008.

soggiaccia alla forma scritta *ad probationem*: l'accordo orale è valido, ma in giudizio non si potrà ricorrere alle presunzioni o alla prova testimoniale. La prova del vincolo obbligatorio potrà, pertanto, avvenire unicamente attraverso la produzione del documento all'interno del quale è racchiuso l'accordo, oppure tramite confessione o giuramento decisorio<sup>50</sup>. Occorre altresì sottolineare che il secondo comma dell'art. 1888 del cod. civ. dispone che l'assicuratore consegni alla controparte la polizza o un altro documento da lui sottoscritto. Di poi, il terzo comma prevede che l'assicuratore rilasci, dietro richiesta e a spese del contraente, duplicati o copie di polizze.

Il Codice delle Assicurazioni Private (d. lg. 7 settembre 2005 n. 209), nonostante nella fase iniziale della stesura del testo le proposte fossero di segno opposto, dedica poche disposizioni<sup>51</sup> al contratto di assicurazione e, ai sensi dell'art. 165 del cod. ass., la disciplina contenuta nel codice delle assicurazioni si raccorda con quella contenuta nel codice civile<sup>52</sup>.

Di poi, appare opportuno segnalare tra le iniziative promosse a livello europeo<sup>53</sup> l'attività svolta dall'*European Centre of Tort and Insurance Law (ECTIL)* che ha

---

<sup>50</sup> G. VOLPE PUTZOLU, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione. Problemi giuridici*, Bologna, 1992, p. 99 ss.

<sup>51</sup> Le disposizioni dedicate al contratto di assicurazione nel Codice delle Assicurazioni Private sono le seguenti: art. 167 sulla nullità dei contratti conclusi con imprese non autorizzate; art. 172 sul diritto di recesso del contraente a causa delle variazioni tariffarie del contratto di r.c. auto; artt. 176 e 177 circa la revocabilità della proposta e il diritto di recesso del contraente nelle polizze vita

<sup>52</sup> S. LANDINI, *Commento all'art. 1882 cod. civ.*, in *Commentario al Codice Civile*, D. VALENTINO (a cura di), 2011, Torino, p. 37-38.

<sup>53</sup> Non è possibile analizzare compiutamente in questa sede la prolifica attività dei gruppi di lavoro che hanno tessuto una prima e articolata trama di principi e regole comuni da adottare nello spazio giuridico europeo, pertanto ci si limiterà a citarli: lo *Study Group* coordinato da Christian v. Bar; la Commissione coordinata da Ole Lando e Hugh Beale che predispose i *Principles of European Contract Law (PECL)*. A tali progetti, di segno accademico, se ne affiancano altri di matrice istituzionale, in particolare quello volto a favorire una revisione dell'*acquis* comunitario in materia di diritto europeo dei contratti, al fine di assicurare maggiore coerenza al diritto contrattuale europeo, mediante l'elaborazione di un piano d'azione che coinvolga i referenti istituzionali, la comunità degli operatori del diritto e i rappresentanti di gruppi interessati. È in tale contesto che è stato costituito l'*Acquis Group*, al fine di elaborare un quadro di Principi di diritto comunitario in materia contrattuale. Tale articolato ha visto la luce nel 2008 ed il suo nucleo fondamentale è stato, successivamente, incorporato nel «*Common Frame of Reference*». L'articolato di principi denominato *Draft Common Frame of Reference* si fonda sulla finalità di favorire il processo di europeizzazione del diritto privato. Il progetto segue le linee tracciate dai *Principles of European Contract Law*, elaborati dalla Commissione Lando, ed opera come strumento opzionale nel campo del diritto contrattuale europeo. Sulla genesi del *Draft CFR* si veda quanto affermato da G. ALPA, *La costruzione del diritto dei consumatori*, in *I diritti dei consumatori*, I, a cura di G. ALPA, Torino,

dato vita ai *Principles of European Tort Law*, destinati a costituire una possibile base per una futura codificazione del diritto europeo nel settore della responsabilità civile. Di particolare interesse è l'attività svolta dal gruppo di lavoro diretto dal Prof. Helmut Heiss che ha coordinato un progetto finalizzato a promuovere l'adozione di un articolato di Principi di diritto europeo in materia di contratto di assicurazione, c.d. *Principles of European Insurance Contract Law* (PEICL). Tale gruppo ha operato un *Restatement* al fine di favorire un processo di unificazione, a livello sovranazionale, dei rapporti contrattuali assicurativi. Fondamentale, in tale prospettiva, è la creazione di una rete europea di diritto privato, «*CoPECL Network*» che si muove sulla scia di un'iniziativa adottata dalla Commissione europea, avente ad oggetto alcune proposte di riforma in diverse materie, fra cui quella relativa al diritto europeo del contratto di assicurazione.

### **II.1.3 Il contratto di assicurazione sulla vita**

L'art. 1919 del codice civile dispone che: «L'assicurazione può essere stipulata sulla vita propria o su quella di un terzo. L'assicurazione contratta per il caso di morte di un terzo non è valida se questi o il suo legale rappresentante non dà il consenso alla conclusione del contratto. Il consenso deve essere provato per iscritto.» L'assicurazione sulla vita è quel contratto mediante il quale l'assicuratore si obbliga, a fronte di un corrispettivo di un premio unico o periodico, a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento connesso alla (durata della) vita umana: in caso di morte (*assicurazione per il caso di morte*) o di sopravvivenza

---

2009, p. 2 ss., spec. 102. «*Il Draft, come è noto, non nasce da una penna sola, ma risulta dalla confluenza di più ricerche, di più testi, di più iniziative, aventi molti protagonisti e finalità diverse tra loro. L'albero genealogico del corpo di regole che gli stakeholders sono chiamati a valutare risale per una parte ai principi dell'acquis communautaire (ACQP), dall'altra ai principi del European Civil Code (PECC); a loro volta entrambi questi progetti discendono dai PECL; i PECL si ispirano ai PICC, ed entrambi si ispirano ai principi della CISG. Con riguardo al diritto internazionale si vedano le iniziative dell'Unidroit che ha elaborato i Principles of International Commercial Contracts (PICC)*». Di poi, in un volume successivo l'autore chiarisce che: «*Il testo del Draft non può essere considerato in modo riduttivo un semplice "toolbox", di cui giuristi avvocati giudici e legislatori si possono servire per compiere le loro tradizioni e per realizzare i loro fini. Innanzitutto è un prezioso scrigno nel quale sono confluite le culture, gli orientamenti, le direttive delle esperienze nazionali dei Paesi europei e della esperienza comunitaria*» ID., *Diritto Privato Europeo*, Giuffrè, 2016.

oltre una certa età (*assicurazione per il caso di vita o di sopravvivenza*)<sup>54</sup>. Nella prassi è diffusa l'assicurazione mista, in tal caso il capitale o la rendita saranno liquidati alla morte dell'assicurato oppure al momento prestabilito nel contratto se l'assicurato non è ancora deceduto<sup>55</sup>. Come si è già avuto modo di precisare, la disciplina dell'assicurazione sulla vita è svincolata dal principio indennitario, dal momento che si tratta di uno strumento congeniato per sostenere lo “*spirito di previdenza e di risparmio degli assicurati*”<sup>56</sup>. L'indennità dovuta è determinata dall'ammontare dei premi versati<sup>57</sup> e deve essere corrisposta interamente al verificarsi dell'evento previsto. Autorevole dottrina precisa che, in quest'ultimo caso, l'alea dipenderebbe dal fatto che il sopraggiungimento della morte entro il termine dedotto dal contratto è da considerarsi come un evento *incertus an et quando*<sup>58</sup>. Si può altresì affermare che è attribuito un preciso rilievo giuridico alla citata situazione di incertezza che «è rappresentata dall'incidenza della sopravvivenza o dalla morte dell'assicurato sull'an o sul quantum della prestazione di una delle parti»<sup>59</sup>. Di poi, come si deduce dal contenuto dell'articolo, l'evento assicurato può attenersi alla durata della vita dello stipulante o a quella di un terzo. L'articolo in questione, come si può facilmente evincere, subordina l'ammissibilità

---

<sup>54</sup> A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, III, Milano, 1956, p. 569; G. FANELLI, *Assicurazioni sulla vita*, in *Noviss. Dig. It.*, I, 2, Torino, 1968, p. 1382.

<sup>55</sup> G. F. CAMPOBASSO, *op. ult. cit.*, 235.

<sup>56</sup> G. F. CAMPOBASSO, *op. ult. cit.*, 235.

<sup>57</sup> Nelle disposizioni relative al versamento dei premi si può ravvisare una sintomatica divergenza dalla disciplina generale secondo quanto previsto dal secondo comma dell'art. 1924 cod. civ.; in caso di mancato pagamento dei premi relativi agli anni successivi al primo, l'assicuratore non può agire per la riscossione e, scaduto il termine di tolleranza contenuto nella polizza, il contratto si risolve di diritto ed i premi pagati restano acquisiti all'assicuratore. Tuttavia, sono lecite le clausole di riattivazione che consentono al contraente di riattivare il contratto anche dopo la scadenza del termine di tolleranza. Sul punto si veda N. GASPERONI, *La data di scadenza del primo premio e la riattivazione del contratto di assicurazione sulla vita*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, I, 2014 ss. Queste “gravi” conseguenze, determinate dal mancato pagamento dei premi da parte dell'assicurato, sono tuttavia temperate da due istituti tipici dell'assicurazione sulla vita connessi alla funzione di risparmio della stessa: il riscatto dell'assicurazione e la riduzione della somma assicurata. Il riscatto consente all'assicurato di risolvere il contratto e di riavere subito una quota dei premi versati. La riduzione gli permette di mantenere in vita il contratto nonostante l'interruzione del pagamento dei premi per una somma assicurata proporzionalmente ridotta, commisurata ai premi pagati, che gli verrà corrisposta alla scadenza convenuta. Il diritto di riscatto e di riduzione sorgono solo dopo che siano trascorsi almeno tre anni dalla conclusione del contratto.

<sup>58</sup> A. DONATI, *op. ult. cit.*, p. 573.

<sup>59</sup> P. CORRIAS, *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria dell polizze linked: la riproposizione di un tema*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, 4, 459.

dell'assicurazione stipulata sulla vita di un terzo – limitatamente al caso di morte – al consenso dello stesso o del suo legale rappresentate<sup>60</sup>. L'accordo in questione ricorre nel caso in cui il decesso o la sopravvivenza del terzo è assunto quale: «evento determinante della sorte economica e giuridica del contratto»<sup>61</sup>. L'assicurazione sulla vita è un contratto consensuale, sinallagmatico, di durata - in quanto l'obbligo dell'assicuratore, avente ad oggetto l'assunzione di un'alea relativa alla durata della vita umana, si protrae durante tutto il tempo in cui il contratto svolge i propri effetti – ed aleatorio<sup>62</sup>. In merito alla causa del contratto di assicurazione sulla vita, si ritiene che il contratto si sostanzia in una forma di risparmio aleatorio, caratterizzato dall'operazione demografico-finanziaria che ne è alla base. Pertanto, la c.d. funzione di previdenza si realizza grazie all'assunzione del rischio attinente alla vita umana (c.d. rischio demografico). Di poi, l'impresa assicuratrice, per il tramite dell'omogeneizzazione di tutti i rischi individuali assunti e la ripartizione tra gli assicurati dei premi, è in grado di neutralizzare i rischi assunti<sup>63</sup>. Si può sin da ora fare accenno al dibattito sorto attorno alla causa delle polizze vita, trattata dalla dottrina come il vero e proprio criterio discrezionale per distinguerle dai prodotti finanziari. È stato autorevolmente affermato che proprio in

---

<sup>60</sup> Il contratto può essere stipulato nell'interesse dello stesso terzo o per suo conto, ovvero nell'interesse dello stipulante o di altro terzo, a beneficio del primo o del secondo. Si tratta di un contratto molto diffuso - il più delle volte il beneficiario è un componente della famiglia- e rientra nella generale categoria dei contratti a favore di terzo (*ex art. 1411 cod. civ.*) pur presentando alcune peculiarità rispetto alla disciplina generale. Al terzo sono opponibili le eccezioni fondate sul contratto di assicurazione ma non quella fondate sul rapporto tra assicuratore e stipulante. La designazione del beneficiario è sempre revocabile, a meno che il contraente non abbia rinunciato per iscritto al potere di revoca e il terzo abbia dichiarato di voler profittare del beneficio (*ex art. 1921 cod. civ.*). La designazione, pur se irrevocabile, non ha effetto se il beneficiario attenti alla vita dell'assicurato (*ex art. 1922 cod. civ.*). Di poi, se la designazione è stata fatta a titolo di liberalità, può essere revocata nei casi previsti dall'art. 800 cod. civ., vale a dire: per ingratitudine o sopravvenienza dei figli (*ex art. 1922 2° comma cod. civ.*). In materia si veda A. DE VIRGILIIS, *Rilievi in tema di assicurazione sulla vita del terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 196, II, p. 512; L. BUTTARO, *op. ult. cit.*, 648 ss.; A. DONATI, G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 186 ss.

<sup>61</sup> A. DE GREGORIO, G. FANELLI, *Il contratto di assicurazione*, Milano, 1987, p. 198.

<sup>62</sup> L. BUTTARO, *Assicurazione sulla vita*, in *Enc. Dir.*, III, Milano, 1958, p. 617; G. FANELLI, *op. ult. cit.*, p. 1382. *Contra*, P. CORRIAS, *Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa*, Milano, 2011, 93 ss., spec. 96 s., dove l'A. sottolinea che la funzione previdenziale in senso stretto, «*caratterizzata dal vincolo oggettivo di destinazione di una determinata risorsa alla realizzazione di un bisogno della vita umana ritenuto sul piano sociale particolarmente meritevole*», può anche realizzarsi mediante un contratto non aleatorio.

<sup>63</sup> G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione*, in *Tratt. Rescigno*, 13, Torino, 1985, p. 66; V. SALANDRA, *Dell'Assicurazione*, in *Comment. Scialoja, Branca*, Bologna-Roma, 1966, 185.

base al meccanismo sopra descritto è possibile distinguere il contratto di assicurazione sulla vita da altre forme di risparmio previdenziale. In sostanza, il contratto di assicurazione sulla vita può ancorarsi ai prodotti finanziari purché preservi la connessione tra operazione di risparmio e aleatorietà della durata della vita umana<sup>64</sup>. Difatti, è l'incertezza in relazione all' *an* e/o al *quantum* dell'avvenimento dedotto nel contratto che qualifica il contratto assicurativo; il "rischio demografico" – o più in generale una "convenzione sulla vita umana" - è il *discrimen* per accertare che il prodotto<sup>65</sup> sia assicurativo e non finanziario<sup>66</sup>.

Al fine di concludere la disamina delle caratteristiche del contratto di assicurazione sulla vita occorre precisare quali siano i contraenti e come possano essere classificate le assicurazioni sulla vita. Le parti del contratto sono, da un lato, l'assicuratore e, dall'altro, il contraente, l'assicurato ed il beneficiario. La qualifica di assicuratore può essere rivestita da un ente pubblico o da una società professionalmente qualificata oltre che abilitata all'esercizio dell'attività assicurativa<sup>67</sup>. Il contraente è il soggetto che stipula il contratto su cui gravano le obbligazioni che ne discendono. L'assicurato è il soggetto dalla cui morte o dalla cui sopravvivenza discende l'obbligo dell'assicuratore di corrispondere quanto pattuito. Il beneficiario è il soggetto che percepirà l'indennità assicurativa<sup>68</sup>.

Di poi, occorre sottolineare che le assicurazioni sulla vita possono essere classificate tenendo conto di molteplici criteri. Pertanto, è possibile raggruppare le

---

<sup>64</sup> A. GAMBINO, *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice bancaria ed assicurativa*, in *Ass.*, 2007, p. 195 ss.

<sup>65</sup> Francesco Galgano scrive un articolo sul "prodotto misto" sul finire degli anni '80 (le riflessioni sono ancora estremamente attuali) e opera una precisazione di natura terminologica che, a quei tempi, era necessaria. L'Autore chiarisce che il termine "prodotto": «è qui impiegato in senso metaforico, e che la metafora è giustificata dall'analogia di situazioni che nell'odierna società post-industriale si determina fra le classiche attività industriali e le nuove attività finanziarie». F. GALGANO, *Il «prodotto misto» assicurativo finanziario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1988, 92.

<sup>66</sup> G. ALPA, *I prodotti assicurativi finanziari*, in S. AMOROSINO, L. DESIDERIO (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni*, Milano, 2006, 88 s.

<sup>67</sup> Possono esercitare l'attività assicurativa esclusivamente le società per azioni, le società cooperative e le società di mutua assicurazione le cui quote siano rappresentate da azioni, nonché le società costituite nella forma di società europea ai sensi del regolamento CE n. 2157/2001 dell'8 ottobre 2001 (art. 14 Cod. Ass.). L'esercizio dell'impresa di assicurazione è vietato alle persone fisiche, alle società in nome collettivo, alle società in accomandita semplice o per azioni e alle società a responsabilità limitata.

<sup>68</sup> A. DONATI, G. VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, cit., p. 131 ss..

assicurazioni sulla base della: natura del rischio<sup>69</sup>; dei soggetti sulla cui vita l'assicurazione è stipulata<sup>70</sup>; della persona a favore della quale l'assicurazione è stipulata<sup>71</sup>; della durata del rapporto<sup>72</sup> e dell'oggetto delle prestazioni<sup>73</sup>.

Generalmente, chi decideva di sottoscrivere un contratto di assicurazione sulla vita era mosso dal fine di accantonare, periodicamente, una somma di denaro, per poi goderne alla scadenza del termine o al ricorrere di un determinato evento. Le assicurazioni rispondevano a questa esigenza mettendo a disposizione della clientela prodotti assicurativi cui veniva applicato un tasso di interesse predeterminato. Tuttavia, il contratto così congegnato – come si accennava nella premessa- subiva gli effetti dell'inflazione. A partire dagli anni ottanta le compagnie hanno cominciato a confezionare prodotti assicurativi maggiormente appetibili e più in linea con le esigenze della clientela. Nacquero così le polizze indicizzate che, nei lustri successivi, dovettero cedere il passo a quelle “rivalutabili” e poi a quelle “variabili”, meglio note come: *index linked* e *unit linked*<sup>74</sup>.

Occorre precisare che la disciplina sino ad ora richiamata non è l'unica che regola il contratto di assicurazione sulla vita che, nonostante le cospicue disposizioni del codice civile, è disciplinato anche dal Capo IV, Titolo XII del Codice delle Assicurazioni Private. Detta scelta legislativa non è affatto scontata; se si analizza il contratto di assicurazione contro i danni, si comprende che è regolato unicamente dalle disposizioni contemplate nel codice civile, il Codice delle Assicurazioni gli dedica poche regole e relative a specifici rami del comparto. Il legislatore ha deciso di non trasporre all'interno del Codice delle Assicurazioni tutte le norme (già) contenute nel codice civile ed ha adottato la tecnica del rinvio con riserva disciplinata dall'art. 165 cod. ass., in virtù del quale le norme sul contratto

---

<sup>69</sup> Vi rientrano le assicurazioni per il caso di morte; per il caso di vita, le assicurazioni miste (l'evento può essere determinato, alternativamente, dalla permanenza in vita dell'assicurato decorso un dato termine ovvero dalla sua morte).

<sup>70</sup> Vi rientrano le assicurazioni sulla vita propria; sulla vita altri; sulla vita di due persone alternativamente, con copertura esclusiva del primo caso di morte per cui si verifichi.

<sup>71</sup> L'assicurazione può essere stipulata a favore proprio o a favore di terzi.

<sup>72</sup> Esistono assicurazioni a tempo determinato o sulla vita intera.

<sup>73</sup> Ci si riferisce alle assicurazioni a premio unico; a premio periodico; con prestazioni di capitale fisso; con prestazioni di rendita.

<sup>74</sup> L. MAZZUOCCOLO, *op. ult. cit.*, p. 87.

contenuto nel nuovo testo normativo prevalgono su quelle del codice civile, nonostante venga riconosciuta la competenza generale di quest'ultimo in materia di contratti<sup>75</sup>

#### **II.1.4 L'evoluzione della normativa**

Al fine di inquadrare compiutamente la materia occorre operare un'indagine andando a ritroso nel tempo, fino agli esordi della normativa primaria e secondaria che ha regolato i “prodotti assicurativo finanziari”.

Occorre, pertanto, partire dalla versione originaria del Testo Unico della Finanza<sup>76</sup> (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) che per primo ha regolato l'ambito dell'intermediazione finanziaria. In questa fase ai prodotti assicurativi finanziari non si applicavano una serie di disposizioni del testo unico; difatti l'art. 100 comma 1°, lette. f) prevedeva che le disposizioni relative agli “Obblighi degli offerenti” (art. 94); alle “Disposizioni di attuazione” (art. 95); ai “Bilanci dell'emittente” (art.

---

<sup>75</sup> P. CORRIAS, *I contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione (art. 176-181)*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni (commento sistematico)*, S. AMOROSINO, L. DESIDERIO (a cura di), Milano, 2006, 343 s.

<sup>76</sup> Sin dal 1909 l'idea di testo unico (t.u.) è sinonimo, secondo una autorevole dottrina, di “comodità e semplificazione formale”, sul punto si veda F. RACIOPPI e I. BRUNELLI, *Commento allo Statuto del Regno*, I, Torino, 1909, 347 ss. Negli anni, i commenti che si sono succeduti, hanno mantenuto tale impostazione di fondo. Il t.u. è necessario al fine di ricomporre il disordine normativo che lievita al crescere della complessità degli ordinamenti. Il t.u. ha nei tempi rappresentato (e con ogni probabilità continuerà a farlo) un efficace strumento di “bonifica” in quanto compone, operando una *reductio ad unum*, stabilizza, seda i conflitti e colma le lacune. Si tratta di uno “strumento di conoscenza che risparmia agli operatori il compimento di complicate ricerche, sul punto si vedano: R. FERRARI ZUMBINI, *Testi unici*, in *Enc. Giur. Treccani XXXI*, Roma, 1994, 3; A. PIZZORUSSO, *Lezioni di diritto costituzionale*, Roma, 1984, 664. Risponde appieno a tale finalità l'emanazione del Testo unico sulla intermediazione finanziaria, d. lgs. n 58/1998. Si tratta infatti di un t. u. normativo (potremmo affiancare a questo anche il testo unico bancario, d. lgs. n 385/1993) che sostituisce con una legge unitaria una molteplicità di leggi preesistenti da esso espressamente abrogate. Ha, in ultimo, uno specifico carattere innovativo. Inoltre è l'ultima tappa di un ciclo riformatore che ha avuto origine alla fine degli anni settanta del novecento, sul punto si veda F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2005, 11. Si tratta a tutti gli effetti di un testo che disciplina “altro” rispetto a quanto ci si potrebbe attendere dalla sua rubrica. Difatti regolamenta in maniera compiuta la materia degli intermediari e quella del mercato introducendo importanti innovazioni anche nel diritto societario. Dà vita a un sistema concorrenziale non privo di regole. Il fatto che sia lasciato ampio spazio all'autoregolamentazione non deve trarre in inganno. Non vengono disposti dei vincoli stringenti poiché provocherebbero l'effetto controproducente di “ingolfare” il mercato. La creazione di regole è il mezzo per dare efficienza e stabilità e per garantire che i rapporti tra intermediari e risparmiatori siano ispirati ai criteri di trasparenza e correttezza, sul punto si veda F. CAPRIGLIONE, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Bari, 2003, *passim*.

96); agli “Obblighi informativi” (art. 97); al “Riconoscimento del prospetto” (art. 98); ai “Poteri interdittivi” (art. 99); agli “Annunci pubblicitari” (art. 101) non si applicassero alle sollecitazioni all’investimento « [...] *aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi dalle banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione*». Pertanto, stando a quanto disposto dall’art. 100 alcuni prodotti, per riconoscere i quali si tiene conto del soggetto che li ha emessi, sono sottratti agli obblighi derivanti dalla procedura connessa all’offerta pubblica, come ad esempio la stesura e la pubblicazione di un prospetto informativo. Il Legislatore opera una cesura netta tenendo conto del fattore soggettivo, dunque della natura del soggetto emittente, realizzando così una *summa divisio* tra i prodotti finanziari e quelli assicurativi, tralasciando di normare quelli assicurativi a contenuto finanziario che, tuttora, difettano di una compiuta disciplina. Pertanto, secondo il Legislatore del 1998, i prodotti assicurativi sono assoggettati alla vigilanza esclusiva dell’ISVAP e hanno l’obbligo di conformarsi alla normativa di settore che, all’epoca, non aveva ricevuto compiuta definizione nel Codice delle Assicurazione, successivo al T.u.F. di poco più di un lustro. Di poi, vi è da aggiungere che l’esenzione dei prodotti assicurativi dall’obbligo di redigere un prospetto informativo, nonché di conformarsi a tutte le statuizioni connesse con la sollecitazione all’investimento, è confermata dall’esclusione di questi prodotti dall’area di applicazione delle discipline a carattere speciale in materia di offerta fuori sede (art. 32 T.u.F.) e di promozione e collocamento a distanza di servizi di investimento e di strumenti finanziari (art. 32 T.u.F.)<sup>77</sup>.

Gli interpreti hanno poi affermato che anche i prodotti dalla natura mista, che contengono componenti assicurative e finanziarie debbono rientrare

---

<sup>77</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 77 s. L’Autore precisa che la genesi di questa esenzione deve essere fatta risalire al 1983 e, più precisamente, alla legge del 23 maggio del 1983, n. 77, che però riguardava esclusivamente i prodotti, che non fossero azioni o altri valori mobiliari ad essi assimilabili, che avessero un esplicito collegamento funzionale tra l’offerta dei titoli da parte delle banche e l’esercizio della loro attività tipica. Nonostante le contestazioni della CONSOB, detta esenzione è stata confermata in sede di redazione del T.u.F. ed è stata estesa anche, come si è già detto, ai prodotti finanziari assicurativi.

nell'esenzione<sup>78</sup>. Non sono mancate le critiche da parte della dottrina, che ha definito detta esenzione -che potrebbe essere meglio qualificata come asimmetria normativa- un ingiustificato vantaggio competitivo<sup>79</sup>.

Non sono mancate, soprattutto ad opera dell'ISVAP, delle misure (che potrebbero essere definite correttive) tese a evitare che la citata esenzione potesse determinare un nocumento in capo agli assicurati. Pertanto, l'autorità di vigilanza ha emanato la circolare n. 551/ del 2005 al fine di garantire maggiore trasparenza e, pertanto, maggiore protezione in capo ai contraenti che stipulavano assicurazioni sulla vita. Difatti, le disposizioni contemplate nel testo prevedono una serie di pregnanti obblighi informativi che, del resto, hanno da sempre contraddistinto l'ordinamento assicurativo. Sia il Legislatore che l'Autorità di vigilanza hanno, nel tempo, irrobustito la tutela dell'assicurato imponendo specifici obblighi informativi a corollario della sottoscrizione di un contratto sulla vita<sup>80</sup>.

Anche la normativa comunitaria si è occupata di questo genere di prodotti. La prima Direttiva ad essere emessa in materia è la n. 267/79/CEE del 5 marzo 1979 che definiva le assicurazioni sulla durata della vita connesse con fondi di investimento e nella Direttiva successiva, la n. 96/92/CEE del 10 novembre 1992, si discorre anche di prodotti che operano una connessione a indici azionari o ad altri valori di

---

<sup>78</sup> E. PEDERZINI, *Commento all'art. 100 del d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58*, in G. F. CAMPOBASSO, (diretto da), *Testo unico della finanza*, II, Torino, 2002, 844.

<sup>79</sup> In dottrina vi è chi non ha mancato di sottolineare, in maniera decisamente esplicita, che «tale esenzione è innegabilmente il risultato delle pressioni esercitate sul governo e sul parlamento delle associazioni delle imprese bancarie e assicurative nonché delle rispettive autorità di vigilanza» R. COSTI - L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. Dir. comm.*, diretto da G. COTTINO, VIII, Padova, 2004, 94.

<sup>80</sup> Basti pensare al Codice delle Assicurazioni Private (d.lgs. n. 209/2005) che prevede, all'art. 185, che le imprese di assicurazione italiane e straniere -per il tramite dei propri intermediari- consegnino al contraente, prima della conclusione del contratto ed insieme alle condizioni assicurative, una nota informativa che deve contenere le informazioni, diverse da quelle pubblicitarie, che sono necessarie, a seconda delle caratteristiche dei prodotti e dell'impresa di assicurazione, affinché il contraente e l'assicurato possano giungere ad un fondato giudizio sui diritti e sugli obblighi derivanti dal contratto nonché sulla situazione patrimoniale dell'impresa. Ai sensi dell'art. 186 del Cod. ass., l'impresa può trasmettere preventivamente all'Istituto di vigilanza la nota informativa, sulla quale l'Autorità può decidere di pronunciarsi in senso negativo; specificando dei rilievi o di non pronunciarsi affatto. Più in generale, in materia di trasparenza del contratto assicurativo si vedano: G. SCALFI, *I contratti di assicurazione. L'assicurazione danni*, Torino, 1991, 125 ss.; C. RUSSO, *Trasparenza e informazione nel contratto di assicurazione. La prospettiva dell'analisi economica del diritto*, Padova, 2001, 89 ss.; A. GUACCERO, *Investimento finanziario e attività assicurativa nella prospettiva dell'informazione del risparmiatore*, in *Giur. Comm.*, 2003, I, 16 ss.

riferimento diversi dalle quote di un fondo di investimento<sup>81</sup>. Di recente il Regolamento UE n. 1286 del 26 novembre 2014 definisce, all'art. 4, il prodotto di investimento assicurativo come: «un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni di mercato». Il legislatore europeo ha specificato che il prodotto in questione non perde la sua connotazione assicurativa, distinguendolo con nettezza dal prodotto di investimento al dettaglio preassemblato<sup>82</sup>.

Tornando alla normativa nazionali, occorre menzionare il decreto “antesignano” del Codice delle Assicurazioni Private: il d.lgs. n. 174/1995 (attuativo della citata Direttiva Comunitaria n. 96/92/CEE e ora abrogato a seguito dell'introduzione del Codice), che all'allegato 1 tab. A conteneva un riferimento alle assicurazioni connesse con i fondi di investimento e all'art. 30, in tema di copertura delle riserve tecniche, considerava anche il caso di prestazioni dell'assicuratore direttamente collegate a un indice azionario di riferimento. Si deve all'introduzione del d.lgs. n. 209/2005, comunemente definito come Codice delle Assicurazioni, l'inclusione delle polizze *index* nel Ramo III (art. 2). Di poi, come già si è avuto modo di precisare, il Codice dedica diverse disposizioni alla trasparenza contrattuale in materia.

Il Codice al requisito soggettivo – connesso alla natura giuridica dell'emittente- ha affiancato la classificazione oggettiva dei prodotti assicurativi. Difatti, il primo comma dell'art. 2 dispone che: «1. *Nei rami vita la classificazione per ramo è la seguente: I. le assicurazioni sulla durata della vita umana; II. le assicurazioni di nuzialità e di natalità; III. Le assicurazioni, di cui ai rami I e II, le cui prestazioni*

---

<sup>81</sup> La Direttiva è stata poi abrogata dalla successiva Dir.83/2002/CE, a sua volta abrogata dalla Dir. 138/2009/CE, ma il richiamo è determinato dalla necessità di testimoniare che il problema è avvertito già da tempo in ambito europeo.

<sup>82</sup> I prodotti preassemblati sono i c.d. PRIIP, acronimo che sta per *packaged retail and insurance-based investment products*; o anche *produits d'investissement de détail et les produits d'investissement basés sur les assurances*, cioè investimenti mirati alla clientela *retail* e prodotti assicurativi. Non si tratta, però, di strumenti o prodotti finanziari nuovi ma solo di un modo per trattare uniformemente a livello comunitario i medesimi strumenti nell'ottica del rafforzamento delle tutele poste a favore degli investitori. Come in Italia, parte di questa disciplina viene anticipata nell'attuazione dalla normativa sui prodotti complessi. Il prodotto “preassemblato” è quasi naturalmente un prodotto complesso.

*principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni ovvero a indici o ad altri valori di riferimento; IV. l'assicurazione malattia e l'assicurazione contro il rischio di non autosufficienza che siano garantite mediante contratti di lunga durata, non rescindibili, per il rischio di invalidità grave dovuta a malattia o a infortunio o a longevità; V. le operazioni di capitalizzazione; VI. le operazioni di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa (...)*». È fuor di dubbio che le polizze appartenenti ai rami I, II e IV siano profondamente connesse a eventi della vita umana e devono essere dunque considerate «*prodotti assicurativi propriamente detti*»<sup>83</sup>.

Tra le polizze di cui al ramo III sono incluse le *linked* che, come si è già avuto modo di specificare, sono prodotti collegati a parametri finanziari, nel caso delle *index*, o a valori mobiliari, nel caso delle *unit*. Si tratti di prodotti che condividono con le polizze del ramo I la possibilità di fornire garanzie di risultato<sup>84</sup>.

Le polizze di cui al ramo V sono le c.d. operazioni di capitalizzazione<sup>85</sup> che, stando anche a quanto affermato dall'ISVAP in una circolare del 1998<sup>86</sup> possono essere

---

<sup>83</sup> «*I prodotti assicurativi propriamente detti si individuano attraverso il riferimento all'art. 1882 cod. civ., che fissa le caratteristiche e i requisiti specifici e peculiari del tipo contrattuale in questione "... l'assicuratore verso il pagamento di un premio, si obbliga... a pagare un capitale o una rendita la verificarsi di un evento attinente alla vita umana..." di conseguenza, è proprio l'incertezza sull' an e/o sul quantum dell'avvenimento che introduce nel meccanismo contrattuale il «rischio» assicurativo tipico della polizza vita, ossia il c.d. rischio demografico*». G. ALPA, *op. ult. cit.*, 88.

<sup>84</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 88; M. ROSSETTI, *Polizze «linked» e tutela dell'assicurato*, in *Assic.*, 2002, I, 225 ss.; V. LEMMA, *Commento sub articolo 41 del Codice delle Assicurazione Private*, in *Il Codice delle Assicurazioni Private*, F. CAPRIGLIONE (diretto da), Padova, 2007, Tomo I, Vol. 1, 349 ss.; A. C. NAZZARO, *La causa delle polizze unit e index linked*, in *Dir. del merc. assic. e finanz.*, 2016, 61 ss.

<sup>85</sup> Tra le attività che la Comunità europea riconosce in capo alle imprese di assicurazione vi sono anche le operazioni di capitalizzazione, contemplate dalla Direttiva 96/92/CEE.

<sup>86</sup> ISVAP, Circolare del 25 maggio 1998, n. 332: «*non possono essere qualificate come contratti di assicurazione sulla durata della vita umana e quindi non possono essere inserite nel ramo III, quelle polizze le cui condizioni contrattuali siano articolate in modo tale da rendere, di fatto, l'entità e l'effettività dell'erogazione delle singole prestazioni, per il caso di sopravvivenza e/o per il caso di morte, indipendenti dalla durata della vita della testa assicurata... senza che vi sia assunzione di rischio demografico...*»; pertanto qualora l'impresa «... non assuma alcun rischio demografico, il prodotto dovrà essere chiaramente connotato come un'operazione di capitalizzazione» caratterizzata dall'impegno «... dell'assicuratore a pagare, senza convenzione relativa alla durata

qualificati come contratti di assicurazione solo in determinati casi. I contratti di capitalizzazione sono disciplinati dall'art. 179 cod. ass., che definisce il contratto di capitalizzazione come il contratto mediante il quale l'impresa di assicurazione si impegna a pagare, in assenza di una convenzione relativa alla durata della vita umana ed al decorso di un termine prestabilito (non inferiore ai cinque anni), una somma di danaro quale corrispettivo del versamento di premi unici o periodici. Più precisamente, alla scadenza l'assicuratore verserà un capitale costituito dalle somme versate da contraente cui addiziona il tasso garantito o i rendimenti che derivano da una gestione separata di strumenti finanziari che vengono, a loro volta, reinvestiti (capitalizzati) e sono produttivi di altri rendimenti o interessi<sup>87</sup>. Differentemente da quanto accade con riguardo ai contratti afferenti al ramo III, nella capitalizzazione il rischio di investimento è totalmente a carico dell'impresa di assicurazione, che è obbligata ad adempiere indipendentemente dal risultato della gestione delle risorse in cui ha investito i premi versati dall'assicurato. La capitalizzazione si caratterizza per essere un'operazione essenzialmente finanziaria, priva di alcun collegamento con il verificarsi di eventi della vita umana<sup>88</sup>. In dottrina vi è chi ha affermato che è possibile distinguere due differenti "sottocategorie" di contratti di capitalizzazione; difatti, qualora l'assicuratore si impegni a somministrare dei capitali sino alla morte dell'assicurato, il contratto potrà essere incluso tra i prodotti assicurativi propriamente detti<sup>89</sup>.

---

*della vita umana, in corrispettivo di versamenti unici o periodici, somme determinate in ordine alla durata ed al loro ammontare».*

<sup>87</sup> A. DONATI, V. PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 197 s.

<sup>88</sup> P. CORRIAS, *op. ult. cit.*, 353 ss., A. DONATI, V. PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 197 s.; A. D. CANDIAN, *I contratti di capitalizzazione*, in *I contratti del commercio dell'industria e del mercato finanziario*, F. GALGANO (a cura di), III, Torino, 1995, 2601.

<sup>89</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 92 s, il quale ritiene che dette polizze presentino una natura finanziaria solo nel caso in cui comportino l'integrale trasferimento sull'assicurato/sottoscrittore del rischio dell'utile e della perdita derivante dall'investimento. *Conf.* M. BELLOTTI, *Capitalizzazione*, in *Commentario al codice delle assicurazioni*, M. BIN (a cura di), Padova, 2006, 567 ss. Pertanto, nelle altre ipotesi prevarrà la natura assicurativa del prodotto. *Contra* P. CORRIAS, *op. ult. cit.*, il quale afferma che: «non essendo stato contemplato alcun rischio demografico- ossia alcun accadimento incerto in rerum natura attinente alla vita umana, idoneo a incidere sull' an o sul quantum della prestazione promessa – e non potendo, di conseguenza, trovare applicazione la norma fondamentale, che caratterizza l'intero tipo assicurativo, di cui all'art. 1895 cod. civ. (che dispone la nullità del contratto di assicurazione in caso di mancanza o di cessazione del rischio prima della conclusione del contratto stesso), non vi sono dubbi che tale figura vada collocata al di fuori dallo schema di assicurazione sulla vita, descritto dall'art. 1882 cod. civ. e disciplinato dagli artt.1919

È palese l'appartenenza delle operazioni di cui al ramo VI ai prodotti assicurativi - finanziari dal momento che l'assicuratore non assume il rischio demografico e la prestazione non è collegata alla durata della vita degli iscritti al fondo<sup>90</sup>.

Ad avviare il processo che ha portato agli attuali assetti disciplinari in materia di prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione è stata la legge n. 262 del 28 dicembre 2005 sulla tutela del risparmio ("*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*") – segnatamente il suo art. 11, co. 3 – cui si deve l'introduzione nel Testo Unico della Finanza dell'art. 25 *bis*<sup>91</sup>. Orbene, occorre sottolineare che la legge sulla tutela del risparmio è stata emanata due mesi dopo l'entrata in vigore del Codice delle Assicurazioni<sup>92</sup>. È necessario, altresì, segnalare che il d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 – c.d. decreto correttivo- è intervenuto correggendo la citata legge sul risparmio, disponendo l'estensione, al settore bancario e assicurativo, di una parte della disciplina applicabile alla prestazione di servizi di investimento. Analogamente, la medesima novella è intervenuta – segnatamente all'art. 30 co. 9 - estendendo la disciplina dell'offerta fuori sede ai prodotti finanziari emessi da banche e imprese assicuratrici e disponendo l'esenzione della disciplina dalla trasparenza bancaria. A corredo delle disposizioni normative primarie, occorre indicare anche quella secondaria che ha disciplinato la materia: ci si riferisce al Regolamento Consob, 29 ottobre 2007, n. 16190 (Regolamento Intermediari). Secondo autorevole dottrina: «*la funzione di entrambe le previsioni è di attrarre i predetti prodotti nell'ambito di operatività della disciplina dei servizi di investimento e dell'offerta fuori sede, giudicate più "tutelanti" per l'investitore delle rispettive discipline di settore*»<sup>93</sup>. L'intervento legislativo è stato determinante per eliminare disequaglianze normative, sino ad

---

*cod. civ.*» Conf. A. D. CANDIAN, *op. ult. cit.*, 2620 ss.; C. GANDINI, Sub art. 40, in *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, G. PETERSOTTI, M. RICOLFI (a cura di), Padova, 2000, 400 ss.; A. DONATI, V. PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 197 s.

<sup>90</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 93; A. DONATI, V. PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 198.

<sup>91</sup> Una volta implementato il T.u.F. con il decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129 che ha recepito la MiFID II, l'art. 25 *bis* cambierà numerazione e diverrà 25 *ter*.

<sup>92</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 77 s. e A. D. CANDIAN, *Il nuovo codice delle assicurazioni e la disciplina civilistica del contratto di assicurazione: tendenze e "resistenze"*, in *Contr. e Impr.*, 2005, 206.

<sup>93</sup> F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, VII ed., Torino, 2014, p. 194 s.

allora esistenti, tra gli strumenti finanziari e i prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni<sup>94</sup>.

L'art. 25 *bis*, come si è già accennato, introduce significative modifiche. Il primo comma dell'articolo viene modificato prevedendo l'esclusione, per i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, il giudizio di compatibilità previsto in precedenza. Detto giudizio destava non pochi problemi di coordinamento tra la disciplina del mercato mobiliare e quella contemplata dal codice delle assicurazioni. L'intervento normativo sancisce la (definitiva) prevalenza delle disposizioni del T.u.F. ma non abroga le disposizioni che, nel codice delle assicurazioni, dettano le regole di condotta cui imprese e intermediari assicurativi devono attenersi nella commercializzazione dei relativi prodotti aventi contenuto finanziario<sup>95</sup>. L'art. 25 *bis* prevede che gli articoli 21 e 23 del T.u.F. -originariamente statuiti con esclusivo riferimento alla prestazione di servizi di investimento e accessori, (oltre che alla distribuzione da parte delle banche, in fase di emissione, di propri prodotti finanziari)- dedicati, rispettivamente, ai criteri generali di comportamento e di svolgimento dei servizi e delle attività finanziarie, e ai contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, si applichino alla distribuzione di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, ad opera di "soggetti abilitati" e di "imprese di assicurazione"; gli uni e le altre, dispone ancora l'art. 25-*bis*, comma 2, perseguono le finalità di cui all'art. 5, comma 3, del TUF. Ne discende che la Consob e la Banca d'Italia, nelle rispettive competenze, estendono i loro poteri di vigilanza alle attività contemplate dal primo comma della disposizione. Di poi, ai commi tre e quattro si prevede l'applicazione degli obblighi di comunicazione del collegio sindacale, degli organi di controllo e dei revisori; il sesto comma disciplina alcuni aspetti della collaborazione tra la Consob e l'Ivass. L'art. 25 *bis* estende come già detto, la disciplina finanziaria alla sottoscrizione ed al collocamento, ne rimane esclusa l'emissione del prodotto e le caratteristiche endemiche dello stesso,

---

<sup>94</sup> CONSOB, *Regolamento Intermediari-Disposizioni attuative dell'art. 25-bis del T.u.F. introdotto dalla legge 262/2005 in materia di distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione- Documento di consultazione*, 23 febbraio 2007, in [www.consob.it](http://www.consob.it); F. CAPRIGLIONE, *La nuova legge sul risparmio tra tutela degli investitori e ridefinizione degli assetti di vertice del settore*, in ID. (a cura di), *La nuova legge sul risparmio*, Padova, 2006, 24.

<sup>95</sup> G. CARRIERO, *Scritti di diritto dell'economia*, Milano, 2010, 264.

regolati dalle discipline (originarie) di settore. Difatti, l'introduzione del nono comma all'art. 30, ad opera della legge sulla tutela del risparmio, ha esteso la vigenza della disciplina dell'offerta fuori sede «[...] ai prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione, fermo restando l'obbligo di consegna del prospetto informativo [...]» e, come si è già accennato, sono sottoposti anche alle regole concernenti la promozione e il collegamento a distanza<sup>96</sup>. Sotto il profilo soggettivo occorre precisare che dal secondo comma dell'art. 23 si evince che la disciplina può applicarsi alle attività poste in essere dai soggetti abilitati e dalle imprese assicurative, mentre sono esclusi gli intermediari assicurativi.

Sulla base di quanto sin qui detto, non può trarre in inganno la locuzione utilizzata per designare detti prodotti: nonostante siano emessi da imprese di assicurazione, essi non seguono, esclusivamente, le regole dettate dalla disciplina assicurativa bensì quelle – analoghe nella forma – dettate per lo svolgimento dei servizi di investimento che hanno ad oggetto gli strumenti finanziari, *species* all'interno del più ampio *genus* dei prodotti finanziari, definiti nel testo unico della finanza come forme di investimento di natura finanziaria<sup>97</sup>.

Nella prassi è sorto qualche problema, data la difficoltà di coordinare le disposizioni del Regolamento Intermediari tenendo conto della disciplina contemplata nel T.u.F e nel Codice delle Assicurazioni. Difatti, data l'assenza di una puntuale definizione dei prodotti finanziari emessi da banca e imprese di assicurazione, la “norma di sponda” è rimasta unicamente quella generale sui prodotti finanziari di cui all'art. 1, 1° co., lett. *u*) T.u.F. Diversa è stata la vicenda relativa alla definizione dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione, che è stata introdotta – per il tramite del citato decreto correttivo – all'art. 1, 1° co., lett. *w-bis*) (ma si veda anche il già analizzato secondo articolo del Codice delle Assicurazioni)<sup>98</sup>.

In conclusione, quel che si evince a seguito delle (ultime) novelle legislative poc'anzi analizzate, è che il Legislatore ha scelto di abbandonare il criterio

---

<sup>96</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 96.

<sup>97</sup> F. ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, 195-196.

<sup>98</sup> A. GAMBINO, *op. ult. cit.*, 195 s.; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Prodotti “misti” e norme a tutela del cliente, in Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, p. 2429 ss.; F. ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, p. 195 s.

soggettivo – in ragione del quale i prodotti venivano qualificati tenendo conto della natura del soggetto che li aveva emessi – propendendo per uno oggettivo, introducendo una nuova categoria, che tiene conto della natura intrinseca del prodotto che fuoriesce dalle strette maglie dei «contratti di assicurazione propriamente detti» date le sue spiccate componenti finanziarie<sup>99</sup>. Detti prodotti possono essere qualificati come “prodotti assicurativi compatibili con i prodotti aventi contenuto finanziario” e, tale categoria – che comunque difetta di una compiuta definizione- è parimenti assoggettata, come si è visto, tanto alle regole del T.u.F.<sup>100</sup> quanto a quelle del Codice delle Assicurazioni. I prodotti assicurativi compatibili con i prodotti finanziari sono i prodotti assicurativi finanziari, gli unici in grado di adattarsi alle regole del mercato finanziario e a quelle della tutela del risparmio<sup>101</sup>.

Da ultimo, occorre segnalare che l’IVASS (*ex* ISVAP) mantiene tutte le attribuzioni previste dalla normativa di settore e dal Codice delle Assicurazioni in relazione ai prodotti assicurativi previdenziali, a quelli propriamente detti. In merito ai prodotti assicurativi finanziari, la vigilanza è attribuita alla CONSOB, che però è tenuta a rispettare il dovere di consultazione con l’IVASS (art. 117 *ter* T.u.F.) nonché i principi generali di coordinamento e collaborazione tra le due autorità. Di poi, quest’ultima, a patto che ciò avvenga d’intesa con la CONSOB, mantiene il potere di prescrivere alle imprese assicuratrici di fornire informazioni supplementari in relazione a talune categorie di contratti assicurativi.

Al fine di analizzare lo stato dell’arte al momento attuale, occorre tener conto della riforma della legislazione relativa ai mercati finanziari operata dalla c.d. MIFID II (Direttiva 2014/65/UE). Il legislatore europeo ha ravvisato la necessità di meglio disciplinare la fattispecie relativa agli “*investimenti che riguardano contratti assicurativi che vengono messi a disposizione dei consumatori come potenziali*

---

<sup>99</sup> *Ex multis*, M. BIN, *Definizioni e classificazioni generali*, in BIN (a cura di), *Commentario al Codice delle Assicurazioni*, Padova, 2006, 14 ss.; A. GAMBINO, *Note critiche sulla bozza del codice delle assicurazioni private*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1039 ss.

<sup>100</sup> Orbene, le disposizioni del Testo Unico della Finanza applicabili ai citati prodotti sono le seguenti: art. 21, art. 23, art. 25 *bis*, art. 30, art. 32, artt. 94 ss., art. 100 *bis*, art. 117 *ter*,

<sup>101</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 97 ss.

*alternative agli strumenti finanziari propriamente detti o in sostituzione degli stessi*” (cfr. considerando 87 della MIFID II), sulla scorta della considerazione per cui tali investimenti sono sempre più diffusi tra la clientela al dettaglio<sup>102</sup>. L’art. 91<sup>103</sup> della MIFID II – “in attesa della futura normativa dell’Unione sulle attività degli intermediari assicurativi e delle imprese di assicurazione” (giunta, successivamente all’emanazione della MIFID II, nel gennaio 2016 con la c.d. IDD<sup>104</sup>) - ha introdotto nella Direttiva 2002/92/CE, in materia di intermediazione assicurativa (c.d. “IMD”), il capo III-bis, appositamente dedicato ai prodotti di investimento assicurativi.

L’intervento riformatore della MIFID II si è articolato attorno a due elementi essenziali: in primo luogo, l’introduzione della categoria di “prodotto di investimento assicurativo” (“*insurance based investment product*”), definito come

---

<sup>102</sup> L’EIOPA, che nel suo *Fourth Consumer Trends Report* (2015) ha evidenziato l’incremento delle sottoscrizioni di polizze unit e *index linked* “pure”, dunque a capitale non garantito. Non è la scelta in se a preoccupare l’organo di vigilanza europea, quanto piuttosto il fatto che possa non rappresentare il frutto della scarsa informazione o comprensione del grado di rischiosità della polizza sottoscritta. «*Unit-linked life insurance products typically offer consumers the possibility to obtain higher returns than other types of life insurance products with guarantees. In exchange, the consumer bears, completely or partially, the investment risk. In this sense, consumer detriment may arise when consumers are provided with misleading or inadequate information about the risks and level of guarantees of these types of products*».

<sup>103</sup> Uno tra i criteri della delega al Governo, contenuta nell’art. 9 lett. m) della legge di delegazione europea 2014 (legge 9.7.2015, n. 114, pubblicata nella GU n. 176 del 31.7.2015), prevede che vengano apportate: *al codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, e al testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, le modifiche e le integrazioni necessarie al corretto e integrale recepimento dell’articolo 91 della direttiva 2014/65/UE, che emenda la direttiva 2002/92/CE sull’intermediazione assicurativa, prevedendo anche il ricorso alla disciplina secondaria adottata dall’IVASS e dalla CONSOB, ove opportuno, e l’attribuzione alle autorità anzidette dei relativi poteri di vigilanza, di indagine e sanzionatori, secondo le rispettive competenze, con particolare riguardo, per quanto concerne la CONSOB, alle competenze sui prodotti di cui all’articolo 1, comma 1, lettera w-bis), del citato decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nonché sugli altri prodotti rientranti nella nozione di prodotto di investimento assicurativo contenuta nel citato articolo 91, numero 1), lettera b), della direttiva 2014/65/UE. L’intervento normativo di cui alla lett. m) è stato ai soli prodotti di investimento assicurativo già disciplinati dal TUF, ossia i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, così come definiti dall’articolo 1, comma 1, lettera w-bis, del medesimo testo unico. La definizione contempla unicamente le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all’articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all’articolo 13, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, che sono stati equiparati sin dal 2005 ai prodotti finanziari. Per le rimanenti categorie di prodotti di investimento assicurativo, la disciplina nazionale potrà essere aggiornata in sede di attuazione della direttiva IDD.*

<sup>104</sup> La c.d. Direttiva IDD, 2016/97/UE, rifonda la precedente direttiva 92/2002/CE, in materia di distribuzione assicurativa. L’acronimo adottato sta a significare *Insurance Distribution Directive*.

“prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato”<sup>105</sup>. In secondo luogo, sono stati previsti, in relazione alle attività di distribuzione assicurativa, una serie di requisiti da applicare agli intermediari assicurativi e alle imprese di assicurazione. In tal senso, la MIFID II ha introdotto in ambito assicurativo regole di condotta modellate su quelle previste per gli intermediari finanziari.

Tuttavia, dal momento che le norme MIFID II appena richiamate sono state abrogate, in seguito all’emanazione della IDD - che ha previsto una disciplina maggiormente articolata della materia, muovendo comunque dalla nuova definizione (e dalle esenzioni) di prodotto di investimento assicurativo già delineato dal legislatore comunitario della MIFID II (e del Regolamento PRIIPs) – è opportuno richiamare gli aspetti salienti introdotti da tale Direttiva con specifico riguardo ai prodotti *insurance based*. La IDD contiene un ampio numero di regole di condotta che si applicano alle attività di distribuzione assicurativa, e che riguardano, fra l’altro, i requisiti in materia di prodotti, gli obblighi di informazione e le norme di comportamento degli intermediari. Sono particolarmente interessanti le previsioni delle regole in materia di *product governance*, analoghe nella sostanza a quelle previste dalla MIFID II, tali regole sono applicate a tutte le diverse tipologie di prodotti assicurativi.

Un’ulteriore rilevante modifica – considerata tale ai fini della presente dissertazione – riguarda l’art. 25-*bis*<sup>106</sup>, ora art. 25-*ter* (come si accennava in precedenza). Vale la pena di citare, integralmente, il primo comma dell’articolo, nel quale si legge

---

<sup>105</sup> La definizione è stata successivamente inserita anche nel Regolamento (UE) n. 1286/2014 (c.d. “PRIIPs”) relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

<sup>106</sup> È opportuno inoltre chiarire che l’articolo 25-*bis* contenuto nello schema di d.lgs. di attuazione della MiFID II altro non è che una rifusione parziale dell’articolo 25-*bis* attualmente vigente che detta la disciplina dei Prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione, prevedendo espressamente quali disposizioni del TUF si applicano a tali tipologie di prodotti. Per chiarezza sistematica, nello schema di decreto, il contenuto dell’articolo 25-*bis* vigente (introdotto dalla legge n. 262 del 2005 per la tutela del risparmio) è suddiviso in due articoli, uno per i prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari, emessi da banche (25-*bis*) e uno per i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (25-*ter*).

che: «gli articoli 21, 23 e 24-bis si applicano alla realizzazione, all'offerta e alla consulenza aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione». L'art. 24-bis<sup>107</sup> è, anch'esso, una tra le novità introdotte dalla Direttiva n. 65/2014 ed elenca tutta una serie di informazioni che, in caso di esercizio della consulenza, devono essere fornite al contraente. La *ratio* della disposizione è in linea con gli obblighi di correttezza, trasparenza e completezza delle informazioni che guidano (o dovrebbero farlo) l'attività degli intermediari del mercato finanziario. Orbene, il recepimento della MIFID ha inciso sulle attribuzioni della CONSOB, a cui vengono affidati nuovi poteri di *product governance* per tutti i prodotti rientranti nella nozione di prodotto di investimento assicurativo (*insurance-based investment product*) come definito dalla normativa europea.

### **II.1.5 I prodotti assicurativi finanziari emessi dalle imprese di assicurazione: le polizze *unit linked* e le polizze *index linked*.**

La “creazione” del genere dei prodotti finanziari è stata determinata dalla necessità di oggettivare la fattispecie della sollecitazione all'investimento e delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio. Come si è già avuto modo di affermare, gli

---

<sup>107</sup> «ART. 24-bis (Consulenza in materia di investimenti): 1. In caso di esercizio della consulenza in materia di investimenti, il cliente è informato, in tempo utile prima della prestazione del servizio, anche di quanto segue: a) se la consulenza è fornita su base indipendente o meno; b) se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari, e in particolare se la gamma è limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o altro stretto rapporto legale o economico, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; c) se verrà fornita ai clienti la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati. 2. Nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti su base indipendente, si applicano le seguenti regole: a) è valutata una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che siano sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti in modo da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non siano limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti: i) dal prestatore del servizio o da entità che hanno con esso stretti legami, o ii) da altre entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o rapporti legali o economici, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; b) non sono accettati e trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi, ad eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. Tali benefici non monetari di entità minima sono chiaramente comunicati ai clienti.»

strumenti finanziari rappresentano una “sotto-categoria”, un “gruppo chiuso” all’interno del citato genere. Ciò che caratterizza il prodotto finanziario sono l’investimento e la natura finanziaria; non occorre che la natura finanziaria sia prevalente, è sufficiente che l’investimento abbia natura “anche” finanziaria<sup>108</sup>.

La categoria dei prodotti misti finanziari assicurativi<sup>109</sup>, come si è già detto, è stata inserita nel T.u.F. solo nel 2006, con il già citato d. lgs. n. 303, cd. “correttivo”, che ha inserito nell’art. 1 del T.u.F. la lett. *w-bis*. In realtà, la menzionata lettera altro non fa che riprodurre – anche se con ricadute sul piano sostanziale – le fattispecie che nell’art. 178 cod. ass. rilevano in termini meramente processuali. Si intendono infatti per prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V. Vengono così inclusi tutti i contratti di capitalizzazione (ramo V) e tutti i contratti di assicurazione dove il rischio dell’investimento è a carico dell’assicurato siano essi *unit linked* oppure *index linked* (ramo III)<sup>110</sup>.

La definizione di prodotto finanziario emesso dalle imprese di assicurazione non si esaurisce nel riferimento ai contratti e alle operazioni dei rami vita III e V: la lett. *w-bis* prosegue escludendo dalla definizione le forme pensionistiche individuali di cui all’art. 13, co. 1, lett. b), d. lgs. n. 252/2005. La ragione di detta esclusione, secondo autorevole dottrina, è da rinvenire nella causa del contratto: se i contratti e le operazioni dei rami vita III e V divenissero strumenti di attuazione di una forma pensionistica complementare, non sarebbe più possibile individuare quella forma di investimento di natura finanziaria che sta invece alla base della scelta del legislatore di includere i rami stessi nella definizione di prodotti finanziari<sup>111</sup>. Occorre, altresì,

---

<sup>108</sup> R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da G. COTTINO, 2004, 44 s.; un’attenta e lungimirante analisi è quella di F. GALGANO, *Il «prodotto misto» assicurativo finanziario*, *op. cit.*

<sup>109</sup> Con riferimento alla categoria dei prodotti misti assicurativo-finanziari cfr. le riflessioni formulate da M. BIN, *Il "prodotto misto" assicurativo-finanziario*, in *Ass.*, 1988, pag. 351 e ss.; F. GALGANO, *Il "prodotto misto" assicurativo-finanziario*, *ult. op. cit.*, pag. 91 ss., nonché E. SABATELLI, *I prodotti misti assicurativi e finanziari*, in A. PATRONI GRIFFI e M. RICOLFI (a cura di), *Banche ed assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, Milano, 1997, 107.

<sup>110</sup> A. GAMBINO, *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice bancaria ed assicurativa*, *op. cit.*, 196 ss.

<sup>111</sup> P. CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 90 s.

menzionare il contenuto dell'art. 41 del Codice delle Assicurazioni. Per farlo, è necessario segnalare che il diretto antecedente normativo è contenuto nell'art. 30 del d.lgs. n. 174 del 17 marzo 1995, che attuava la Direttiva 96/92/CEE. Mancava, nel testo originario, la delega all'ISVAP al fine di emettere disposizioni più dettagliate che, sin dall'entrata in vigore del testo di legge, parevano essere opportune, oltre che necessarie<sup>112</sup>. L'Autorità pur priva, sotto il profilo formale, di una delega, ha comunque emesso una serie di circolari al fine di operare delle specificazioni e integrare la normativa di riferimento<sup>113</sup>. La lacuna normativa è stata poi colmata dall'assegnazione, disposta nell'art. 41 del Codice delle Assicurazioni tuttora vigente, di uno specifico potere a regolare la materia dei contratti collegati ad indici o a quote di organismi di investimento collettivo del risparmio<sup>114</sup>.

Le polizze *linked* possono essere definite, *prima facie*, come contratti di assicurazione sulla vita in cui la prestazione dovuta dall'assicuratore non è predeterminata al momento della stipulazione del contratto in misura certa, bensì è rapportata ai risultati della gestione finanziaria dell'impresa di assicurazione<sup>115</sup>. Il *genus* si compone di due *species*: la specie "*emblematica ed economicamente più significativa*", è quella che nasce dalla combinazione di un'assicurazione sulla vita con un investimento di capitali in un fondo mobiliare, detta *unit linked*<sup>116</sup>; nella seconda categoria, quella delle *index linked*, la prestazione dipende dall'andamento degli indici di borsa o da altri valori di riferimento. È questo il contenuto delle polizze *linked* che – di derivazione anglosassone come rivela la denominazione – «*costituiscono forme assicurative caratterizzate dalla diretta dipendenza delle*

---

<sup>112</sup> R. PONTREMOLI, *La copertura delle riserve tecniche nei decreti legislativi nn. 175 e 175/1995*, in *Ass.*, 1995, 551 ss; G. PARTESOTTI, *La copertura delle riserve tecniche*, in *Ass.*, 1995, 524 ss.

<sup>113</sup> Una compiuta e precisa ricostruzione, anche delle voci dottrinarie che si sono espresse in materia è operata da V. LEMMA, *op. ult. cit.*, 353 ss., il quale precisa che gli interventi dell'ISVAP, in particolare la Circolare n. 332, pur corretti sotto il profilo sostanziale per quel che attiene ai contenuti tecnico-economici, difettano sul piano formale dell'attribuzione del potere "regolatorio" in materia.

<sup>114</sup> P. MARIOTTI, G. P. VIANELLO, *Il ruolo della legislazione nel miglioramento dello standard contrattuale delle assicurazioni private ed il ruolo avuto in materia dagli assicuratori, dall'ISVAP e dai consumatori*, in *Dir. ed ec. dell'assicurazione*, 2001, *passim*.

<sup>115</sup> A. G. FABIANO, *La riforma della disciplina delle polizze linked nelle disposizioni del tuf e dei regolamenti di attuazione: le ragioni di una scelta*, in *Dir. economia assicur.* (dal 2012 *Dir. e Fiscalità assicur.*), fasc.2, 2012, 283.

<sup>116</sup> M. BIN, *op. ult. cit.*, cit., (nt. 1), 352.

*prestazioni dal valore di una entità di riferimento»*<sup>117</sup>, con la conseguenza quindi che il rendimento delle stesse può essere in tutto o in parte correlato ad un determinato parametro. Più esattamente, quando ci si trova in presenza di una polizza *linked* di tipo *unit*, la compagnia di assicurazione investe parte dei premi raccolti in quote di fondi di investimento – che posso essere interni o esterni alla società stessa – e, alla scadenza del contratto o al verificarsi dell'evento dedotto in contratto, si impegna a corrispondere all'assicurato una somma commisurata al valore che le quote del fondo mobiliare assumono al momento dello scioglimento del rapporto<sup>118</sup>. Le prestazioni delle parti sono, dunque, collegate all'andamento di fondi esterni, ossia a Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), o a fondi interni costituiti dalla compagnia stessa. Più nello specifico, nelle polizze *unit* le prestazioni sono collegate a fondi (comuni, di norma) di investimento gestiti dagli intermediari finanziari quali, ad esempio, le Società per la Gestione del Risparmio o GEFIA<sup>119</sup>. La compagnia acquista le quote del fondo divenendone titolare. Occorre precisare che il contraente non diviene titolare delle quote di fondi neanche nel caso in cui il fondo sia interno<sup>120</sup>.

Nel caso in cui sia stata sottoscritta una polizza di tipo *index*, il parametro di riferimento per determinare l'ammontare della prestazione sarà rappresentato dal valore di un indice azionario, come ad esempio: il Dow Jones, il Nasdaq, il Mibtel, *etc.*; o da un altro valore di riferimento: tasso di inflazione, Euribor *etc.* Pertanto, l'andamento dell'investimento segue quello delle piazze d'affari internazionali o di

---

<sup>117</sup> È questa la definizione fornita dall' ISVAP in *Le polizze Index e Unit Linked in Italia*, Quaderno n. 5, in [www.isvap.it](http://www.isvap.it)

<sup>118</sup> Circolare del 1° marzo 2005 n. 551/D. In dottrina si vedano *ex multis*, G. ALPA, *op. ult. cit., passim*; A. ANTONUCCI, *L'assicurazione fra impresa e contratto*, Bari, 1997, *passim*; M. BIN, *Definizioni e classificazioni generali*, *op. cit.*, 14 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Le polizze «unit linked»: prodotti assicurativi con finalità di investimento*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2014, *passim*; A. GAMBINO, *Note critiche sulla bozza del codice delle assicurazioni private*, in *Giur. comm.*, 2004, 1039 ss.; M. ROSSETTI, *op. ult. cit., passim*; V. LEMMA, *op. ult. cit.*, 351 ss.; M. MIOLA, *Assicurazione e mercato finanziario*, in *Diritto e giurisprudenza*, 2000, 13 ss.; A. DONATI, G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 193 ss.

<sup>119</sup> Per una completa disamina del tema della gestione collettiva del risparmio si veda F. ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, 197 ss.

<sup>120</sup> S. GUADAGNO, *La natura delle polizze unit linked e la disciplina applicabile*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2015

un dato ciclo economico<sup>121</sup>. L'ISVAP si è occupata di disciplinare tali polizze nella Circolare 451/2001. L'autorità, in detta circolare, ha imposto la predisposizione di documenti tesi a fornire una corretta e trasparente informazione al cliente. La nota informativa, ad esempio, deve riportare una serie di informazioni – quasi dei moniti- al fine chiarire al cliente le peculiarità del contratto in questione, evidenziando la presenza o meno di un rendimento minimo garantito, gli effetti negativi che potrebbero derivare dalla interruzione anticipata, la presenza di eventuali conflitti di interesse e la modalità di indicizzazione. Tale circolare è stata poi abrogata dal Regolamento n. 32 del 2009, dove l'ISVAP è intervenuta al fine di definire (*rectius* limitare) l'indicizzazione delle *index* per esigenza di tutela del contraente debole.

### **II.1.5.1 La natura delle polizze *linked*: la posizione della dottrina e quella della giurisprudenza**

Le varianti rispetto ai temi originali sono, di norma, rappresentate dalla misura del rischio sopportato dal contraente oltre che dalla natura e dalla misura delle prestazioni per la quale si obbliga l'impresa assicuratrice. Esistono, infatti, *linked* garantite, parzialmente garantite e pure<sup>122</sup>. Le prime sono quelle meno rischiose per il contraente, poiché il rischio finanziario ricade totalmente in capo all'impresa. Difatti, in tal caso è garantita la restituzione del capitale oltre alla possibilità di ricevere un importo maggiore se alla scadenza il valore del parametro di riferimento dovesse risultare positivo. La seconda categoria è composta dalle polizze parzialmente garantite, dove il rischio finanziario viene ripartito tra i contraenti. La terza nonché ultima categoria è rappresentata dalle polizze pure dove il rischio finanziario incombe, interamente in capo all'assicurato<sup>123</sup>.

---

<sup>121</sup> V. LEMMA, *op. ult. cit.*, 352 s.; G. BOTTAZZI, *Nota critica in tema di numeri indici dei prezzi azionari*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2001, 251 ss.

<sup>122</sup> Parte della dottrina reputa necessario operare detta distinzione ai fini della qualificazione assicurativa delle polizze in questione. Cfr. G. ALPA, *op. ult. cit.*, 91 ss.; P. CORRIAS, *op. ult. cit.*, 67 ss.;

<sup>123</sup> A. C. NAZZARO, *op. ult. cit.*, 59.

Occorre, altresì, operare un'ulteriore specificazione in ragione della categoria di riferimento. Nelle polizze *index* si possono distinguere tre macro categorie: le polizze pure, dove non vi è alcuna garanzia di restituzione del capitale investito ed il guadagno o la perdita dipendono, esclusivamente, dai indici presi come riferimento; le polizze a capitale garantito, dove in caso di andamento negativo all'assicurato spetta la restituzione di una parte del capitale investito; le polizze a capitale garantito, dove anche in caso di andamento negativo dell'indice, viene assicurata la restituzione delle somme versate. Con riguardo alle polizze *unit* è possibile operare un'ulteriore distinzione: il fondo può essere costituito interamente all'interno di una società di assicurazione o comunque all'interno di compagnie che fanno parte dello stesso gruppo; tra detti fondi interni, è possibile riconoscere quelli con garanzia di prestazione minima, ai quali sono collegate polizze che prevedono una garanzia finanziaria ( di rendimento o di capitale investito) da quelli che non prevedono detta garanzia ovvero il fondo può essere costituito esternamente alla compagnia. La suddivisione sopra descritta è necessaria, secondo gran parte della dottrina, al fine di comprendere la natura intrinseca dei contratti *linked*<sup>124</sup>.

Difatti, le polizze c.d. pure sono considerate contratti di natura finanziaria, sostanzialmente privi di funzione previdenziale, poiché: « [...] *l'attribuzione della natura finanziaria è connessa alla circostanza che il rischio dell'investimento ricada integralmente sul sottoscrittore, nel senso che quest'ultimo possa ricevere un importo o minore rispetto ai capitali conferiti, dal momento che la misura del rimborso dipende esclusivamente dall'andamento dei corsi dei valori ai quali il prodotto è aganciato*»<sup>125</sup>. Detta affermazione potrebbe essere “completata” da

---

<sup>124</sup> Si ravvisa un carattere dirimente nella suddivisione qui riportata, enucleata da G. ALPA, *op. ul. cit.* 90 s. Questa classificazione è stata accolta e, in gran parte fatta propria, da larga parte della dottrina. Cfr. A. CAMEDDA, *La tutela precontrattuale dei sottoscrittori di polizze linked stipulate prima delle riforme del T.u.F.*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2014, II, 451; E. PIRAS, *Polizze “index linked” collegate ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, II, 76 ss.; L. V. SANGIOVANNI, *La Cassazione sull'equiparazione delle polizze unit linked a strumenti finanziari*, in *Corr. Giur.*, 2013, 773 ss;

<sup>125</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 91. L'A. classifica i contratti proprio in ragione del rischio sopportato dalle parti. Anzitutto, perché si possa parlare di polizza vita, occorre che l'impresa assicuratrice assuma il c.d. “rischio demografico” e, pertanto, questo rappresenta il criterio discretivo per definire un accordo una polizza di assicurazione sulla vita o meno. Le polizze c.d pure del ramo III hanno natura esclusivamente finanziaria, dal momento che il rimborso delle somme versate dal contraente, ed eventualmente, il maggiore valore che può essere versato all'investitore, dipendono esclusivamente

quanto affermato da un'altra autorevole voce dottrinale, la quale ribadisce che le polizze per le quali non è garantita la restituzione del capitale difettano di una connotazione assicurativa, del pari anche le polizze con garanzia parziale di restituzione; mentre «*nelle polizze variabili di ramo III con garanzia della restituzione dell'intero capitale, è preservata in parte la funzione previdenziale, ma al di fuori del meccanismo assicurativo: dunque è configurabile un prodotto finanziario di risparmio con una venatura previdenziale*»<sup>126</sup>.

Le decisioni della giurisprudenza sono decisamente più *tranchant* e, di norma, difettano di raffinate elaborazioni concettuali. Ad ogni modo, in questa sede si

---

dalle oscillazioni del valore delle entità di riferimento (es. indici azionari o quote di OICR) cui dette polizze sono agganciate. È esclusa la natura finanziaria laddove non è completamente dipendente dalle fluttuazioni dei valori citati il rimborso del capitale investito o di una parte di esso. Sul punto si veda anche F. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, 20430 e P. CORRIAS, *op. ult. cit.*, il quale afferma che la finalità previdenziale di un contratto risulta presente: «*se la prestazione che questi è tenuto ad adempiere sia esigibile e/o determinabile unicamente in ragione dell'evento della vita contemplato e, quindi, prescindendo – fatta salva l'eventuale rivalutazione annuale delle somme assicurate – dall'andamento dell'impiego delle risorse acquisite dagli assicurati sotto forma di premi [...] si è osservato che il quid proprium della causa previdenziale consiste nel collegamento giuridico che viene istituito tra erogazione e/o determinazione della prestazione promessa dall'impresa ed insorgenza del bisogno in capo al beneficiario; proprio tale legame, invero, garantisce, la destinazione esclusiva di tali risorse alla soddisfazione del bisogno medesimo. Ebbene, qualora il meccanismo contrattuale pongesse l'assicurato in una situazione di incertezza – in ordine al conseguimento della prestazione – dipendente dall'andamento dei mercati finanziari, verrebbe evidentemente frustrato in radice siffatto interesse di acquisire con certezza le risorse necessarie per far fronte all'esigenza della vita, nel momento in cui essa sorge. Di qui l'intrinseca incompatibilità tra funzione previdenziale e rischio di investimento a carico dell'assicurato, anche in presenza del c.d. rischio demografico*». Sempre l'A., in uno scritto più recente, ribadisce che: «*in assenza di tale garanzia o in presenza di una garanzia inferiore al premio versato (c.d. garanzia parziale), l'assenza della funzione previdenziale appare del tutto evidente: qualora infatti la determinazione della prestazione dell'assicuratore dipenda da fattori esterni, quali l'andamento del mercato finanziario, l'assicurato nel momento in cui dovesse verificarsi l'evento e, quindi, maturare le esigenze economico previdenziali, potrebbe non ricevere alcuna prestazione e, comunque, ricevere una prestazione insufficiente per far fronte alle stesse. È, dunque, coessenziale alla funzione previdenziale, che una parte considerevole della prestazione dovuta in caso di accadimento dell'evento sia certa ed insuscettibile di variare in ragione dei parametri del mercato finanziari* » P. CORRIAS, *Sulla natura assicurativa oppure finanziaria delle polizze linked: la riproposizione di un tema*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 4, 2015, 460. Sul punto si veda anche P. GOBIO CASALI, *Prodotti assicurativi finanziari: disciplina normativa, qualificazione giuridica e tutela informativa del risparmiatore*, in *Giust. Civ.*, 2010, 192 ss. In tale direzione si è espressa anche la CASS, 18 aprile 2012, in *Foro it.*, 2013, 2, I, 631, con nota di F. BECHI ed in senso conforme la più recente pronuncia CASS., 24 aprile 2015, n. 8412.

<sup>126</sup> P. CORRIAS, *op. ult. cit.*, 461, il quale prosegue affermando che l'unione tra la funzione assicurativa e la componente finanziaria di investimento determina un contratto misto. L'affermazione non convince del tutto, poiché si ritiene che, probabilmente, nel caso di specie sia preferibile fare riferimento alla teoria del c.d. collegamento negoziale di cui ha diffusamente parlato Francesco Galgano.

anticipa quanto verrà riportato di seguito, e cioè che è opinione diffusa -anche in giurisprudenza- ritenere che le polizze “pure” abbiano natura sostanzialmente finanziaria proprio in ragione del fatto che, in sede di riscatto, il contraente potrà: *«recuperare non già il premio o il capitale, bensì una somma commisurata al valore delle quote del fondo, con conseguente integrale assunzione del rischio finanziario»*<sup>127</sup>.

Alle affermazioni della citata dottrina, precursore dei tempi in materia, si aggiunga quanto affermato nel 2009 dall’ISVAP nel regolamento n. 32. che, seppur applicabile a stretto rigore unicamente alle polizze *index*, all’art. 9 prevede che: *«1. I contratti classificati nel ramo III di cui all’articolo 2, comma 1, del decreto, sono caratterizzati dalla presenza di un effettivo impegno da parte dell’impresa a liquidare prestazioni il cui valore sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico. 2. Le imprese nella determinazione delle coperture assicurative in caso di decesso tengono conto, ai fini del rispetto del principio di cui al comma 1, dell’ammontare del premio versato dal contraente»*. La ratio di questa previsione è ben delineata dall’ISVAP nella relazione di presentazione che precede il regolamento, ove l’Istituto precisa che: *«come più volte segnalato nelle sedi istituzionali, si ritiene inoltre che i prodotti distribuiti debbano recuperare i meccanismi di tutela e garanzia tipici dei contratti di assicurazione, spesso affievoliti in prestazioni demografiche a bassissimo valore aggiunto per gli assicurati. Pertanto, oltre a ribadire che i contratti in argomento devono essere caratterizzati dalla presenza di un effettivo impegno da parte delle compagnie a liquidare prestazioni dipendenti dal rischio demografico, si è intervenuti prevedendo che le imprese, nella determinazione delle coperture assicurative in caso di decesso, tengano conto dell’ammontare del premio versato dal contraente»*. Pertanto, stante le disposizioni appena citate, l’impresa è sempre tenuta a riconoscere una copertura assicurativa in caso di decesso dell’assicurato.

---

<sup>127</sup> TRIB. TRANI, 11 marzo 2008, con nota di A. FABIANO, *Natura giuridica e disciplina delle polizze «unit linked» prima e dopo la riforma del T.u.F.*, in *Nuova giur. civ.*, 2009, I, 138 ss. Nelle pagine seguenti verrà analizzata la giurisprudenza più rilevante in materia, in particolare due sentenze della Corte di Cassazione: la n. 6061 del 2012 e la n. 8412 del 2015.

Orbene, occorre considerare anche quanto affermato dalla CONSOB prima del varo della legge n. 262/2005 che ha parzialmente modificato le disposizioni del T.u.F.- come si è già avuto modo di dire. La Commissione paragona le polizze *index* alle obbligazioni strutturate bancarie e le *unit* ai fondi comuni di investimento ma aggiunge che le polizze usufruiscono, in gran parte, di un regime normativo speciale<sup>128</sup>. Il regime speciale cui alludeva l'Autorità, a seguito della citata riforma, è stato mantenuto solo parzialmente<sup>129</sup> e sono stati introdotti maggiori punti di contatto con la disciplina dei prodotti finanziari tradizionalmente intesi. Il legislatore, con la citata novella, ha eliminato il criterio soggettivo, in virtù del quale la natura di un prodotto discendeva direttamente da quella del soggetto emittente, fondando così, una nuova categoria giuridica costituita da particolari categorie di prodotti che potrebbero essere qualificati con "appellativi" differenti: *prodotti assicurativi compatibili con i prodotti aventi contenuto finanziario* ovvero, secondo un'impostazione che enfatizza maggiormente il contenuto finanziario, *prodotti assicurativi con finalità di investimento*<sup>130</sup>. Quel che è certo, è che questa categoria non appartiene, secondo la dottrina maggioritaria al novero dei contratti *assicurativi propriamente detti*<sup>131</sup>. Non sono mancate voci di segno opposto, una

---

<sup>128</sup> «[...] le polizze assicurative *index linked* si sostanziano in forme di investimento del tutto omogenee sotto il profilo economico alle obbligazioni strutturate bancarie [...] mentre quelle *unit linked* si pongono in diretta competizione con i fondi comuni d'investimento [...] le polizze usufruiscono di un regime normativo speciale e di particolare favore [...] nella fase di vendita, e collocamento sono tenuti all'adempimento di una serie di obblighi informativi e di regole di condotta stabiliti in via generale per l'attività di raccolta del risparmio presso il pubblico e di prestazione di servizi di investimento» VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati «Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati» - Audizione del Funzionario Generale della CONSOB, dott. Antonio Rosati – 12 gennaio 2005.

<sup>129</sup> Si rinvia a quanto riportato nel paragrafo 1.4 per la disamina dell'evoluzione normativa in materia.

<sup>130</sup> La prima delle due definizioni è proposta da G. ALPA, *op. ult. cit.*, 97 s.; la seconda è utilizzata da F. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, 20428, il quale aggiunge che detti contratti possono essere ricondotti nel novero dei contratti di intermediazione finanziaria. L'ultimo autore citato afferma, altresì, che la legislazione italiana opera una discriminazione netta tra l'attività assicurativa tipica e quella riconducibile alla categoria delle operazioni di investimento ed aggiunge: «*si spiega, quindi, l'esigenza di tener differenziate le fattispecie negoziali che si ricollegano alla prima dalle altre che interessano soprattutto la seconda; in queste ultime, infatti, è accentuato (rispetto al passato) il carattere finanziario dei contratti che, a seguito del descritto processo evolutivo della legislazione, hanno finito col perdere la loro originaria identità (rectius: valenza) assicurativa.*

<sup>131</sup> G. ALPA, *op. ult. cit.*, 97 s.; M. BIN, *op. ult. cit.*, 14 ss.; F. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, 20428; A. GAMBINO, *op. ult. cit.*, 1039 ss.; M. ROSSETTI, *op. ult. cit.*, 225 ss.; F. D'ANGELO, *L'intermediario assicurativo nel contesto del mercato finanziario: quale concorrenza?* In *Giur. comm.*, 2004, I, 32;

parte della dottrina ha continuato ad affermare che la natura delle polizze sia assicurativa in ogni caso, anche in assenza di qualsiasi garanzia in capo all'assicurato, affermando che è sostanzialmente irrilevante la presenza, o meglio l'assenza, del rischio demografico<sup>132</sup>. È singolare verificare che, pur partendo dalla medesima considerazione – l'assenza del rischio demografico – e nonostante la posizione (consolidata) assunta dall'ISVAP sul punto<sup>133</sup>, eminenti esponenti della dottrina giungano a conclusioni opposte<sup>134</sup>. Sulla questione, invece, la giurisprudenza si esprime (ormai) all'unanimità, ritenendo che il rischio

---

M. STELLA RICHTER JR, *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria: alla ricerca di una disciplina per «ibridi» bancari ed assicurativi*, in *Banca, impresa, società*, 2002, 495 ss.

<sup>132</sup> Cfr. G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 233 ss., che ha ritenuto che data l'elasticità della disciplina codicistica – segnatamente dell'art. 1882 del cod. civ. – si possa parlare di vera e propria “neutralità” della stessa, posto che la condizione relativa alla durata della vita, «assume... un significato diverso a seconda della natura degli eventi assicurati (mortalità, longevità), a seconda che la prestazione dell'assicurazione sia certa nell'an o soltanto nel quando, ma anche in considerazione della natura della componente finanziaria dell'operazione». Di poi, l'autrice afferma che già la disciplina del margine di solvibilità contempla sia l'ipotesi in cui l'impresa assicurativa offra una garanzia di capitale sia quelle nelle quali tale garanzia non sia offerta, individuando, per i due casi, parametri di calcolo differenti senza alcuna preferenza per l'uno e per l'altro. E anche nelle norme in tema di costruzione delle riserve matematiche, il legislatore fa un espresso riferimento alle ipotesi di rischio di investimento sopportato dagli assicuratori. Cfr. G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 233 ss.

<sup>133</sup> L'autorità, con la Circolare n. 332/D/1998, chiarisce che perché un prodotto possa essere caratterizzato da una causa mista previdenziale-finanziaria, occorre che le prestazioni di quei contratti siano dipendenti – sia per il caso di sopravvivenza e/o per il caso di morte- dalla durata della vita dell'assicurato.

<sup>134</sup> L'assenza del rischio demografico è, secondo G. ALPA, *op. ult. cit.*, *passim.*, il criterio discrezionale tra un contratto assicurativo *tout court* da uno assicurativo finanziario. Mentre, come si è già affermato, per G. VOLPE PUTZOLU, *op. ult. cit.*, 240, l'assenza del rischio demografico dedotto nel contratto non è una condizione sufficiente per incidere sulla *genesi* dello stesso, che rimane “completamente assicurativo” senza subire le contaminazioni esterne. Se si analizzano i contratti di Ramo V, c.d. di capitalizzazione, ci si accorgerà che non è così pacifico comprendere se si tratti di “portatori sani” di rischio demografico. Anche sul tema la dottrina si è divisa. Secondo G. ALPA, *op. ult. cit.*, 92 s., se nei contratti di capitalizzazione la prestazione dell'assicuratore si configura come somministrazione periodica di capitali fino alla morte del beneficiario, questi possono essere qualificati alla stregua di contratti assicurativi. Pertanto, anche in questo caso come per gli accordi di Ramo III, presentano natura finanziaria esclusivamente quei contratti che comportino l'integrale trasferimento sull'assicurato/sottoscrittore del rischio del conseguimento dell'utile e/o delle perdite. Secondo altra parte della dottrina, V. LEMMA, *op. ult. cit.*, 353 s., citato anche da F. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, 20426, «qualora le condizioni contrattuali siano articolate in modo tale da rendere (di fatto) indipendente dai predetti eventi l'erogazione delle singole prestazioni, la fattispecie negoziale non sarà qualificabile come assicurativa ma, piuttosto, come operazione di capitalizzazione, la quale non presenta alcun profilo di aleatorietà, come si ricava, tra l'altro, dalla definizione di cui alla lettera b del comma secondo dell'art. 1 della Direttiva 79/267». Sul punto si veda anche P. CORRIAS, *op. ult. cit.*, 96, il quale afferma che: «deve, quindi, constatarsi la fuoriuscita dal tipo assicurativo delle polizze -anche del ramo III – che prevedono la corresponsione della prestazione al decorrere di un termine determinato o determinabile al momento della stipulazione del contratto (eventus certus an et quando)»

demografico sia l'elemento essenziale dei contratti di assicurazione sulla vita e le polizze del Ramo III, essendone prive, non possono essere considerate dei contratti assicurativi<sup>135</sup>.

Collocare detti contratti in una determinata sfera normativa oppure in un'altra non deve sembrare un mero esercizio di stile poiché da ciò dipende l'applicazione o meno di talune regole, ad esempio quelle del codice civile. La questione maggiormente dibattuta si riferisce all'applicabilità o meno dell'art. 1923 cod. civ. in tema di impignorabilità, la norma rivelerebbe la natura previdenziale dei contratti, dal momento che le somme in questione sono "messe al riparo" dalle aggressioni dei creditori<sup>136</sup>. Tale natura è stata ribadita dalla Sezioni unite della Corte di Cassazione, che si sono pronunciate sulla sorte della polizza vita di un assicurato in caso di fallimento dello stesso, proclamando la tutela del soggetto che instaura un rapporto assicurativo per fini previdenziali<sup>137</sup>. Ad ogni modo, solo l'analisi del singolo regolamento contrattuale può sciogliere ogni dubbio di tipo teorico. Una consistente quota delle polizze disponibili sul mercato prevede che la rendita, pur se legata al valore degli indici di borsa o di quote di fondi di investimento, venga calcolata sulla base di coefficienti che tengono conto dell'età del beneficiario e della sua permanenza in vita alla scadenza

---

<sup>135</sup> CASS. CIV., 22 dicembre 2006, n. 27458, in *Mass. Giust. Civ.*, 2006.

<sup>136</sup> In materia, è molto interessante la pronuncia del TRIB. PARMA, 10 agosto 2010, in *Giur. It.*, 2011, 7 ss, con nota di P. G. CASALI. Occorre anzitutto precisare che l'impignorabilità costituisce, di norma, uno degli argomenti utilizzati dagli intermediari per attirare la clientela verso le polizze vita, tanto che tradizionalmente questa caratteristica viene riportata nelle relative note informative. A parere del Tribunale emiliano, il curatore dovrebbe poter agire per il recupero delle somme relative a contratti di natura prevalentemente finanziaria. In altri termini, se non si tratta di vere e proprie assicurazioni sulla vita i crediti del fallito dovrebbero essere compresi nel fallimento. Si veda, altresì, F. SCHETTINO, *Impignorabilità delle polizze index linked: la funzione previdenziale delle polizze di assicurazione sulla vita*, in *Dir. fisc. assic.*, 2011, 712 ss.; L. BUGIOLACCHI, *I prodotti finanziari assicurativi: considerazioni in tema di qualificazione giuridica e disciplina applicabile*, in *Resp. civ. e prev.*, 2011, p. 876 ss.

<sup>137</sup> CASS., Sez. un., 31 marzo 2008, n. 8271, in *Giur. It.*, 2008, 1699, con nota di M. SPIOTTA. Proprio con riguardo all'art. 1923 c.c. la Cassazione ha infatti parlato del rilievo costituzionale: «che va riconosciuto al valore della previdenza (qui legata ai bisogni dell'età postlaborativa o derivante dall'evento morte di colui che percepisce redditi dei quali anche altri si avvalga) che la norma in esame (unitamente ad eventuali e, in varia misura, concorrenti finalità di risparmio) è volta a tutelare».

del contratto<sup>138</sup>. È indubbia la connotazione finanziaria di tali polizze, che può definirsi endemica al contratto stesso ma ciò non determina necessariamente la “frustrazione” di ogni tratto assicurativo-previdenziale; a patto che la natura previdenziale del contratto non venga “estremizzata”, al punto da tenderla fino a imporre, affinché si possa parlare di rapporto assicurativo, che nessuna tra le parti tragga vantaggio dal verificarsi dell’evento assicurato. Se ciò è immediato al verificarsi di un danno o al sopraggiungere della morte, nelle ipotesi di sopravvivenza l’assenza di detto vantaggio è meno percettibile, poiché occorre tener conto di diversi fattori tra loro concorrenti. Il capitale o le rendite percepite vengono riconosciute in un tempo in cui l’età è ormai avanzata, l’uscita dal mondo del lavoro ha determinato minori entrate economiche e sono intervenute ulteriori spese<sup>139</sup>. Se si adottasse detta impostazione, è fuor di dubbio che le polizze *linked* sarebbero escluse, dal momento che la finalità del contratto di specie è quello di garantire un rendimento in capo a chi sottoscrive la polizza<sup>140</sup>.

Autorevole dottrina ha pensato al prodotto assicurativo misto come il frutto di un collegamento negoziale. Il prodotto misto è il risultato non già di una mera sommatoria, ma rappresenta il segno di un’unione di due contratti originari, «*si fonde in una utilità o prodotto nuovo, diverso tanto dalla prima [prestazione dell’assicuratore] quanto dalla seconda [prestazione della società di gestione del fondo]*». L’utilità procurata al risparmiatore si quantifica in una valorizzazione del capitale investito e i «*coartefici del prodotto finanziario misto sono, e non potrebbero non essere, soggetti tra loro distinti [...] deriva la necessaria conseguenza che contratto di assicurazione e contratto di investimento si presenteranno come contratti collegati, non come elementi di un unico contratto*

---

<sup>138</sup> A. GAMBINO, *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice assicurativa e bancaria*, op. cit., 195 s.

<sup>139</sup> G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. Cicu e Messineo*, XXXVI, Milano, 1973, 90 ss. Seppur autorevole è la dottrina citata, ciò non toglie che detti assunti siano il frutto di constatazione di natura socio-economica, più che di tipo giuridico. Non vi è traccia, nel codice, di disposizioni che suffraghino le affermazioni sopra citate che sono, invece, frutto di affermazioni basate su dati empirici elevati a teoria ma che peccano di lungimiranza, dal momento che difettano di una visione prognostica della realtà. Di poi, a ciò si aggiunga quanto affermato da Francesco Galgano, il quale, nel descrivere il collegamento funzionale, parte dalla premessa che il risparmiatore debba ricavare: «*una forma accresciuta di valorizzazione*».

<sup>140</sup> A. NAZZARO, op. ult. cit., 6.

(atipico) con causa mista (a nulla rileverebbe, come è noto, l'unicità del documento contrattuale). Come tutti i contratti collegati, essi assolvono tuttavia a una funzione unitaria: trovano l'uno la causa nell'altro; soddisfano un medesimo, indivisibile, interesse del risparmiatore-investitore; non sono eseguibili l'uno separatamente dall'altro, considerata la sopramenzionata tecnica di versamento dei premi mediante smobilizzo di quote del fondo»<sup>141</sup>.

La grande varietà – e l'elegante elaborazione teorica sottesa a ciascuna tra queste impostazioni teoriche- delle voci della dottrina, non ha trovato compiuto riscontro nella prassi giurisprudenziale<sup>142</sup>, neanche in quella più recente, ove il problema da

---

<sup>141</sup> F. GALGANO, *op. ult. cit.*, 95. Nello stesso senso M. BIN, *Il prodotto misto assicurativo finanziario*, in *Assic.*, 1988, 353 ss. Di diverso avviso A. G. MOLINARI, *Il prodotto misto assicurativo finanziario*, in *Resp. civ. prev.*, 1992, 297 ss., secondo l'Autore "la loro operatività congiunta è necessaria per realizzare l'operazione programmata dalle parti tramite il 'piano', operazione che, diversamente, ciascun contratto, da solo, non sarebbe in grado di attuare: ciò però non impedisce che i singoli negozi realizzino i propri effetti" per concludere che "[...] in base a questa premessa ne discende che ciascun contratto è sottoposto alla propria tipica disciplina, e non ad una disciplina unitaria individuata secondo il principio della prevalenza, come per i contratti misti". Di collegamento negoziale atipico parla la Corte di Cassazione, secondo cui: «il collegamento contrattuale, che può risultare legislativamente fissato ed è quindi tipico, ... può essere anche atipico in quanto espressione dell'autonomia contrattuale indicata nell'art. 1322 c.c., nei suoi aspetti generali [...] è un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, che viene realizzato non per mezzo di un singolo contratto ma attraverso una pluralità coordinata di contratti, i quali conservano una loro causa autonoma, anche se ciascuno è finalizzato a un unico regolamento dei reciproci interessi. Il criterio distintivo tra contratto unico e contratto collegato, pertanto non è dato da elementi formali, quali l'unità o la pluralità dei documenti contrattuali (un contratto può essere unico anche se ricavabile da più testi; un unico testo può riunire più contratti) o la mera contestualità delle stipulazioni, ma da quello sostanziale dell'unicità o pluralità degli interessi perseguiti. Infatti il contratto collegato non è un tipo particolare di contratto, ma uno strumento di regolamento di contratto degli interessi economici delle parti, caratterizzato dal fatto che le vicende che investono un contratto (invalidità, inefficacia ecc.) possono ripercuotersi sull'altro [...]". CASS., 28 giugno 2001, n. 8844, in *Giust. Civ.* 2002, I; cfr., *ex multis*, Cass., 18 gennaio 1988 n. 321, in *Giust. civ.*, 1988, I, 1214.

<sup>142</sup> Occorre, però, richiamare, seppur brevemente, la giurisprudenza più risalente poiché, tra il 2001 ed il 2006, nelle esigue decisioni emesse dai Tribunali italiani, si è sempre ritenuto che ai contratti *linked* dovesse applicarsi la disciplina assicurativa. Il Tribunale di Bologna, il 12 gennaio 2001, investito di una controversia di natura cautelare avente ad oggetto il sequestro conservativo da parte di un erede delle somme dovute dalla compagnia di assicurazione ad un diverso erede beneficiario di una polizza *linked*, ha ritenuto che: «è vero che il contratto in oggetto, denominato di assicurazione sulla vita, adempie se non in minima parte alle finalità dal Legislatore riservate al contratto di assicurazione propriamente inteso [...]. Appare sostanzialmente difettare, nello schema contrattuale sottoposto all'esame di questo giudice, l'elemento del rischio, originariamente un obbligo indennitario in capo all'assicuratore, mentre assume rilievo prevalente lo scopo di risparmio e di capitalizzazione, condizionato, secondo la specifica dell'art. 1882 cod. civ., a un determinato evento della vita umana, consistente, per l'appunto, nel proseguire o nel modo di essere dell'esistenza biologica dell'assicurato o di una terza persona, ovvero in qualsiasi altro avvenimento dello svolgersi della vita di tali persone (Cass. n. 1941/71). La presenza di tale scopo non determina l'inapplicabilità dell'art. 1923 cod. civ., invocato dai resistenti a sostegno

risolvere si è da sempre sostanziato nell'applicazione o meno delle disposizioni proprie del contratto assicurativo o di quelle proprie dell'ambito dell'intermediazione finanziaria. Orbene, detta affermazione non vuole svuotare di significato l'attività svolta nelle aule di tribunale; è evidente, come si è già avuto modo di affermare, che la miriade di regolamenti contrattuali offerti alla clientela conduca, necessariamente, il giudice a semplificare l'*iter* che lo conduce alla soluzione del caso concreto. Se da un certo punto di vista ciò reca un beneficio alle parti, dal momento che il dispositivo è fruibile anche da queste ultime che non sono, necessariamente, specialisti in materia, dall'altro creato uno iato tra "categorie di giuristi".

Orbene, il Tribunale di Roma in più occasioni ha rimarcato come le polizze *linked*, fino all'entrata in vigore dell'art. 25-bis T.u.F., fossero soggette ad una regolamentazione diversa rispetto a quella concernente i prodotti finanziari, ossia

---

*dell'eccezione di inammissibilità dell'azione cautelare proposta, in forza dell'asserita riconducibilità del contratto in essere alla categoria, atipica, dei contratti di capitalizzazione. Ciò si verificherebbe qualora dal contratto in oggetto fosse totalmente eliminata qualunque connessione con l'evento morte, o con ogni altro fatti attinente alla vita umana, ed assumesse rilievo preponderante ed esclusivo la finalità del risparmio e dell'incremento del capitale, che pure, nello schema legale, può costituire scopo che accompagna quello previdenziale, tipico dell'istituto»* Come si evince chiaramente dal testo dell'ordinanza citato, il giudice, nel tratteggiare le differenze tra contratto di capitalizzazione e contratto di assicurazione, si è limitato a sottolineare la mancanza, nel primo, di qualsiasi subordinazione ad un evento della vita umana, senza alcun approfondimento relativo alla mancata assunzione del rischio di investimento. La sentenza citata è stata commentata da M. ROSSETTI, *Polizze indicizzate e sequestrabilità dell'indennizzo*, in *Ass.*, 2001, 164 ss. Di poi, è utile, al fine di ricostruire l'orientamento giurisprudenziale prevalente in quegli anni, citare altre tre pronunce. La prima è stata emessa dal Tribunale di Treviso il 22 luglio 2005, n. 1297, al fine di decidere in ordine all'applicazione, a talune polizze *linked*, delle discipline in materia di intermediazione finanziaria. Il collegio ha negato l'applicabilità delle regole del T.u.f. al contratto di specie, affermando pur trattandosi di «prestazioni collegate al valore delle quote di un fondo assicurativo [...]» a queste non possano applicarsi le regole del testo unico della finanza «il cui articolo 1 definisce gli strumenti finanziari con elenco molto dettagliato, che non comprende i prodotti assicurativi [...] pur avendo questi un elevato contenuto finanziario. Ad essi si applica il d.lgs. 174/1995, e solo con circolare l'ISVAP ha introdotto nuove regole in materia, simili a quelle già introdotte dal Regolamento Consob per l'intermediazione finanziaria, ma evidentemente non applicabili ad un contratto concluso nel 2000». Il Tribunale di Mantova, con ordinanza del 16 novembre 2005, ha affermato che: «l'oggetto del negozio, quand'anche la polizza sia ancorata al valore di fondi e comporti rischi finanziari, non sia un prodotto finanziario ma prima di tutto assicurativo [...]». Dello stesso avviso il Tribunale di Bologna che, con l'ordinanza dell'11 aprile 2006, ha ritenuto inapplicabile il rito societario, negando dunque la conversione da rito ordinario a societario, dal momento che la controversia si fonda su una polizza sulla vita, che «anche se ancorata a profili squisitamente finanziari conserva, pur sempre, una funzione giuridico-economica sociale di tipo prettamente assicurativo, la quale, in forza di un'obbligata interpretazione rigorosa della disciplina in esame, non consente di ricondurre la polizza in questione tra i prodotti finanziari in senso stretto».

alla disciplina assicurativa, trattandosi di “prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione”, esonerati, in quanto tali, dall'applicazione delle disposizioni in tema di sollecitazione all'investimento<sup>143</sup>. Nello stesso senso si è da ultimo pronunciato Tribunale di Milano il quale, pur riconoscendo l'indubbia connotazione finanziaria delle polizze *linked* stipulate prima delle novella legislativa del 2006, ha sottolineato che lo stesso legislatore ha ritenuto di non inserire tali figure contrattuali nell'elenco degli strumenti finanziari di cui all'art. 1, comma 2°, t.u.f., così escludendo l'applicabilità alle stesse delle norme che prevedono stringenti obblighi di correttezza e trasparenza informativa a carico degli intermediari finanziari. Pertanto, non essendo prevista, all'epoca in cui le polizze oggetto della controversia sono state sottoscritte, l'estensione alle medesime delle più volte richiamate disposizioni del T.u.F. e dei relativi regolamenti di attuazione, il Tribunale ha individuato la normativa di riferimento in quella assicurativa, precisando, peraltro, come tale conclusione non potesse essere messa in discussione, nel caso concreto, neppure dalla natura del prodotto sottoscritto dall'attore, trattandosi di un prodotto a causa mista, e non puramente finanziario e avendo l'assicuratore assunto, sia pure solo parzialmente, un rischio demografico e un rischio di investimento<sup>144</sup>. Di poi, altra giurisprudenza di merito, pur utilizzando argomentazioni diverse, comunque giunge alla conclusione che, se il contratto vincola la somma di denaro dovuta a titolo di capitale finale ad un indice azionario o ad una quota di un fondo di investimento, ma garantisce il pagamento di una somma minima calcolata in maniera tale da considerare avvenuta “la presa in carico” del rischio demografico in capo all'impresa assicuratrice, allora la causa concreta del contratto sarà comunque assicurativa<sup>145</sup>.

---

<sup>143</sup> TRIB. ROMA 11 dicembre 2007, n. 2471 24272 e, più recentemente, TRIB. ROMA, 18 aprile 2012, n. 8666 e 2 maggio 2012

<sup>144</sup> TRIB. MILANO, 23 aprile 2013, n. 5663.

<sup>145</sup> TRIB. CAGLIARI, 2 novembre 2010, n. 3233, in *Riv. giur. sarda*, 2011, I, 394. In dottrina si veda E. PIRAS, *Il ruolo delle polizze unit linked nella previdenza complementare*, in *Resp. civ. e prev.*, 2010, 954. Non convince detta impostazione, per via del fatto che sembra che, il richiamo alla causa in concreto sia un “paravento” per evitare di indagare nel singolo regolamento contrattuale. In sostanza, non può il richiamo alla causa in concreto operare da panacea, da soluzione per tutti quei contratti nei quali si conviene la restituzione del capitale versato o, almeno, di una parte di esso. Ciò non toglie che vi possano essere delle indicazioni teoriche di massima.

La Corte di Cassazione, ha ribadito che, laddove il contratto sia stato stipulato prima dell'entrata in vigore delle riforme che hanno interessato il T.u.F. a partire dal 2005, il giudice del merito, al fine di stabilire se l'impresa emittente, l'intermediario ed il promotore abbiano violato le regole di leale comportamento previste dalla specifica normativa, deve interpretare il contratto medesimo al fine stabilire se esso, al di là del *nomen iuris* attribuitogli, sia effettivamente qualificabile come contratto di assicurazione sulla vita, oppure si concreti nell'investimento in uno strumento finanziario, con trasferimento del rischio c.d. di *performance* sull'assicurato. Di poi, la Corte afferma che: «*la componente di rischio rileva in senso causale solo nel contratto di assicurazione, mentre nel contratto d'investimento il rischio è estraneo alla causa e rientra nella normale alea contrattuale*»<sup>146</sup>. In una pronuncia più

---

<sup>146</sup> CASS., 18 aprile 2012, n. 6061, in *Foro it.*, 2013 con nota di F. BECHI. In tal senso si veda anche il TRIB. SIRACUSA, 17 ottobre 2013, n. 1540, e TRIB. GELA, 2 marzo 2013, i quali, riconoscendo la natura squisitamente finanziaria a due polizze *unit linked* c. d. pure sottoscritte nel 2000, hanno individuato la disciplina ad esse applicabile in quella vigente all'epoca della sottoscrizione: artt. 21 e 23 T.u.F. e 26-29 del Regolamento Intermediari n. 11522/1998. Ciò in quanto, già prima dell'entrata in vigore delle modifiche apportate al T.u.F. negli anni 2005 e 2006, le polizze *linked* del tipo in esame potevano considerarsi vere e proprie forme di investimento di natura finanziaria, in quanto tali riconducibili alla nozione di prodotto finanziario di cui all'art. 1, comma 1°, lett. u), T.u.F. e, per l'effetto, soggette all'applicazione delle norme in materia di intermediazione finanziaria. Di poi, TRIB. TORINO, 19 marzo 2013, n. 196, secondo il quale il fatto che l'entità del capitale o della rendita dipenda dalla maggiore o minore redditività dell'investimento comporta che l'intero rischio di questo gravi sull'assicurato, a fronte di un premio e di spese di emissione del contratto che la compagnia di assicurazione percepisce senza alcun rischio: di qui, la natura mista di tale contratto, la cui causa prevalente è quella finanziaria, ove la veste della polizza vita sembra avere solamente lo scopo di individuare il momento in cui l'assicuratore dovrà effettuare la prestazione alla quale è obbligato; di qui, ancora, l'applicabilità a tali contratti della disciplina del T.u.F. anche prima delle modifiche legislative introdotte dal d.lgs. 303 del 2006. Si veda anche TRIB. BARI, 4 luglio 2012, n. 2414, secondo il giudice, qualora in una polizza *index linked* la prestazione assicurativa non sia legata ad un evento attinente alla durata della vita umana, ma al valore di strumenti finanziari assunti quale riferimento, la causa del contratto deve ritenersi estranea a quella tipica del contratto di assicurazione, divenendo del tutto irrilevante il *nomen iuris* attribuito al contratto dalle parti, con la conseguenza che ad esso devono essere applicate le norme relative all'intermediazione finanziaria. In senso conforme si veda anche TRIB. VENEZIA, 24 giugno 2010; TRIB. VERONA, 23 settembre 2009, cit.; TRIB. TRANI, 11 marzo 2008, citata nella nota n. 81; TRIB. FERRARA, 27 giugno 2011, n. 1020, secondo il quale la distribuzione di polizze *index linked* da parte di un istituto bancario per conto di un'impresa di assicurazione è soggetta alla disciplina dell'intermediazione mobiliare anche se avvenuta prima dell'entrata in vigore del d.lgs. 303 del 2006; trovano applicazione, in particolare, gli artt. 23 t.u.f. e 30 Regolamento Consob n. 11522 del 1998, con la conseguenza che la mancanza di forma scritta del c.d. contratto quadro determina la nullità del rapporto negoziale e l'obbligo dell'impresa assicuratrice di restituire al contraente la somma versata. Ed infine, si vedano anche: CASS., 24 aprile 2015, n. 8412; APP. MILANO, 1° maggio 2016 n. 1800 e CASS., 16 maggio 2017, n. 11999, che verranno di seguito, brevemente, commentate.

recente la Corte di Cassazione ha messo in luce un ulteriore aspetto, relativo agli obblighi informativi che incombono in capo all'intermediario. La Corte di Cassazione cassa la sentenza della Corte di Appello di Milano, nella quale i giudici avevano affermato che l'intermediario non era tenuto a informare il contraente circa l'esistenza e l'ammontare dei costi di gestione relativi ad una polizza sulla vita a contenuto finanziario. I giudici meneghini avevano specificato che la polizza era stata siglata nel 2000 e, pertanto, non erano ancora entrati in vigore gli obblighi informativi introdotti con le riforme successive ed avevano, altresì, sottolineato che la materia, a quell'epoca, era disciplinata dalla Circolare ISVAP 19.6.1995 n. 249, la quale non imponeva alcun obbligo in tal senso. La Corte di Cassazione sottolinea l'erroneità di tale affermazione, affermando che il Codice Civile contiene gli artt. 1175, 1176, 1337 e 1375 c.c. e che, in virtù di dette disposizioni, l'intermediario era obbligato prima della stipula del contratto a: informare il contraente sui costi e sulla redditività della polizza; di fornire informazioni chiare, utili ed esaustive<sup>147</sup>.

Più recentemente, la Corte di Appello di Milano è tornata a ribadire che le polizze *unit linked*, data la forte componente finanziaria che le connota, non possono essere qualificate come polizze assicurative e, pertanto, dal momento che appartengono al

---

<sup>147</sup> CASS., 24 aprile 2015, n. 8412. La Corte di Cassazione enuclea il seguente principio di diritto: «Alla luce di quanto esposto deve dunque concludersi che il dovere di una informazione esaustiva, chiara e completa, e quello di proporre al contraente polizze assicurative realmente utili per le esigenze dell'assicurato, sono doveri primari dell'assicuratore e dei suoi intermediari o promotori. Tali doveri scaturiscono dagli artt. 1175, 1337 e 1375 c.c.; e la loro violazione costituisce una condotta negligente, ai sensi dell'art. 1176 c.c., comma 2. I doveri di cui si è appena detto hanno portata generale, ed in quanto dettati da norme di legge, prevalgono sulle norme regolamentari, quali i regolamenti dell'autorità di vigilanza, ed a fortiori sulle indicazioni contenute in atti addirittura privi di potere normativo, quali le circolari dell'autorità amministrativa». Nella pronuncia, come spesso accade, i giudici non si interrogano circa la natura della polizza, danno per assodato che si tratti di un contratto misto assicurativo finanziario, e che, pertanto, l'assicuratore sia tenuto a pagare l'indennizzo oltre che ad investire il premio per realizzarne un lucro finanziario. La sentenza *de qua* procede "rivoluzionando" la pronuncia dei giudici milanesi, i quali, trincerandosi dietro le barricate innalzate dalle disposizioni che regolano il contratto assicurativo, erano giunti sino ad affermare che, trattandosi di un contratto di assicurazione sulla vita che prevedeva la corresponsione di una rendita vitalizia, era esclusa la possibilità che si potesse configurare un incarico relativo alla gestione del patrimonio versato. La Corte di Cassazione conclude affermando che: «qualsiasi contratto va qualificato in base al suo contenuto precettivo, non certo in base al nomen iuris che le parti gli attribuiscono. Dire pertanto che un contratto "non è un mandato perché è un'assicurazione" è una perfetta tautologia, se non si indicano quali siano gli elementi distintivi del "tipo" contrattuale presi in considerazione. Elementi caratterizzanti dell'assicurazione sulla vita sono lo scopo di previdenza, l'alea, l'ancoraggio del premio al rischio demografico, la durata prolungata. La Corte d'appello ha qualificato i contratti sottoposti al suo esame come "assicurazione", senza spiegare se questi elementi sussistessero o meno».

più ampio novero degli strumenti finanziari debbono essere applicate, inderogabilmente, gli articoli 21 e 23 del T.u.F. La pronuncia appare condivisibile nella misura in cui, al netto del *nomen iuris* adottato, ritiene di accordare rilievo dirimente all'assetto di interessi concretamente perseguito dalle parti ed alla natura giuridica delle polizze *linked*. L'indagine svolta dal giudice di prime cure ha rilevato come, nonostante la collocazione del prodotto da parte dell'impresa nel novero delle assicurazioni sulla vita, il prodotto sia sussumibile nella categoria degli strumenti finanziari. Avrebbe quindi l'assicuratore dovuto operare una scrupolosa valutazione della propensione al rischio del cliente ed adempiere a quegli obblighi che gravano su chi immette nel mercato un prodotto finanziario. La Corte prosegue affermando che non è rilevante la data di conclusione del contratto: nel caso di specie l'anno 2000. Poco importa, ai fini della "categorizzazione" del contratto, se non erano ancora entrate in vigore le (citate) disposizioni che hanno apportato delle modifiche al T.u.F: la legge 262/2005 ed il successivo decreto correttivo<sup>148</sup>.

Infine si segnala una pronuncia del maggio 2017 della Corte di Cassazione, che si differenzia da quelle precedentemente citate poiché il contratto è stato sottoscritto stipulato il 27 marzo 2006, quindi a cavallo tra l'entrata in vigore del codice delle assicurazioni e l'applicazione delle disposizioni novellate del T.U.F. La polizza era di tipo "puro", pertanto non era prevista alcuna garanzia di restituzione del capitale investito e i risultati economici sarebbero dipesi esclusivamente dall'andamento delle quote dei fondi di investimento. Al netto di alcune questioni squisitamente processuali, la Corte afferma che: *«l'assimilazione dei contratti di questo tipo agli strumenti finanziari costituisce, infatti, un esito normativo ormai acquisito, ma predicabile anche con riferimento al periodo precedente l'emanazione delle norme anzidette»*. Nella pronuncia si legge, altresì, che il compito del giudice di merito si sostanzia nell'interpretazione del regolamento contrattuale: *«[...] al fine di stabilire se esso, al di là del "nomen iuris" attribuitogli, sia da identificare come polizza assicurativa sulla vita (in cui il rischio avente ad oggetto un evento dell'esistenza dell'assicurato è assunto dall'assicuratore) oppure si concreti*

---

<sup>148</sup> APP. MILANO, 1° maggio 2016 n. 1800, in *Resp. Civ. e Prev.*, fasc.2, 2017, 574, con nota di D. PIRILLI.

*nell'investimento in uno strumento finanziario (in cui il rischio di "performance" sia per intero addossato all'assicurato»<sup>149</sup>.*

## **II.1.6 La prassi contrattuale**

Di seguito si analizzeranno alcune clausole contenute nei regolamenti contrattuali di alcune tra le più note imprese assicuratrici.

Il primo contratto esaminato è redatto dalla ALLIANZ GROUP – LOYD ADRIATICO<sup>150</sup>. È singolare leggere, in combinato disposto, quanto riportato nella clausola n. 2 (della nota sintetica) rubricata *Caratteristiche del contratto* nonché nella clausola n. 4, rubricata *Rischi finanziari a carico del contraente*. La descrizione della natura del prodotto non sembra essere stata (minimamente) sfiorata dalle elaborazioni dottrinali analizzate poc'anzi.

Nell'articolo n. 2 si legge che: *«il contratto index linked qui descritto è un contratto di assicurazione sulla di durata prestabilita che, fronte del versamento di un unico premio, prevede la corresponsione di somme collegate all'andamento del valore di mercato di uno più parametri di riferimento costituiti da indici o da strumenti finanziari [...]»*. La quarta clausola prevede che: *«Il Lloyd Adriatico non offre alcuna garanzia di capitale o di rendimento minimo. Pertanto il pagamento delle prestazioni previste dalla prima parte del contratto dipende dalle oscillazioni del parametro di riferimento e/o dalla solvibilità degli enti emittenti (o garanti) gli strumenti finanziari sottostanti il contratto assicurativo»*. Il contratto si compone di due parti<sup>151</sup>, la prima è stata già indicata, mentre la seconda è rappresentata da

---

<sup>149</sup> CASS., 16 maggio 2017, n. 11999.

<sup>150</sup> [http://www.allianz.it/allianzwebit/it/quotazioniRendimenti/allegati/index/AZL\\_Fascicolo\\_49U\\_29\\_VI029.pdf](http://www.allianz.it/allianzwebit/it/quotazioniRendimenti/allegati/index/AZL_Fascicolo_49U_29_VI029.pdf)

<sup>151</sup> In merito alla durata del contratto, si precisa che l'art. 1.d) della prima parte dispone che: *«la decorrenza del contratto è il 9 novembre 2006 e la scadenza della prima parte del contratto è il 27 luglio 2012, pertanto la durata della prima parte del contratto risulta pari a 5 anni, 8 mesi e 18 giorni. È possibile esercitare il diritto di riscatto già dopo un anno dalla data d decorrenza, non sono ammessi ricatti parziali»*. Mentre l'art. 1.d) della seconda parte del contratto dispone: *«la seconda parte del contratto ha inizio il 28 luglio 2012 ed è a vita intera: la sua durata coincide con la vita dell'Assicurato. Durante la seconda parte del contratto il Contraente può decidere di riscattare il contratto, anche parzialmente»*.

una polizza di tipo *unit* collegata ad un fondo interno. Anche il quarto articolo della seconda parte della nota informativa dispone che: «*Il Lloyd Adriatico non offre alcuna garanzia di capitale o di rendimento minimo. Pertanto la seconda parte del contratto comporta rischi finanziari per il Contraente riconducibili all'andamento del valore delle quote*».

Nella scheda di sintesi di un contratto proposto dalla Zurich<sup>152</sup>, denominato *Zurich Worldwide*, si legge- come nel precedente- che la polizza proposta, nel caso di specie una *unit*, è un'assicurazione sulla vita e che le prestazioni sono direttamente collegate al valore unitario delle quote di uno dei Fondi interni. Si legge, dopo la descrizione, che (anche in questo caso): *l'Impresa di assicurazione non offre alcuna garanzia di capitale o di rendimento minimo. Pertanto il contratto comporta rischi finanziari per il Contraente riconducibili all'andamento del valore delle quote*. Nel proseguo del contratto si legge che: *La prestazione in caso di morte dell'Assicurato può quindi risultare inferiore ai premi versati in quanto soggetta al rischio connesso alle possibili variazioni del valore unitario delle quote del Fondo prescelto, le quali a loro volta dipendono dalle oscillazioni di prezzo delle attività finanziarie di cui le quote sono rappresentazione e, per le attività finanziarie espresse in valute di paesi non appartenenti alla area della moneta unica europea (Euro), dalle oscillazioni dei tassi di cambio*.

L'ultimo contratto che qui si analizza è emesso dalla *Cattolica assicurazioni* ed è denominato *Scelta dinamica*. La polizza prevede che le prestazioni: *si incrementino in base al rendimento di una Gestione Interna Separata di attivi; siano collegate all'andamento del valore delle Quote di Fondi Interni, le quali, a loro volta, dipendono dalle oscillazioni di prezzo delle attività finanziarie di cui le Quote sono rappresentazione*. Dal momento che la polizza presenta elementi che hanno differenti profili di rischio, il contraente può, sulla base delle proprie attitudine al rischio, decidere di investire fino al 70% delle somme versate nella Gestione Interna Separata, che rappresenta un investimento più sicuro. In merito alla rischiosità dell'investimento la Compagnia prevede che: *relativamente ai premi investiti nei*

---

<sup>152</sup> [http://zurich.it/internet/zurich-it/SiteCollectionDocuments/serviziutilita/ZIPWW\\_ed2006.pdf](http://zurich.it/internet/zurich-it/SiteCollectionDocuments/serviziutilita/ZIPWW_ed2006.pdf)

*Fondi Interni CP FLEX GARANTITO 2025, CP FLEX GARANTITO 2030 e CP FLEX GARANTITO 2035, non offre alcuna garanzia di capitale o di rendimento minimo in qualsiasi momento, ma solo alla scadenza dei Fondi Interni stessi. Relativamente ai premi investiti nei Fondi Interni CP UNICO PRUDENTE, CP UNICO BILANCIATO e CP UNICO AGGRESSIVO, la Compagnia non offre alcuna garanzia di capitale o di rendimento minimo. Pertanto il contratto, relativamente ai premi investiti nei Fondi Interni, comporta rischi finanziari riconducibili all'andamento del valore delle quote.* Nella parte del contratto relativa alle scelte di investimento, si specifica che nei Fondi interni CP garantiti, è previsto l'inserimento di titoli obbligazionari emessi da Paesi della zona Euro e da istituti finanziari solidi, quindi con *rating*<sup>153</sup> alti. Difatti, il capitale investito citati Fondi Interni è garantito, seppur detta garanzia è subordinata alla scadenza dei Fondi stessi.

Queste breve rassegna non può non destare dei dubbi. L'utilizzo del *nomen iuris* "assicurazione sulla vita" è, se non inesatto, sicuramente capzioso. Il dibattito dottrinale attorno alla natura di tali polizze ha dei riflessi diretti nelle scelte operate dai singoli contrenti che, sicuramente, è molto più tutelato da quando ciascun intermediario è obbligato a conformarsi agli obblighi sanciti dagli articoli 21, 22, 23 e ora anche 24-*bis*. Quel che non si può sapere è se l'investitore/assicuratore abbia esatta e piena consapevolezza dei rischi cui va incontro quando sottoscrive uno tra i contratti sopra citati.

Le polizze "pure" sono contratti di investimento a tutti gli effetti ma questo, i sottoscrittori, lo sanno?

---

<sup>153</sup> Per una disamina completa e approfondita della materia si veda (a cura di) A. PRINCIPE, *Le agenzie di rating. Atti del convegno, Salerno 8-9 novembre 2012*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2014; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012.

## II.2. I contratti finanziari derivati

### II.2.1 Le origini di una storia antica.

La storia dei derivati affonda le sue radici nell'antichità greca e romana. Ne parla Aristotele nel 580 a.C., il quale racconta che il filosofo Talete di Mileto acquistò dell'opzioni relative all'utilizzo dei frantoi di quella zona in un periodo in cui la domanda era piuttosto bassa. Talete fece la sua fortuna (economica) quando la richiesta per macinare le olive aumentò<sup>154</sup>. Anche i romani erano soliti commerciare utilizzando forme arcaiche di *futures*; esistevano dei mercati, chiamati *fora vendalia*, specializzati nella vendita di particolari produzioni agricole, che vi confluivano da ogni parte dell'Impero<sup>155</sup>. Solo nel Medioevo, però, si è assistito alla nascita di moderni mercati di *futures*, che si tenevano presso fiere stagionali, in particolare nella regione della *Champagne* in Francia. Tali mercati si svilupparono per venire incontro alle necessità degli agricoltori e dei mercanti; gli accordi che si stringevano in queste occasioni avevano per oggetto un raccolto futuro ed il principale obiettivo era quello di giungere ad un prezzo che fosse conveniente per entrambi al fine di eliminare il rischio relativo all'incertezza sul prezzo futuro del grano. È a Genova, nel 1164, che si stipula il primo contratto derivato tra un ente locale ed un istituto finanziario: il Comune vendeva le entrate fiscali future in cambio di un anticipo immediato. Nel 1600 ci fu l'ammissione alla negoziazione al *Royal Exchange* di Londra di contratti *forward*.

---

<sup>154</sup> « [...] siccome, povero com'era, gli rinfacciavano l'inutilità della filosofia, avendo previsto in base a calcoli astronomici un'abbondante raccolta di olive, ancora in pieno inverno, pur disponendo di poco denaro, si accaparrò tutti i frantoi di Mileto e di Chio, per una cifra irrisoria, dal momento che non ve n'era alcuna richiesta; quando giunse il tempo della raccolta, cercando in tanti urgentemente tutti i frantoi disponibili, egli li affittò al prezzo che volle imporre, raccogliendo così molte ricchezze e dimostrando che per i filosofi è molto facile arricchirsi, ma tuttavia non si preoccupano di questo», Aristotele, *Politica*.

<sup>155</sup> G.F. PERRY, *The post reform. Guide to derivatives and futures*, Hoboken, New Jersey, 2012.

La prima bolla speculativa della storia fu determinata proprio dai *futures*<sup>156</sup>. In Olanda, nella prima metà del XVII secolo, la domanda di tulipani era cresciuta molto ed il prezzo di un singolo bulbo era particolarmente alto. Il fiore, reso popolare dai turchi ottomani, causò una vera e propria frenesia botanico-finanziaria. I bulbi comuni venivano scambiati con beni di prima necessità, mentre gli ibridi più rari e pregiati raggiunsero ben presto quotazioni elevate; difatti, il bulbo più caro venne venduto a 6.000 fiorini a fronte di un reddito medio annuo *pro capite* di soli 150 fiorini. L'interesse, col passare del tempo, non dipese più dall'eleganza e dalla bellezza del fiore, ma dalla nascente consapevolezza che se ne poteva trarre profitto. Così, grandi mercanti e umili contadini si fecero contagiare da questa febbre dilagante e il mercato si gonfiò a dismisura fino a crollare. Alcuni commercianti iniziarono a vendere bulbi appena piantati o che sarebbero stati piantati dopo la conclusione dell'accordo, molti perirono a causa di una carestia e nel febbraio del 1637 i commercianti di tulipani iniziarono a vendere provocando un crollo dei prezzi. Alcuni avevano sottoscritto dei *futures* per comprare tulipani ad un costo almeno dieci volte maggiore rispetto al valore di mercato, mentre altri possedevano bulbi che valevano un decimo rispetto al valore originario<sup>157</sup>.

Solo a seguito della rivoluzione industriale, alla fine del diciottesimo secolo, si avvertì l'esigenza di standardizzare questo tipo di contratti. Fu per merito dei mercanti europei che ciò avvenne; questi, che si occupavano di importazioni dagli Stati Uniti, iniziarono a stipulare contratti sul cotone e sui grani detti "*to-arrive contract*"<sup>158</sup>.

---

<sup>156</sup> Data la ciclicità di dette bolle speculative, soventemente causate da derivati, gli storici e gli economisti hanno spesso utilizzato il motto coniato da Varone: *Homo bulla est*, per sottolineare la fragilità della natura umana che scatena questi fenomeni.

<sup>157</sup> M. DASH, *La febbre dei tulipani. La più grande crisi economica della storia*, Milano, 2009; G. BELLUCCI, *Critica del monetarismo e dei derivati del credito*, Roma, 2014, 22 ss.; E. CACHELLOR, *Un mondo di bolle. La speculazione finanziaria dalle origini alla «new economy»*, Roma, 2009, 17 ss.

<sup>158</sup> «[...] *merchants began to write to arrive contracts with their costumers. These contracts provided a vehicle for selling the grain before it arrived in the merchant's hands: they would specify a base price for each particular grade at a standard location to wich the relevant freight charges to the final destination wuold be added. By means of the arrive contract, the merchant was able to fix his selling price against his contracted buying price and lock in a more certain profit margin for his handling and agency services*». H. S. HOUTHAKKER, P. J. WILLIAMSON, *The economics of financial Markets*, Oxford, 1996, 233.

A partire dalla seconda metà del ventesimo secolo questi strumenti hanno conosciuto una notevole diffusione che è stata determinata da diversi fattori. *In primis* la fine, nel 1971, del sistema internazionale di cambi fissi per la caduta degli accordi di Bretton Woods, con il conseguente emergere del rischio di cambio<sup>159</sup>. *In secundis*, anche gli *shock* petroliferi del 1973 e del 1979 che determinarono improvvisi e forti aumenti del prezzo del petrolio causarono una parallela intensificazione del rischio di mercato, sia per le ampie oscillazioni dei prezzi, sia per i conseguenti effetti sull'inflazione<sup>160</sup>.

Da ultimo, la globalizzazione dei mercati e la contestuale introduzione di sofisticati sistemi di calcolo che consentono di elaborare più velocemente i complessi algoritmi che stanno alla base di ogni derivato. Si è giunti sino ad una vera e propria modellizzazione teorica per il calcolo del prezzo dei derivati, attraverso il lavoro di Black, Scholes e Merton<sup>161</sup>.

Tra il 1989-1992 i derivati si diffusero in modo rilevante arrivando ad una consistenza complessiva pari a 20.000 mld. di \$. Di poi, la cartolarizzazione<sup>162</sup> dei

---

<sup>159</sup> F. CESARANO, *Gli accordi di Bretton Woods: la costruzione di un ordine monetario internazionale*, Bari-Roma, 2001; G. RAVIOLO, *Da Bretton Woods ai mutui subprime*, Roma, 2009;

<sup>160</sup> D. BASOSI, *Finanza e petrolio*, Venezia, 2012; L. MAUGERI, *Petrolio*, Milano, 2001.

<sup>161</sup> C. OLDANI, *I derivati finanziari. Dalla Bibbia alla Enron*, Milano, 2009, 79; G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, 2011, 206; F. SACCOMANNI, *Nuove regole e mercati finanziari*, in *Bancaria*, 2009, 31.

<sup>162</sup> In materia di cartolarizzazione si vedano P. FERRO LUZZI, *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti costruttivi*, in *Bancaria*, 2001, I, 24 ss; C. RUCELLAI, *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in *Giur. Comm.*, 2012, 371 ss. «*Il fenomeno della cartolarizzazione può essere inserito all'interno della progressiva crescita dei circuiti diretti di trasferimento dei fondi, che si rileva nell'aumento delle emissioni di valori mobiliari rispetto al totale delle attività finanziarie. (...) Come è noto la cartolarizzazione (o securitisation) è un'operazione di finanza strutturata che consiste nella cessione dei crediti (o di altre attività finanziarie) non negoziabili da parte di un originator a una società qualificata (lo Special Purpose Vehicle, di seguito SVP), la quale provvede alla conversione di tali crediti (o attività) in titoli negoziabili su un mercato secondario (notes o Asset Backed Securities, d'ora in poi ABS). Il meccanismo di base è piuttosto semplice; un'istituzione vende un portafoglio di attività a un veicolo finanziario, che per finanziare l'acquisto raccoglie fondi sul mercato dei capitali attraverso l'emissione di titoli. La caratteristica principale dell'operazione è che i flussi finanziari per il pagamento agli investitori in ABS sono assicurati dai flussi finanziari di incasso relativi agli attivi ceduti. L'obiettivo della struttura giuridica dell'intera operazione è fare in modo che il soddisfacimento dei sottoscrittori dei titoli sia assicurato dall'impegno dei debitori originali. La cartolarizzazione si differenzia dalla semplice cessione dei crediti per lo stretto rapporto che unisce gli attivi ceduti ai titoli emessi, e quindi per il collegamento tra i debitori originari e gli investitori in ABS» C. GIANNOTTI, *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Roma, 2005, 15. Di poi è estremamente interessante la riflessione di seguito riportata che permette di riflettere sul modo di intendere il concetto di credito, di ricchezza attualmente: «*Fenomeno, questo della cartolarizzazione, che contribuisce a enfatizzare la moderna**

derivati ha giocato un ruolo significativo anche nella crisi finanziaria del 2008. Occorre precisare che i mutui *sub prime* e i derivati si sono innestati in un sistema che, dal crollo delle condizioni poste dall'accordo di Bretton Woods, con l'abrogazione del Glass Steagall Act, che imponeva la netta cesura tra banche di investimento e banche commerciali, si è teso verso una crescita inarrestabile dell'economia finanziaria, al fine di mantenere standard di sviluppo sempre più elevati<sup>163</sup>. Ciò che accade, dopo l'abrogazione di detto "pilastro" normativo, può

---

*concezione del credito come entità patrimoniale attiva in quanto cedibile, perché sfrutta in termini particolarmente intensi la idoneità del credito a circolare direttamente ed insieme la sua peculiarità di farlo in modo indiretto, mediante la circolazione del documento che lo rappresenta. Si tratta, pertanto, di un meccanismo capace di influire in misura molto consistente sullo sviluppo per sistema economico, sia per il fatto che consente di fornire al soggetto titolare dei crediti liquidità utile per finanziare nuove attività, sia perché realizza tale risultato anche mediante la creazione e la immissione sul mercato di titoli che, come è noto, rappresentano per loro natura uno strumento di più intenso sfruttamento della ricchezza, in quanto ne potenziano la circolazione rispetto a quella che avvenga sulla base delle norme comuni in tema di cessione di crediti. La moderna tendenza ad anticipare l'utilizzazione della ricchezza attraverso l'impiego di meccanismi contrattuali che dispongono non del diritto immediato sul bene ma della situazione antecedente o strumentale rispetto ad esso, quella della pretesa giuridica al conseguimento di un bene o, addirittura, quella ancora precedente della previsione di acquistare in futuro la pretesa giuridica al suo conseguimento come accade come quando si disponga di situazioni creditorie di cui non si sia ancora titolare, si coniuga, quindi, nella struttura della cartolarizzazione, con l'intento di favorire la circolazione di questo tipo di ricchezza mediante la rimozione di ogni possibile ostacolo al suo trasferimento. (...) Alla base di questa invenzione vi sono, come si è detto, il riconoscimento sempre più marcato di un valore economico attuale della ricchezza futura, cioè di un suo valore di scambio.» L. CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI. R. LENER, Torino, 2010, 1575-1576 s.*

<sup>163</sup> «È diffuso il convincimento che l'origine degli squilibri intervenuti nei mercati derivi da una molteplicità di fattori che introducono elementi di incertezza nei sistemi finanziari, alterando il corso degli eventi. A fronte di ciò si va consolidando l'opinione secondo cui bisogna risalire all'interazione tra politica e economia e, in particolare alla volontà della prima di utilizzare elevati livelli di finanziarizzazione della seconda per evitare gli effetti connessi ad una inversione del ciclo, fino a quel momento positivo. La bufera finanziaria verificatasi a seguito della facile concessione di mutui *sub prime* e l'esplosione del fenomeno dei derivati (con le sue ovvie degenerazioni) identificherebbero, dunque, l'effetto negativo di una politica protesa verso un'inarrestabile crescita, le cui criticità sono peraltro risalenti nel tempo. (...) La globalizzazione, il carattere bancocentrico dei sistemi finanziari, la presenza sui mercati di ingenti quantitativi di titoli tossici, la mancanza di adeguati presidi regolamentari, oltre che di solide strutture di vigilanza, avrebbero poi consentito che si determinasse un effetto domino che ha fatto propagare la crisi a tutti i paesi del pianeta, viepiù evidenziando le difficoltà di un capitalismo che non riesce a superare taluni suoi limiti intrinseci.» F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto: 1929/2009. Il caso Italiano*, Padova, 2009, 37 s. Quando scoppia la bolla immobiliare, crolla il valore delle case e con loro quello dei titoli derivati garantiti da mutui. Cresce l'insolvenza delle famiglie americane, che supera la soglia del 40% nel 2009, cresce anche il numero dei pignoramenti, generando così una diminuzione dei prezzi abitativi e del valore stesso degli immobili. Ciò determina il deprezzamento dei titoli cartolarizzati inserendo così l'ultimo tassello di un puzzle che svela un disegno dai contorni "apocalittici". L'universalità della crisi è stata determinata dal fatto che, attraverso il sistema delle cartolarizzazioni, i titoli tossici sono riusciti a infettare il mercato mondiale. L'operazione di spaccettamento/impacchettamento dei mutui aveva reso estremamente difficoltosa l'individuazione dei prodotti tossici e del loro spazio

essere efficacemente rappresentata prendendo in prestito la brillante allegoria utilizzata da Massimo Severo Giannini nella Prefazione italiana al testo di Georges Burdeau, laddove evoca le basiliche pagane trasformate in cristiane: edifici costruiti per scopi commerciali che mantengono la medesima struttura ma viene loro assegnato uno scopo nuovo, quello di culto. Allo stesso modo, i tradizionali istituti degli scambi commerciali e monetari internazionali vengono ad assumere funzioni inedite nel mondo della globalizzazione.

Nel dicembre 2010 il valore complessivo delle attività sottostanti i derivati ammontava a circa 670.000 mld. di \$, di cui 601.048 per derivati *Over The Counter* (OTC), con prevalenza tra questi degli Interest Rate Swaps (IRS) per un ammontare pari a 364.378 mld. di \$<sup>164</sup>. In Italia il valore nozionale dei contratti derivati è significativamente inferiore, in rapporto al PIL, alla media globale (quattro volte il prodotto, contro otto a livello globale) e si è contratto di circa un quarto tra la fine del 2008 e dicembre 2014<sup>165</sup>. Secondo la Bis (*Bank for International Settlements*), attualmente il valore lordo di mercato dei derivati vale circa 15mila miliardi: il 3 per cento circa del corrispondente valore nozionale, una cifra pari a un quinto del Pil globale<sup>166</sup>.

---

nel bilancio degli operatori del mercato. Il primo segnale della crisi è il collasso di due fondi speculativi (meglio noti come *hedge funds*) di Bear Stearns, che, originata dal segmento dei mutui *subprime*, investirà, in rapida successione le agenzie semi-governative Freddie Mac e Fannie Mae, dotate di capitale pubblico per servizi di housing sociale e i conglomerati finanziari come Lehman Brothers e Merrill Lynch. Sul tema si veda *ex multis*, G. PRESTI, *Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 2010, 208 ss; G. CARRIERO, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, XXIII, 2009, 2005; M. RISPOLI FARINA, *La crisi dei mercati finanziari e la riforma dei sistemi di vigilanza. Europa e Usa in bilico tra politiche di salvataggio e prospettive effettive di riforma*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, 1127 ss.

<sup>164</sup> Informazione tratta al sito della CONSOB <http://www.consob.it/web/investor-education/l-uso-dei-derivati-finanziari>.

<sup>165</sup> Commissione VI Finanze, *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, Camera dei Deputati, Roma, 15 settembre 2015.

<sup>166</sup> [http://www.bis.org/statistics/d5\\_1.pdf](http://www.bis.org/statistics/d5_1.pdf)

## II.2.2 Alla ricerca di una definizione<sup>167</sup>

Declinare al plurale il termine è una scelta imposta dal fatto che, per comprendere la natura del “derivato”, occorre partire da un approccio analitico, esaminando i singoli regolamenti contrattuali. Con ciò non si vuole affermare che manchi, del tutto, un collegamento tra detti prodotti finanziari<sup>168</sup>. Forse, più correttamente, si ritiene che, così come avviene per tutti i contratti che hanno dei punti di contatto con il mercato finanziario, questi possano subire delle variazioni in ragione dei mutamenti sociali ed economici che hanno riflessi diretti sui mercati, soprattutto su quelli finanziari. È d’uso dividere (almeno) in tre gruppi i contratti derivati<sup>169</sup>: i *futures*, gli *options* e gli *swaps*. Ad ogni modo, se si volesse provare a fornire una definizione omnicomprensiva -per quanto possibile- si potrebbe utilizzare la nozione enucleata dalla Banca d’Italia<sup>170</sup>; difatti, a parere dell’Autorità i derivati sono quei contratti: “*che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli,*

---

<sup>167</sup>Il titolo del paragrafo è mutuato da titolo del volume di Carlo Angelici, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016.

<sup>168</sup> Il tema è ampiamente discusso. In dottrina è stato E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati*, ne, in *Il Testo Unico della Finanza*, M. FRATINI-G. GASPARRI (a cura di), Torino, 2012, pagg. 29 il primo a comprendere che sono essenzialmente due le teorie che si confrontano sul tema: una teoria che qualifica i contratti derivati come una categoria unitaria, rappresentata dagli studi offerti da E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, 244 ss., che tende a ricostruire tutta la categoria inquadrandola all’interno della matrice unitaria del fenomeno dei contratti con scambi differenziali, sul punto si veda A. COURET- H. LE NABASQUE, *Droit financier*, Paris, 2008; A. GAUDEMET, *Les dérivés*, Paris, 2010. Al contrario, secondo la teoria “anti-unitaria”, non potrebbe esistere un “*genus*” comune all’interno del quale far confluire tutti i contratti derivati, dal momento che sono profondamente eterogenei tra loro; sul punto si veda F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 53 ss.; C. ANGELICI, *Alla ricerca del “derivato”*, Milano, 2016, 7 ss.

<sup>169</sup> Parte della dottrina, nello specifico si tratta di E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2012, mette in guardia da certi errori interpretativi frutto di un approccio di tipo sociologico o linguistico al tema. È errato cercare il minimo comun denominatore che connette dette figure tra loro eterogenee. L’attività interpretativa deve essere condotta su un piano giuridico. L’analisi dell’A. muove dal fatto che, trattandosi di una *species* degli strumenti finanziari, ai derivati debbano applicarsi tutte le regole relative alla “riserva di attività” riconosciuta in capo alle banche o agli intermediari finanziari. Di poi, non si applica la disciplina del gioco o della scommessa.

<sup>170</sup> Il legislatore continua ad astenersi dal fornire una definizione generale, adoperando – si vedrà di seguito, una tecnica di tipo enumerativo. La tecnica legislativa adoperata dipende dal fatto che l’origine della normativa sia comunitaria. Sul punto si veda C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 12.

*valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc. Il loro valore deriva da quello degli elementi sottostanti*<sup>171</sup>».

È nota, altresì, l'estrema varietà di dati o di eventi su cui poggia metaforicamente il c.d. sottostante o *underlying asset*- il derivato. Il sottostante può sostanziarsi in qualsiasi attività ovvero in un qualsiasi evento osservabile oggettivamente nel futuro. L'oggetto del contratto derivato non è rappresentato dal valore del sottostante ma dal differenziale del valore che l'*underlying asset* assumerà in futuro. Potrebbe dunque affermarsi che il rischio identifica l'oggetto del contratto, per cui è possibile definire i derivati come contratti in cui si attribuisce un prezzo al rischio<sup>172</sup>.

Alla base di detto contratto vi possono essere delle *commodities*, si tratta di merci tra le più varie nonché di qualsiasi bene che possa essere oggetto di scambio e si dividono in due categorie: *hard commodities* (materie prime, metalli preziosi, prodotti chimici) e *soft commodities* (caffè, cotone, zucchero, *etc*)<sup>173</sup>. Di poi, vi sono

---

<sup>171</sup> Banca d'Italia, circolari 29 marzo 1988, n. 4 e 21 aprile 1999, n. 229. A questa si potrebbe accostare anche un'altra definizione, quella enucleata dalla letteratura anglosassone, che sottolinea che la complessità di detti prodotti si individua nella determinazione contrattuale di «*flusso di cassa basato su un sottostante o specifico asset, valore mobiliare, tasso o indice*», L.M: RAITI, The derivative Products company, in AA. VV., The Handbook of Derivatives and synthetics, (a cura di) R.A. KLEIN, Cambridge, 1994, 212. La prima definizione di contratto derivato elaborata dalla dottrina si riferiva non già al derivato finanziario, ma al fenomeno del subcontratto. Cfr. *ex multis* F. MESSINEO, voce *Contratto derivato – Subcontratto*, in Enc. dir., X, Milano, 1962, p. 80 ss.: «*Si ha contratto derivato, quando, da un contratto già perfezionato (detto, anche, contratto-base, o contratto principale, o contratto-padre), discende e dipende un altro, concluso separatamente e che si individua e contrappone, di fronte al primo. Esso si caratterizza per avere il medesimo (o analogo) contenuto economico e per essere informato al medesimo tipo di causa del contratto-padre: donde, il nome di contratto-figlio o sub-contratto*».

<sup>172</sup> M. PELLEGRINI, Financial derivatives. Regulation and disputes, in the Italian legal order. Law and economics yearly review, 2013, 373 ss

<sup>173</sup> I Derivati su merci, detti anche *Commodities Derivatives*, sono previsti dall'art. 1, comma 2°, lett. e, f, g, del T.u.F e sono: 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

i Derivati finanziari hanno un sottostante rappresentato da entità tipicamente finanziarie: valuta, tassi di interesse o indici finanziari<sup>174</sup>. L'ultimo insieme è rappresentato da tutti gli altri derivati che non hanno alla loro base né attività finanziarie né merci. Si conoscono diverse tipologie e possono assumere le caratteristiche più svariate<sup>175</sup>: i *Credit Derivatives*, che trasferiscono il rischio di credito; i contratti finanziari differenziali; i derivati 'esotici', che hanno come sottostante variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione, statistiche economiche ufficiali<sup>176</sup>.

---

eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini;

<sup>174</sup> I Derivati finanziari, detti anche *Financial Derivatives*, sono previsti dall'art. 1, comma 2°, lett. d, del T.u.F e sono: 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.

<sup>175</sup> Sono indicati all' art. 1, comma 2°, lett. h, i, j, del T.u.F. e sono: 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 consegua 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. Di poi, ai sensi del comma 2 *bis* vi sono: a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine; b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera j), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine.

<sup>176</sup> Estremamente evocativa l'immagine che apre l'articolo di Eugenio Barcellona, il quale paragona il T.u.F. all'eroe omerico Ettore che riappare in sogno all'Enea nell'Eneide di Virgilio. Non è più il glorioso guerriero di un tempo, la sua immagine è quella di un uomo sanguinante e morente. Enea, incredulo e sorpreso, pronuncia le seguenti parole: «*ei mihi, qualiserat quantum mutatus ab illo Hectore?*». Lo stesso stupore pervade il giurista che legge le disposizioni del T.u.F., che hanno perso di "astrazione", il legislatore non identifica più una fattispecie, si preoccupa, piuttosto, di enucleare regole molto più simili ad elenchi, che non a delle vere e proprie definizioni. L'A. afferma che: «*il nuovo testo dell'art. 1 t.u.f. contiene una "definizione" di strumenti finanziari derivati, (comma terzo) che, a sua volta, poggia sulla "aggregazione" fra, da una parte, la definizione (ma sarebbe meglio dire un po' spregiativamente, "elencazione" di una serie di "contratti derivati" (quelli di cui alle lett. d), e), f), g), h), i) e j) del secondo comma) e, dall'altra parte, la definizione di una certa species di valori mobiliari (quelli di cui alla lettera d) del comma primo-bis) e cioè quelli che, su base cartolare, incorporano un derivato. Siamo, quindi, nel campo delle norme puramente*

Occorre, altresì, rilevare che i contratti finanziari derivati rappresentano un *species* del più ampio *genus* degli strumenti finanziari indicati dal secondo comma del primo articolo del T.u.F., pertanto, ai sensi di quanto disposto dall'articolo 18 del T.u.F., l'esercizio professionale nei confronti del pubblico di servizi e attività di investimento è rimesso, esclusivamente, alle imprese di investimento e alle banche. All'attività espletata da questi si applicano, anche quando ha ad oggetto contratti finanziari derivati, le regole indicate dagli artt. 21 ss. (obblighi di comportamento etc.)<sup>177</sup>.

L'elenco, come si è detto, non è esaustivo, basti pensare al fatto che non vengono contemplate le c.d. opzioni esotiche e strumenti negoziati OTC di cui si dirà in seguito. 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*)<sup>178</sup> la speculazione (negoiazione, trading) e l'arbitraggio.

Di poi, occorre precisare che stando a quanto disposto dall'art. 18, comma 5, lett. a), «*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*»<sup>179</sup>.

---

*definitorie che nulla dicono "a cosa servono" e cioè in quale funzione e a quale "precepto" o "comando" siano dettate.*». E. BARCELLONA, *op. ult.cit.*, 541 s.

<sup>177</sup> E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, 543 s.

<sup>178</sup> Che potrebbe essere definita come la funzione originaria dei contratti in questione.

<sup>179</sup> A seguito del recepimento della direttiva MiFID I (d.lgs. n. 164 del 2007) è stata eliminata la previsione, contenuta nel cd. Decreto "Eurosime" (d.lg n. 415 del 1996 n. 415 che ha recepito la direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993) 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). La riforma del 2007 ha avuto un influsso notevole; se si analizza con attenzione la portata di entrambi gli articoli, si comprende come nella formulazione -lungimirante – dettata dal decreto Eurosime, era il legislatore a individuare il derivato; la norma si imponeva - "metaforicamente" - sul mercato individuando le caratteristiche concorrenti a "formare" il contratto derivato. Stando all'attuale formulazione si assiste ad un ribaltamento dei ruoli; è il mercato che diventa "forza propulsiva" e impone al legislatore nuovi modelli contrattuali.

Al fine di comprendere qual è l'impianto legislativo della materia, occorre considerare l'esonero, disposto dal quinto comma dell'art. 23<sup>180</sup> del T.u.F., dalla disciplina del gioco e della scommessa, ex art. 1933 del Codice Civile, laddove una parte del contratto sia un'impresa di investimento o una banca. L'intento del legislatore è stato quello di fugare ogni possibile dubbio in merito all'efficacia vincolante dei contratti finanziari derivati. La dottrina ha riflettuto sulla portata di tale esenzione: il legislatore ha voluto riconoscere, *expressis verbis*, che tali fattispecie negoziali sono "meritevoli di tutela"<sup>181</sup>.

---

<sup>180</sup> Art. 23 T.u.F., quinto comma: *Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, letteraa), non si applica l'articolo 1933 del codice civile.* Comma così modificato dall'art. 4 del d.lgs. n. 164 del 17.9.2007

<sup>181</sup> La disposizione codicistica prevede che la pretesa derivante dal gioco o dalla scommessa non possa essere fatta valere nei confronti del perdente. Ciò in virtù del fatto che, come è noto, non si tratta di un dovere giuridico, e come tale coercibile, ma è piuttosto un'obbligazione naturale. Tuttavia, il soccombente non può ripetere quel che, come recita la disposizione, ha spontaneamente pagato. Ciò non vale se vi è stata frode o se il pagante è un incapace. Non sono mancate le riflessioni della dottrina in merito a detta eccezione, che è stata qualificata come necessaria dato il "caos" che si creerebbe se, ad esempio, non fosse possibile procedere all'esecuzione degli *swap*, in merito si veda G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 181 ss.. Di poi vi è chi osserva che il ruolo rivestito dall'intermediario è socialmente rilevante poiché contribuisce allo sviluppo del mercato; se così è, gli accordi stipulati nell'ambito dell'attività di intermediazione sono sempre da considerare meritevoli di tutela ed in questo senso, è possibile un'analogia con l'art. 1935 c.c. che disciplina le scommesse autorizzate, cfr. M. ANGERETTI, *Swap transactions ed eccezione di gioco*, in *Giur. it.*, 1996, 57; articolata la tesi di F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in questa *Giur. Comm.*, 1996, I, 597 ss., che critica la qualificazione dello *swap* come scommessa, sia per le incertezze sistematiche nel mercato finanziario, sia perché si aprirebbe la strada a "moralismi" determinati dall'indagine circa le intenzioni dei soggetti, sia, infine, perché "*l'eventuale intento speculativo è irrilevante, rectius, quale caratteristica essenziale dei contratti di borsa, passa in secondo piano rispetto alla funzione economico-sociale di investimento finanziario*"; P. COSSU, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 169; E. GIRINO, *op. ult. cit.*, Milano, 2010, 244 ss.; E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, 545 ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 181 ss. Sempre in un'ottica "macro economica" si è anche aggiunto che la contrattazione di strumenti finanziari derivati sul c.d. mercato finanziario secondario è utile per comprendere l'andamento del mercato e ciò ne aumenta l'efficienza. D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 176, tesi che sembra confermata da A. LEVITT, Chairman della SEC, che afferma: "*We must avoid the temptation to demonize derivatives, which are a vital tool in modern financial markets. They are so useful in managing risk that if they didn't exist, we would surely have to invent them*" in *Remarks by Arthur Levitt Chairman, U.S. Securities & Exchange Commission "Derivatives Use in the 1990s" IDB/ISDA Conference*, Washington, D.C. - November 9, 1995 sul sito [www.sec.gov](http://www.sec.gov). In Italia, questa tesi era stata sostenuta in un lodo arbitrale di diversi lustri fa, nel quale si osservava come lo *swap* è "[...] produttivo di nuova ricchezza e perciò estraneo al gioco e alla scommessa che si limitano a trasferire da un contraente all'altro una ricchezza già esistente, con una alea esterna e incontrollabile e cioè, con un rischio non connesso ad alcuna valutazione di convenienza", lodo arbitrale del 19/7/1996, in *Riv.*

Prima di procedere, è necessario, però, delineare i tratti comuni a ciascun contratto derivato. Innanzitutto, occorre precisare che vanno ricompresi nel novero dei contratti ad esecuzione differita. Essi assumono sempre a riferimento una grandezza economica, sia essa reale od astratta; oggetto della negoziazione – come si è già detto- 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.

Inoltre, i derivati possono rispondere ad una finalità di *hedging*, ci si riferisce alla possibilità attraverso il derivato di proteggere il contraente da taluni, potenziali, rischi o comunque ridurre gli stessi; di *trading*, al fine di realizzare un lucro in assenza di posizioni sottostanti da coprire; di *arbitrage*, in questo caso l'operazione in derivati è combinata ad una o più operazioni sul sottostante al fine di lucrare sulle eventuali differenze di valorizzazione (disarmonie temporanee) sui diversi mercati<sup>182</sup>. Di poi, gli strumenti derivati possono essere scambiati sia su mercati regolamentati che su mercati *over the counter* (OTC)<sup>183</sup>.

---

*dir. priv.*, 1997, 559 ss., spec. 572, con nota di G. CAPALDO, *Contratti di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 587 ss.; in quest'ottica, “può dirsi pertanto che il contratto di swap, al contrario delle scommesse, produce ricchezza e rientra comunque, ossia a prescindere dai “motivi” che i singoli contraenti intendano perseguire nell'area del “lavoro, piuttosto che in quella del passatempo” v. D. PREITE, *op. cit.*, 174.

<sup>182</sup> U. PATRONI GRIFFI, *I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso*, in *Riv. dir. banc.*, 2012.

<sup>183</sup> <http://www.consob.it/web/investor-education/i-derivati>; M. PELLEGRINI, *op. ult. cit.*, 373 ss.

### II.2.2.1 I contratti a termine: *forward* e *futures*

Le principali tipologie di contratti a termine sono i contratti *forward* ed i contratti *futures* e si differenziano essenzialmente per il mercato in cui vengono scambiate. I *futures*<sup>184</sup> sono contratti negoziati in borsa e vengono anche definiti come contratti finanziari a termine standardizzati<sup>185</sup>. Difatti, il contenuto è predeterminato e le parti possono esprimersi unicamente con riguardo al prezzo ma, occorre dire, che è suscettibile di svariate applicazioni. L'organizzazione del mercato entro il quale la negoziazione avviene prevede poi un particolare organo, che è la Cassa di compensazione e garanzia, che è la controparte in tutti i contratti, al fine di garantire a ciascun operatore la garanzia della corretta esecuzione<sup>186</sup>.

---

<sup>184</sup> Qualificati, insieme agli *options* e agli *swaps* tra i “derivati sintetici”; di poi, sono dei derivati con struttura relativamente semplice, per tale ragione sono anche noti come *plain vanilla*, si veda E. GIRINO, *op. ult. cit.*, 54 ss. Si precisa che per *plain vanilla*, si intendono quei prodotti caratterizzati da una certa semplicità delle opzioni che danno contenuto ai contratti derivati in esame. Va da sé che le composite modalità in cui tali contratti derivati si dispiegano devono consentire all'interprete di ricondurre le varieghe opzioni negoziali ad un unico intento decisionale (i.e. la causa di copertura) e, dunque, all'unitarietà del *synthetic debt*. Sul punto si veda, F. AUTELITANO, *Contratti derivati e collegamento negoziale*, in *I Contratti*, 2012, pp. 905 ss. Mentre, sulla “semplicità” del *plain vanilla*, di seguito si riportano due considerazioni della dottrina straniera che pongono l'accento sulla constatazione relativa al fatto che non ogni derivato è caratterizzato da struttura, oggetto, clausole difficilmente comprensibili, si veda C. L. CULP, *Risk Transfer: Derivatives in Theory and Practice*, New York, 2004, 23: «*Many portrayals of derivatives characterize them as excessively complex by-products of modern financial system to unjustified systemic risk. These portrayals are misleading. Derivatives are hardly novel and are usually remarkably simple*» e E. J. SWAN, *Building the Global Market. A 4000 Year History of Derivatives* Londra, 2000, 17, nt. 74 «*There is much publicity about the complexity of derivatives and the need for “rocket scientist” to unravel them. This is something of a red herring. Promises can be as complex as one wishes to make them, and can consist of many component parts*».

<sup>185</sup> «Lo specifico rilievo che la standardizzazione del contratto assume con riguardo al mercato dei *futures* non incide sulla connotazione causale che è a fondamento di esso. Per vero, l'uniformità, come è stato osservato è correlata alla corrispondenza del testo contrattuale al modello determinato dalla Consob ai sensi dell'art. 23, comma 2°, lett. d) [...] L'importanza ascrivibile alla uniformità in tali contratti va individuata nella possibilità, che essa consente, di effettuarne lo scambio con altri del medesimo periodo.» F. CAPRIGLIONE, *Varietà di prodotti “derivati”: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, 373.

<sup>186</sup> In Italia una prima ed organica disciplina del mercato dei *futures* è contenuta nella l. 2.1.1991, n. 1, cui hanno fatto seguito, dapprima (febbraio 1992) la regolazione sulla negoziazione dei contratti a termine sui titoli di stato e su indici di borsa, poi (nel novembre 1994) il «Regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori per la negoziazione dei contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari o ad indici su tali valori mobiliari»; i

Il legislatore omette di definire il contratto in questione; di maggiore aiuto è l'art. 4.7.1 del regolamento di Borsa Italiana: per contratto *futures* si intende uno strumento finanziario «con il quale le parti si impegnano a scambiarsi alla scadenza un certo quantitativo dell'attività sottostante a un prezzo prestabilito. La liquidazione a scadenza del contratto può altresì avvenire mediante lo scambio di una somma di denaro determinata come differenza tra il prezzo di conclusione del contratto e il suo prezzo di liquidazione». Il *future* è, originariamente, una compravendita differita, con la quale una parte si obbliga a consegnare o a ritirare in una borsa ufficiale una data quantità di materie prime, prodotti agricoli o di altri beni, ad una determinata scadenza preventivamente convenuta<sup>187</sup>. L'evoluzione dei mercati finanziari ha inciso fin nella "genetica" del prodotto qui analizzato; difatti sono stati introdotti i c.d. *financial futures*, che si caratterizzano e distinguono dai *futures* per il loro oggetto, consistente non già in merci, bensì in strumenti finanziari, o in titoli di credito, o in indici di mercato.

Il *forward* è un contratto che si differenzia dal *futures* per via del fatto che viene scambiato sui mercati non regolamentati (OTC) e non sono predisposti in clausole standard.

### II.2.2.2 I Derivati OTC

I derivati commerciati nei mercati organizzati riflettono le logiche nel mercato in cui sono collocati ed il prezzo e, in termini più generali, le condizioni dell'operazione sfuggono alla contrattazione individuale delle parti, che li assumono come un dato<sup>188</sup>. La caratteristica che qualifica i derivati *over the counter* è determinata dal fatto che questi vengono negoziati su mercati non regolamentati e, almeno sotto il profilo teorico, sfuggono alle regole cui si è fatto cenno poc'anzi. Difatti, non soggiacciono al controllo istituzionale sull'adeguatezza del bene e sulla trasparenza della formazione del suo prezzo, funzione esercitata nel mondo

---

*futures*, infine, sono stati annoverati tra i c.d. «strumenti finanziari» (concetto sostitutivo di «valore mobiliare») dal d.lgs. n. 415/1996.

<sup>187</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 255; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1996, 235; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993, 265.

<sup>188</sup> C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 170 s.

finanziario delle borse ufficiali. La presenza di clausole complesse rende spesso difficoltosa la valutazione del profilo di rischio-rendimento e il *pricing* dei contratti. L'assenza di una controparte centrale- cui di norma si affida il compito (anche) di garantire il buon fine delle operazioni, normalmente presente nei mercati regolamentati di strumenti derivati- comporta per gli operatori l'assunzione di elevati rischi di controparte e implica l'assenza di un meccanismo pubblico e trasparente di valorizzazione giornaliera del valore di mercato (cosiddetto *marking to market*)<sup>189</sup>. 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. Di norma, soprattutto al fine di assecondare le esigenze degli investitori professionali, si fa ricorso al modello negoziale del contratto-quadro o *master agreement*<sup>190</sup>.

---

<sup>189</sup> Audizione del DG della Consob Massimo Tezzon, *Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati*, VI Commissione "Finanze" della Camera dei Deputati, 30 ottobre 2007

<sup>190</sup> Dal contratto quadro, noto anche come contratto di intermediazione finanziaria, derivano obblighi e diritti reciproci per l'intermediario e per il cliente. I pareri, in dottrina e giurisprudenza, non sono unanimi nell'individuare lo schema giuridico a cui farebbe riferimento. Vi è chi sostiene che si tratti di un contratto normativo, di un accordo che ha come oggetto la disciplina di futuri, singoli contratti. I contraenti, sottoscrivendolo, intendono regolamentare i loro futuri rapporti attraverso il perfezionamento di singoli atti esecutivi negoziali. Gli ordini di negoziazione hanno valore negoziale, sono dei contratti a tutti gli effetti e non mere istruzioni, sul punto si veda CASS., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e responsabilità*, 2009, 503; F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, 1 s. Diversamente, vi è chi sostiene che si tratti di una fattispecie a formazione progressiva composta da due livelli: il primo rappresentato dal contratto quadro, il secondo dai singoli ordini, sul punto si veda APP. GENOVA, 30 giugno 2006, n. 740, in *Giur. di mer.*, 2007, 1910. La tesi maggioritaria sostiene che il contratto quadro debba essere qualificato come un contratto di mandato conferito all'intermediario finanziario. La dottrina che supporta tale impostazione ritiene che il fulcro dell'operazione negoziale sia costituito, essenzialmente, dal contratto di intermediazione. Le singole transazioni sui valori mobiliari sono considerate degli atti esecutivi di un'operazione negoziale complessa che trova la propria genesi nel mandato conferito dall'investitore all'intermediario, perché operi, per suo conto, nel mercato finanziario, si veda F. GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria*, a cura di F. GALGANO e F. A. ROVERSI MONACO, *Le nuove regole del mercato finanziario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, 2009, 236 ss. In maniera ancor più dettagliata, parte della dottrina ha affermato che i singoli ordini devono essere considerati «*meri atti di specificazione delle prestazioni oggetto di contratto quadro stipulato tra le parti*», A. DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005, 1286. Anche la Corte di Cassazione ha adottato tale soluzione, difatti il contratto di intermediazione viene accostato alla figura del mandato; per cui, sicuramente vi è reciprocità negli obblighi ma, altrettanto sicuramente, «*le operazioni successive sono il momento attuativo del precedente contratto*» CASS. CIV., SS. UU., 19 dicembre 2007, n. 26724; CASS. CIVILE, SS. UU., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *I Contratti*, 2008, n. 3, 221 ss.

### II.2.2.2.1 Gli swaps

Lo *swap* (dall'inglese "baratto" ed è l'unico caso in cui lo stesso legislatore del T.u.F. preferisce non tradurre in italiano l'espressione inglese) è quel contratto per il tramite del quale le parti – di norma una banca o impresa di investimento e un operatore economico- scambiano, a scadenze prestabilite, una posizione finanziaria con un rendimento a tasso fisso, con una posizione finanziaria con un rendimento a tasso variabile<sup>191</sup>. Non solo il T.u.F., ma nemmeno il regolamento di Borsa Italiana, contiene una definizione di «contratto di *swap*». Lo *swap* tradizionale è l'*interest rate swap*<sup>192</sup>.

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. I contratti di *swap* sono contratti di scambio che possono avere a oggetto diversi beni. Oggetti tipici dei contratti di *swap* sono le merci (*commodity swap*), i tassi d'interesse (*interest rate swap*) e le valute (*currency swap*). La Corte di Cassazione ha avuto più occasioni di occuparsi del contratto di *swap*. In una

---

<sup>191</sup> Sotto il profilo giuridico, da tempo la dottrina e la giurisprudenza hanno riconosciuto la natura di strumento finanziario ai contratti di *swap*; per un approfondimento sulla logica posta alla base di tale inquadramento si rinvia al commento di F. CAPRIGLIONE, *Gli swap come valori mobiliari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1991, I, 792 ss; in giurisprudenza, tra le prime e più rilevanti pronunce, si veda CASS., 14 novembre 1997, n. 11279. Tale natura, come è noto, è stata successivamente confermata dal testo unico della finanza. Di poi si vedano, altresì, anche ulteriori contributi da parte della dottrina, *ex multis* E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 633; A. PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2228; E. GIRINO, *Opzioni sintetiche*, in *Amm. fin.*, 1993, 836. a

<sup>192</sup> Un'interessante analisi, che ha alla base una pronuncia che dell'*High Court of Justice* che ha ad oggetto un *interest rate swap* stipulato da un Comune italiano nella forma *plain vanilla*, è quella di V. LEMMA, *What's better than "plain vanilla"?* (*nulla, se essa è alla base della correttezza operativa*), *Riv. trim. dir. dell'econ.*, 2014, 190 ss. Di poi, occorre precisare che sotto il profilo strettamente civilistico, l'*interest rate swap* corrisponde perfettamente all'accollo interno: si tratta dell'intersecazione di due contratti di accollo con cui ciascuna parte assume il debito di interesse dell'altra, con l'intesa di procedere alla liquidazione esclusivamente del differenziale.

sentenza del 2005, ad esempio, il contratto di *swap* è stato definito come quel contratto aleatorio con cui le parti si obbligano reciprocamente all'esecuzione, l'una nei confronti dell'altra, alla scadenza di un termine prestabilito di una prestazione pecuniaria il cui ammontare è determinato da un evento incerto<sup>193</sup>. In una sentenza del 2001 il contratto di *swap* è stato definito come quel contratto in cui due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi d'interesse o di cambio) a un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netto, in forza di compensazione<sup>194</sup>. Gli *swaps* vengono negoziati su mercati non regolamentati e, in virtù di detta circostanza, presentano un basso grado di standardizzazione.

### **II.2.2.3 Gli options**

L'*option* è il contratto col quale una parte, pagando un premio, si riserva la facoltà di acquistare (*call*) o di vendere (*put*) una certa quantità di beni o di altri diritti, a un prezzo prefissato (*strike price*).

Alla parte beneficiaria dell'opzione viene riconosciuta la facoltà di procedere alla stipula del contratto di acquisto o di vendita del fondamentale alla scadenza, ovvero di rinunziarvi<sup>195</sup>. Esistono diverse categorie di *options*, tra cui, ad esempio, le *European options* e le *American options* la prima è esercitabile in qualunque momento tra la data di stipulazione e quella di scadenza mentre le seconde possono essere esercitate esclusivamente alla scadenza. Esistono anche le *exotic options*<sup>196</sup>, che non sono largamente diffuse, l'opzione è esercitabile a scadenze intermedie prefissate tra la data di stipulazione e quella di scadenza; le *compound options*, dove

---

<sup>193</sup> CASS., 19 maggio 2005, n. 10598, in *Mass. Giust. civ.*, 179.

<sup>194</sup> CASS., 6 aprile 2001, n. 5114, in *Mass. Giust. civ.*, 322.

<sup>195</sup> 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.

l'opzione il cui esercizio viene fissato di volta in volta e a scadenze periodiche; le *ladder options*, si tratta di opzione i cui prezzi di esercizio sono determinati secondo una progressione decrescente; le *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; le *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, a seconda del fatto che sia *european o american*, un determinato livello compreso in un *range* predefinito e le *hermaphrodite o AC-DC options*, nel caso di specie si tratta di opzione che accordano al beneficiario di scegliere se riservarsi il diritto di divenire acquirente o venditore.

#### **II.2.2.4 I Derivati di credito**

Negli ultimi anni si sono massicciamente affermati, nel mercato mobiliare, i derivati che trasferiscono il rischio di credito. Vi è un debitore che presenta un certo rischio di credito (*reference entity*); il rischio di credito misura la capacità del debitore di far fronte alle obbligazioni assunte. L'evento di credito (*credit event*) rilevante ai fini dei contratti derivati di credito consiste tipicamente nell'insolvenza del debitore o anche un semplice peggioramento della situazione finanziaria del debitore. La controparte contrattuale del *reference entity* è il finanziatore (*protection buyer*). In relazione al tipo di credito, le parti possono decidere di porre in essere un *credit default swap* o un *credit default option*. Quest'ultimo presenta le caratteristiche di un'opzione; per cui, verso il pagamento di un premio è possibile assicurarsi contro il rischio di credito del debitore sottostante. Nel *credit default swap* è caratterizzato il *protection seller* assume su di sé il rischio di dover corrispondere a un altro soggetto, il *protection buyer*, una determinata somma al verificarsi di un evento di credito che colpisce un terzo soggetto (il debitore)<sup>197</sup>.

---

<sup>197</sup> V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010, 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 ss. Si potrebbe, inoltre, affermare che anche il *credit spread swap*, del *credit spread option* e il *loan*

### II.2.3 La causa dei contratti derivati

Si potrebbe genericamente affermare che la connessione tra l'andamento del mercato e il conseguimento di un guadagno monetario possa rappresentare una sufficiente definizione della causa del contratto qui analizzato. In verità, secondo una parte della dottrina, questa qualificazione difetta del requisito di specificità perché troppo generica<sup>198</sup>.

Di poi, occorre tener conto del fatto che la *causa lucrandi* del contratto derivato è stata assimilata, in un primo momento, al giuoco e alla scommessa. Non a caso queste figure hanno rappresentato lo storico archetipo per la "configurazione" della categoria del contratto aleatorio. L'affiliazione al giuoco e alla scommessa ha incentivato la creazione di una patina di riprovazione che, a lungo, a ricoperto il *genus* di contratti qui analizzato. In verità è ormai pacificamente accolta la teoria in virtù della quale gli strumenti finanziari derivati – o almeno una parte tra questi – perseguono finalità differenti da quelle che qualificano la scommessa, dal momento che il loro precipuo obiettivo è quello di coprire e controllare i rischi che, di norma, sono connaturati a dette operazioni. Il fondamento di detti negozi non è *ioci causa*, ma dal momento che è correlato ad una funzione di garanzia economica non può essere ricondotto ad un contratto all'interno al quale le parti hanno inteso subordinare la prestazione alla sorte. Occorre però precisare che forse l'incauta assimilazione dei contratti di cui trattasi a quelli di giuoco e scommessa può essere stata determinata dal fatto che nel mercato non esistono solo «hedgers, *ma anche speculatori*»<sup>199</sup>.

---

*portfolio swap*, appartengo al novero dei derivati di credito; questi tre contratti 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 nonché lo scambio di flussi di interessi attivi prodotti da crediti di due diversi creditori, sul punto autorevole dottrina siano da ricondurre all'*asset swap*, si veda E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., 137 ss.

<sup>198</sup> C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 132 ss.

<sup>199</sup> Detta impostazione è mutuata da un fondamentale contributo chiarificatore della dottrina di F. CAPRIGLIONE, *Varietà di prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, *op. cit.*, 369 ss.; il quale a sua volta riprende quest'ultima affermazione da G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per*

Orbene, occorre fare una precisazione proprio in ordine al concetto di causa. La teoria bettiana<sup>200</sup>, che voleva la causa “contenitore” di una funzione economica sociale, non chiusa entro logiche individualistiche ma aperta alla “socialità”<sup>201</sup> sembra esser stata ormai superata<sup>202</sup>. Il risultato cui si è attualmente giunti pare

---

*azioni*, Torino, 1988, 75. L’A. censura con nettezza quelle impostazioni dottrinarie che propendono per l’assimilazione dei contratti derivati – riferendosi sia a quelli con finalità di copertura che a quelli con finalità speculative – al giuoco e alla scommessa. *Contra*, attualmente – ma si tratta di una voce isolata – la Corte di Appello di Milano, che qualifica il contratto derivato oggetto della sentenza alla stregua di una scommessa, APP. MILANO, 18 settembre 2013, n. 3459, che verrà analizzata più diffusamente nel paragrafo dedicato all’alea.

A lungo la dottrina e la giurisprudenza si sono interrogate sulla liceità del contratto di derivato. Sulla base di queste considerazioni, una parte della dottrina sosteneva che un contratto con finalità speculativa - dove l’obbligazione grava solo su una delle parti a seconda dell’andamento del sottostante di riferimento non soggetto alla volontà delle parti- è basato su un rischio artificialmente 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 giudiziaria. Più nello specifico, vi è stato che ha “confuso” l’astrattezza del contratto con la causa dello stesso e perciò ha ritenuto che il derivato fosse connotato da una causa ludica (si veda Capaldo). R. CAVALLO BORGIA, *Nuove operazioni dirette all’eliminazione del rischio di cambio*, in *Contr. impr.*, 1988, 393; G. CAPALDO, *Contratto di swap e giuoco*, 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. Invero, sarebbe bastato rifarsi alla dottrina e alla giurisprudenza più risalenti per comprendere che la finalità speculativa, la ricerca del facile guadagno è uno tra gli elementi endemici della nella vita commerciale. I contratti commerciali con finalità speculative hanno in comune con i contratti di giuoco e scommessa l’alea, ma l’aleatorietà non è l’unico elemento sufficiente per ritenere immeritevoli di tutela i contratti derivati. Sul punto si veda G. VALENZANO, *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, 1929, Roma, 23 ss. 103; APP. TORINO 15 marzo 1927, in *Riv. dir. civ.*, 1927, II, 953; APP. TORINO, 17 agosto 1927, *Foro subalp.*, 1927, 1247.

Nel contratto di giuoco e scommessa l’alea è fine a se stessa, mentre nei contratti derivati rappresenta un mezzo per conseguire un guadagno. Col contratto di giuoco e scommessa si ha l’esercizio di un’attività fittizia e improduttiva mentre la stipula dei contratti derivati – e più in generale quelli che contemplano una causa speculativa- si realizza un’attività reale, economicamente apprezzabile e produttiva. Il rischio è artificialmente creato nei contratti di giuoco e scommessa, mentre nei contratti a causa speculativa preesiste alla pattuizione dei contraenti. Sul punto si veda F. CARBONETTI, *Dai “valori mobiliari” agli strumenti finanziari*, in *Riv. soc.*, 1996, 1119; E. GIRINO – C. VECCHIO, *Future, option, swap commercial papers*, Milano, 1988, 112; B. INIZITARI, *Swaps*, in *Contr. e impr.*, 1988, 597 ss; F. CAPRIGLIONE, *Gli swaps come valori mobiliari*, in *Contr. e impr.*, 1991, 793; G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009, 1133; ID, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1986, 575. Di poi, più nello specifico con riguardo al *credit default swap*, altra parte della dottrina sostiene che l’utilità sociale di questo contratto consiste nel rendere più efficienti i mercati finanziari, F. CAPUTO NASSETTI, G. CARPENZANO, G. GIORDANO, *I derivati di credito. Aspetti civilistici, contabili e fiscali*, Milano, 2001.

<sup>200</sup> M. BRUTTI, *Vittorio Scialoja ed Emilio Betti: due visioni del diritto civile*, Torino, 2013.

<sup>201</sup> Sul punto si veda la ricostruzione operata da G. ALPA, *Il contratto. Fonti, teorie e metodi, op. cit.*, 161 ss. Che ripercorre le tappe dell’evoluzione della “causa del contratto” attraversando (metaforicamente) il pensiero di tutta la dottrina e la giurisprudenza più rilevante in materia.

<sup>202</sup> Sarà forse il segno di una certa connessione tra capitalismo e diritto civile? Per una più approfondita lettura, si veda C. SALVI, *Capitalismo e diritto civile. Itinerari giuridici dal Code Civil ai Trattati europei*, Bologna, 2008.

essere quello segnato dalla giurisprudenza<sup>203</sup>, oramai unanime, che intende dare alla causa un rilievo tangibile, che si identifica con la funzione economico individuale già teorizzata da autorevole dottrina<sup>204</sup>. Più recentemente, giurisprudenza e dottrina hanno applicato alla materia la distinzione tra “causa astratta” e “causa in concreto”<sup>205</sup>.

---

<sup>203</sup> I primi tentativi tesi a superare la concezione della causa intesa come funzione economico sociale risalgono all’inizio degli anni ’90, si veda la CASS, 2 luglio 1990, n. 6765. Le sentenze che, più specificamente, si sono riferite alla causa come scopo pratico del negozio sono *ex multis*, CASS, 8 maggio 2006, n. 10490; CASS., 24 luglio 2007, n. 16315; CASS, 24 aprile 2008, n. 10651; l’ultima in ordine cronologico è la pronuncia CASS. SS. UU., 17 febbraio 2017, n. 4224. Un’analisi estremamente interessante è quella operata V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, che esamina l’uso che la Corte di Cassazione ha fatto della “causa in concreto. Di poi, per una disamina sul punto si veda R. ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008.

<sup>204</sup> G. B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966.

<sup>205</sup> Secondo autorevole dottrina, «[...] la causa in concreto è stata diversificata da quella astratta al fine di evitare che le parti, trincerandosi dietro una causa tipica, e per ciò non suscettibile di controllo di meritevolezza, perseguissero interessi futili e affidati alla pura sorte (implicando una scommessa, come accade in alcune ipotesi di contratti derivati) [...]» G. ALPA, *op. ult. cit.*, 164. Si vedano anche alcune pronunce di merito: «nelle operazioni di interest rate swap è ravvisabile una causa in astratto - coincidente con lo scambio di flussi corrispondente al differenziale che, nel tempo di esecuzione del contratto, si determina tra due tassi di interesse differenti e predefiniti, applicati a un capitale emozionale di riferimento - ed una causa in concreto, individuabile nel contratto intervenuto tra le parti e considerato nella sua specifica conformazione» TRIB. RAVENNA, 8 luglio 2013. Di poi, la Corte di Appello di Trento ha specificato che gli *swaps* possono essere possono essere sottoscritti per conseguire tre funzioni, caratterizzandosi quindi per le diverse cause concrete sottostanti: una finalità di copertura di rischi su tassi di interesse (*hedging*); una funzione speculativa su variazioni di prezzo (*trading*); una funzione di arbitraggio (*arbitrage*), mediante lo sfruttamento di differenziali di prezzi del medesimo valore o indice economico su mercati differenti (anche se nella prassi, il più delle volte, si presenta come sottospecie del derivato di copertura), APP. TRENTO, 3 maggio 2013, n. 141. In merito al contratto di *swap* giova ricordare che lo *swap* è “quel contratto aleatorio con cui le parti si obbligano reciprocamente all’esecuzione, l’una nei confronti dell’altra, alla scadenza di un termine prestabilito, di una prestazione pecuniaria il cui ammontare è determinato da un evento incerto” per entrambe le parti (CASS, 19 maggio 2005, n. 10598). Così definito, il contratto in esame si caratterizza per la propria natura aleatoria – di cui si tratterà più approfonditamente nel seguente paragrafo- e per la causa contrattuale astratta che consiste nello scambio di rischi finanziari. Il rischio collegato all’impossibilità di effettuare una previsione certa, configura uno degli elementi che contraddistinguono la “causa astratta” del contratto in analisi, causa astratta che viene definita dalla giurisprudenza di merito come “coincidente con lo scambio di flussi corrispondente al differenziale che, nel tempo di esecuzione del contratto, si determina tra due tassi di interesse differenti e predefiniti, applicati a un capitale nozionale di riferimento” (TRIB. RAVENNA, 8 luglio 2013). La Corte d’Appello di Trento del 3 maggio 2013, radicata in riforma del provvedimento del Tribunale di primo grado del 28 dicembre 2011, richiama la tesi giurisprudenziale secondo la quale lo scopo pratico del negozio posto in essere, ovverosia «la sintesi [...] degli interessi che lo stesso è concretamente diretto a realizzare configura la causa concreta del contratto, quale «funzione individuale della singola e specifica negoziazione, al di là del modello tipizzato»(APP. TRENTO *cit.*, in applicazione dei principi sanciti dalla CASS., 8 maggio 2006, n. 10490 *cit.*, conf. *inter alia* alla CASS., SS.UU., 18 marzo 2010, n. 6538 e CASS., 8 febbraio 2012, n. 1875). La causa concreta così definita e delineata viene quindi indicata come requisito essenziale del contratto in quanto funzione individuale della singola e specifica negoziale, al di là del modello

Vi sono due interessanti pronunce da analizzare; fino a che il contratto derivato è stipulato con le predette finalità di *hedging*, occorre guardare a detto sinallagma come a un contratto che assolve una finalità di copertura dai rischi, una sorta di assicurazione. Nel caso di specie, il cliente per tutelarsi dal rischio che un eccessivo rialzo dei tassi di interesse possa incidere -rovinosamente- sul mutuo esistente, costringendolo il mutuatario a pagare interessi estremamente elevati<sup>206</sup>. Al contrario, se il tasso diminuisce, il cliente è tenuto al pagamento di una somma aggiuntiva pari alla differenza col tasso stabilito in contratto<sup>207</sup>.

Non è stata una posizione unanime – come si è già avuto modo di affermare nel presente paragrafo- ma alla fine si è consolidata l'opinione secondo la quale la finalità speculativa – tipica in particolar modo di questa categoria di negozi finanziari – non possa essere aprioristicamente qualificata come portatrice di un disvalore intrinseco e, in quanto tale, immeritevole di tutela. Si è tornati alle origini<sup>208</sup>, a quell'idea che aveva permeato il pensiero della scienza commerciale

---

astratto tipizzato (cfr. Cass. Civ., SS.UU., n. 6538/2010). L'eventuale discrasia tra causa concreta e la finalità di copertura del derivato configura un vizio della causa e, pertanto, un motivo di nullità ai sensi del disposto combinato *ex art.* 1418 e art. 1325 n. 2 c.c.16. Sulla scia della sentenza della Corte d'Appello di Trento, il Tribunale di Torino ha integrato il dibattito evidenziando che «*allo scopo di valutare la validità di un contratto, non è sufficiente affidarsi ad uno dei tipi già previsti dalla legge o dalla consuetudine sociale secondo un'ottica di causa in astratto, sostanzialmente coincidente con la funzione tipica e sociale del modello contrattuale prescelto; è, infatti, necessario [...] testare la causa in concreto, pena la nullità del contratto medesimo per difetto di causa*» (TRIB. TORINO, 17 gennaio 2014). A mente della dichiarazione giurisprudenziale in esame, la carenza di causa in concreto si verifica ogni qual volta che la scommessa sottostante il contratto *swap* in contestazione sia stata strutturata in modo tale che difficilmente le fluttuazioni degli indici inclusi nei differenziali possano portare beneficio al cliente in quanto le previsioni contrattuali relativo all'andamento dei tassi a favore non appaiono concretamente realizzabili. Tale pronuncia conferma quanto in precedenza evidenziato in merito alla rilevanza della causa in concreto quale componente della causa contrattuale unitaria. Essa si distingue e al tempo stesso opera in via di complementarietà con la causa astratta, rilevando non semplicemente quale elemento motivazionale che influirebbe limitatamente alla formazione della volontà del sottoscrittore, ma quale elemento essenziale del contratto.

<sup>206</sup> TRIB. LANCIANO, 6 dicembre 2005, cit.

<sup>207</sup> CASS., 19 maggio 2005, n.10598, in *Giust. civ. mass.*, 2005, fasc. 5. Sul punto si veda anche un'interessante pronuncia della Corte di Appello di Milano che argomenta in maniera molto elaborata il perché non si possa applicare ai derivati finanziari la disposizione di cui all'art. 19933 cod. civ., APP. MILANO, 26 gennaio 1990, in *Contr.*, 2000, 2570 ss. La giurisprudenza, dunque, non assegna un disvalore alla causa speculativa, sul punto si veda, dunque, quanto disposto dal Tribunale di Torno e dalla Corte di Appello di Milano che hanno emesso delle sentenze che, con riferimento ai contratti di *swap*, hanno escluso che la causa speculativa possa qualificarli alla stregua di contratti di gioco e scommessa. TRIB. TORINO, 27 gennaio 2001, in *Giust. it.*, 2001, 548; TRIB. MILANO, 3 aprile 2004, in *Giust. it.*, 2001, 548.

<sup>208</sup> Si veda sul punto la nota n. 156.

agli inizi del Novecento a parere della quale: «un atto a contenuto economico (dunque non ludico), che insiste su grandezze parimenti economiche (dunque non su eventi casuali patrimonializzati solo per volontà di parte), che impiega l'alea quale mezzo (dunque non quale fine), per esprimersi negozialmente e che sia avvale dell'astrattezza quale semplice criterio per sintetizzare i preesistenti valori economici e non già per chiamarsi al di fuori di esso»<sup>209</sup>.

## II.2.4 Valore, tempo, rischio e alea

Al fine di comprendere la natura dei prodotti analizzati, occorre partire dal dato letterale ed analizzare il termine che, anche in questo caso, ha origini anglosassoni (*derivatives*) e che, tradotto nelle lingue latine, non muta la matrice linguistica identitaria; difatti, in francese si utilizza il termine *derives* ed in spagnolo *derivados*. Il derivato è, pertanto, quel contratto il cui valore deriva da circostanze esogene rispetto al prodotto stesso e si tratta, altresì, di circostanze mutevoli nel tempo<sup>210</sup>. La funzione economica di detti contratti è quella di far derivare il prezzo di determinati prodotti dalla «combinazione dei prezzi di due mercati a pronti già disponibili<sup>211</sup>». Occorre però rilevare come, anche in questo caso, una certa dose di anglofilia abbia pervaso il diritto; la scienza giuridica si è fatta “imporre” categorie e schemi tipici dell'anglosfera economica senza essere riuscita a chiarire (*rectius* scovare) il reale significato giuridico di tali concetti economici<sup>212</sup>. È un contratto

---

<sup>209</sup> E. GIRINO, *I contratti derivati*, op. cit., 567.

<sup>210</sup> C. ANGELICI, op. ult. cit., 20; F. CAPUTO NASSETTI, op. ult. cit., 2. *Contra*, vi è chi ritiene che, data la sua genericità, detta definizione non è adatta per l'analisi giuridica, E. GIRINO, op. ult. cit., 10.

<sup>211</sup> B. BIANCHI, *Il mercato italiano dei futures (MIF): problematiche di avvio e prospettive*, in *Rass. econ.*, 1992, 362.

<sup>212</sup> R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima. Il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di D. MAFFEIS, Milano, 2014, 33 ss. Non sono mancati, nella dottrina, gli accostamenti dei derivati a mostri come Frankenstein, si veda D. MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 2012, 280 ss.; o i paragoni a delle metafore *tout court*, si veda F. GALGANO, *Le insidie del linguaggio giuridico. Saggio sulle metafore nel diritto*, Bologna, 2010; ID., *Le verità nascoste sotto bella menzogna*, in *Sociologia del diritto*, 3, 2009, 5 ss. Ne parla anche N. ABRIANI, *Di cosa parliamo quando parliamo di derivati? Quasi una conclusione*, in *I contratti «derivati». Dall'accordo alla lite*, a cura di U. MORERA e R. BENCINI, Bologna, 2012, 119 ss.

suscettibile di differenti modalità esecutive. Nella maggior parte dei casi le parti provvedono, in un momento anteriore alla data prevista per l'esecuzione, ad acquistare sul mercato una posizione uguale e contraria a quella detenuta, così che possa operare il meccanismo della compensazione<sup>213</sup>.

Il valore del derivato non dipende dal prodotto in sé – occorre partire dal presupposto, evocato in precedenza, che il derivato sia una *species* del più ampio *genus*, dei prodotti finanziari- anzi, così come è stato efficacemente affermato da autorevole dottrina, «*potrebbe in un certo modo dirsi che non tanto abbia un valore, quanto che lo sia (o, per meglio dire, lo voglia essere)*»<sup>214</sup>. La tendenza ad isolare il valore dal sottostante da cui deriva può oggettivamente il prodotto e può indurre a considerare l'idea che si tratti di un “bene”<sup>215</sup>. Del resto, a ben vedere, non esiste «*una cosa in sé*» che si chiami contratto derivato, gli elementi che compongono un contratto derivato non si trovano “in natura”<sup>216</sup>. Sullo sfondo della questione vi è, senza dubbio, la questione legata alla dematerializzazione della ricchezza<sup>217</sup>, mentre è centrale la questione relativa “all'attualità” della ricchezza<sup>218</sup>. Difatti, la

---

<sup>213</sup> L. BALESTRA, *op. ult. cit.*, 225.

<sup>214</sup> C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 22.

<sup>215</sup> Sul punto sempre C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 23 s., che nella nota n. 46 cita la dottrina che tratta della teoria dei “beni di secondo grado”, riferita ai valori mobiliari o agli strumenti finanziari, cfr. L. SALAMONE, *Unità e pluralità della nozione di valore mobiliare*, Milano, 1995, 88 ss.; ID, *la nozione di strumento finanziario, fra unità e molteplicità*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 711; E. GIRINO, *op. ult. cit.*, 10 ss.

<sup>216</sup> Sul punto E. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, 543 s., il quale sottolinea che l'interpretazione della fattispecie non può essere di tipo ontologico o concettualistico, bensì di tipo funzionale. Il compito dell'interprete non si sostanzia, dunque, nella ricerca di una “verità” esterna a esso, quanto piuttosto le ragioni del “conflitto sociale” che il legislatore ha inteso regolare.

<sup>217</sup> La distanza tra il concetto di *bene* e quello di *cosa* segna la distanza tra il mondo antico e quello moderno e, in una certa misura, si potrebbe affermare che gli strumenti finanziari, nello specifico i derivati, non sono altro che una superfetazione del tema. Sul punto si veda A. GAMBARO, *I beni*, in *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, (diretto da) A. CICU, F. MESSINEO, L. MENGONI, P. SCLESINGER, Milano, 2012, 1 ss.; P. GROSSI, *Itinerari tra moderno e pos-moderno*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2012, 1059 ss.

<sup>218</sup> «*Faccio un esempio di metafora ingannevole che si è rivelato clamoroso: quello dei prodotti finanziari, per scoprire la natura metaforica dei quali c'è voluta la disastrosa crisi finanziaria dei primi anni Duemila. Il loro dominio sorgente è la parola prodotto, appartiene al lessico dell'economia industriale: designa vere e proprie cose, che l'industria fabbrica e che consumatori e utilizzatori acquistano. In una parola: designa la ricchezza prodotta, di cui ogni consumatore e ogni utilizzatore è reso partecipe. L'economia della finanza, che si è affiancata all'economia industriale, con la pretesa di creare forme alternative di ricchezza, ha attinto da quel rassicurante lessico. Ha immesso sul mercato, e destinato alla negoziazione, i derivati finanziari, le securities, e gli swaps, e li ha presentati come “prodotti”, sia pure finanziari: new properties, nuova ricchezza, suscettibile di arricchire il patrimonio dei risparmiatori. Ma era davvero ricchezza? Lo era solo*

“ricchezza” che deriva – in linee generali – da un prodotto derivato è solo futura e potenziale ed il valore dipende, necessariamente, anche dal tempo. Ed il valore cui ci si riferisce è esclusivamente quello dello “scambio” e non quello d’uso. Il valore non il prezzo mediante il quale si può comperare una utilità, è un «*indice in considerazione del quale viene determinata una prestazione*»<sup>219</sup>.

Tornando al “tempo”, è indubbio che la dimensione temporale influisce su ogni operazione speculativa, questo assume un ruolo centrale già nei *futures*, la categoria più diffusa di derivati. L’acquisto, con finalità speculative, di un prodotto come un *futures*, che si sostanzia in un contratto termine, pone in capo all’intermediario l’obbligo di compiere una doppia operazione. Il compimento della seconda operazione, ad un momento che è predefinito, potrà ingenerare una perdita o un guadagno in capo all’operatore. Il valore del bene è mutevole, *qual piuma al vento*, ed è suscettibile di variazione in quel dato arco temporale. Negli *options* come per i *futures* il rapporto tra valore e tempo si interseca. Per entrambi il valore è rappresentato dalla differenza tra il prezzo convenuto per il loro esercizio ed il prezzo di mercato nel momento stabilito per l’esercizio medesimo, ma per i secondi il valore non potrà mai essere negativo.

Il rischio è il terzo elemento utile per chiarire la natura del derivato – e può dire molto anche sulla “funzione” di detto prodotto – dal momento che rappresenta uno strumento per la gestione dei rischi<sup>220</sup>. Data la complessità del prodotto ed il rischio

---

*per metafora: non era ricchezza presente, bensì l’aspettativa di ricchezza futura; ed una aspettativa che può rivelarsi, quale si è rivelata al principio del nuovo secolo, solo una illusione di ricchezza, l’esito di una scommessa perduta. Gli investitori lo hanno scoperto troppo tardi, quando la speranza di ricchezza futura non si è avverata; e le cause del mancato avveramento possono qui essere solo accennate: l’economia finanziaria si era dilatata oltre la ragionevole previsione di futura ricchezza reale. Sta di fatto che ci è voluta una crisi finanziaria che ha sconvolto il mondo perché essi potessero rendersi conto che, sotto il nome di prodotti finanziari, avevano comperato solo metafore. Le supposte new properties, che avevano pagato danaro contante, si erano dissolte nel nulla. Nelle loro mani era rimasto, a testimonianza del mondo delle cose, solo un inutile pezzo di carta». F. GALGANO, *Le insidie del linguaggio giuridico. Saggio sulle metafore nel diritto*, Bologna, 2010, 20*

<sup>219</sup> C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 26.

<sup>220</sup> G. CAPALBO, *op. ult. cit.*, 148 ss; F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 85 ss. Preliminarmente, Caputo Nasseti (a pag. 5) precisa che vi sono dei rischi propri dell’attività finanziaria *latu sensu* intesa. L’A. si riferisce alla «*possibile perdita che un dato patrimonio può subire in conseguenza di determinati eventi*». L’origine del rischio – ma non l’effetto – può essere diverso e dipendere da differenti cause e sul mercato sono presenti dei “correttivi”, o meglio dei sistemi che permettono di ridurre detto rischio originario. Le principali tipologie di rischio, indicate dall’A. sono le seguenti:

elevato che lo caratterizza “quasi” endemicamente, un tema di primaria importanza è quello di tutelare la parte che assume il rischio, al fine di assicurarsi che ciò avvenga con una certa dose di consapevolezza. Non a caso, le crisi finanziarie di cui si è narrato sono nate anche a causa di una scarsa comprensione (*rectius* capacità o anche possibilità di comprensione) dei rischi assunti, che hanno generato delle crisi sistemiche. I profili di rischio che caratterizzano i derivati sono estranei alle vicende delle parti, dal momento che sono le questioni del mercato- o anche solo quelle rilevanti per esso, come le variazioni climatiche per i derivati climatici- a entrare nel rapporto contrattuale.

Orbene, il valore di un derivato può, in un dato periodo temporale, variare e detto mutamento può avere connotazioni positive o negative. Si realizza una sorta di *scambio* nella gestione del rischio, che viene assunto da quella parte che non vi sarebbe assoggettata. Non a caso, una consistente parte dei problemi applicativi attiene, essenzialmente, alle condizioni di detto scambio. Il senso comune imporrebbe di guardare ai derivati come a contratti di tipo aleatorio, dato l'ampio margine di rischio endemico agli stessi. Occorre però, sotto un profilo formale, rilevare che gli obblighi delle parti e le loro prestazioni sono determinabili o determinati *ab initio*.

Possono, dunque, i contratti derivati essere definiti come contratti aleatori e, nel caso di specie, ha ancora senso applicare quella distinzione che individua un'alea di tipo giuridico e una di tipo economico<sup>221</sup>?

---

«rischio di credito; rischio paese; rischio di mercato; rischio di liquidità; rischio operativo; rischio legale; rischio di reputazione».

<sup>221</sup> In senso economico, per rischio si intendono le condizioni in cui un soggetto economico prende decisioni tali per cui a ogni singola decisione corrispondono delle conseguenze che sfociano in particolari “stati del mondo” ed il soggetto attribuisce determinate probabilità a ciascuno stato del mondo e il soggetto attribuisce determinate probabilità a ciascuno stato del mondo. Qualora il soggetto economico non attribuisca determinate probabilità ai diversi stati del mondo, ma li abbia ben presenti nel suo agire, si parla di incertezza. L'alea economica riguarda, pertanto, il valore della prestazione mentre quella giuridica attiene all'obbligo – può riferirsi anche all'individuazione dell'obbligato – oppure alla determinazione della misura di detto obbligo. Per dirla in altri termini, 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: allorché la distribuzione degli eventi futuri e dei risultati ad essi associabili sia stimabile, il rischio risulta qualitativamente misurabile (utilizzando

Il tema, forse, può essere affrontato, pur partendo da questo assunto, sotto una diversa angolazione prospettica. Occorre valutare quale ruolo assuma il rischio tenendo conto del regolamento contrattuale nella sua interezza. Il suo ruolo si sostanzia nella determinazione della prestazione o nell'individuazione della parte obbligata; oppure occorre valutare il rischio tenendo conto dell'impianto complessivo del sinallagma? È la ragione del contratto o un modo per regolare l'alea dello stesso che, occorre di ribadirlo, caratterizza ciascuna operazione contrattuale<sup>222</sup>?

Si potrebbe affermare che le parti non hanno controllo sulla variazione di valore delle attività sottostanti, valore che si può muovere in una direzione oppure in quella opposta. In questa incertezza potrebbe risiedere il carattere aleatorio del contratto. L'aleatorietà dipenderebbe dall'andamento del sottostante e sarebbe idonea ad incidere non solo sull'ammontare della prestazione, ma addirittura sul soggetto tenuto a effettuarla.

Sotto il profilo normativo, il contratto aleatorio non trova una puntuale disciplina nel codice civile, che si limita ad individuare le norme che non si applicano alla fattispecie indicata; si tratta di quelle disposizioni tese a circoscrivere l'alea economica dell'operazione contrattuale che non abbia esecuzione istantanea.

---

parametri statistici) e può essere o meno coperto, a seconda dei mezzi di cui dispone l'agente. Sulla citata dicotomia si veda, *ex multis*, R. NICOLÒ, *Alea*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1958, 1031; A. BOSELLI, voce "Alea", in *Novissimo dig. it.*, Milano, 1958, 469 ss., che, in termini generali, afferma che l'alea rappresenta quello stato nel quale sperare e temere insieme. Si veda anche R. SACCO, *Il contratto*, in *Tratt. Di dir. civ.*, (diretto da) R. SACCO, Torino 2004, 832 ss., il quale precisa che ciò che ne contratto aleatorio deve definirsi incerto è il risultato che emergerà *ex post*, perché un legislatore non permetterà che un contratto valutato *ex ante* come equo, venga poi rescisso o risolto perché trovato iniquo *ex post*. Si precisa, altresì, che, ai sensi di quanto previsto dall'art. 1469 cod. civ., il contratto aleatorio può essere tale per precisa volontà delle parti; le parti che abbiano decisa di accettare una determinata alea, non possono considerare il contratto come eccessivamente oneroso. In particolare, tale figura si manifesta quando i contraenti pongono in essere un negozio aleatorio per il quale non è dettata una disciplina specifica, sul punto si veda F. DELFINI, *Autonomia privata e rischio contrattuale*, Milano, 1999, 17 ss. *Contra*, Esclude che l'aleatorietà possa introdursi sulla base di una pattuizione privata F. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici*, *op. cit.*, 55; ID, *I contratti derivati finanziari*, *op. cit.*, 7. Per un'analisi del tema sotto il profilo dei contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari, si veda R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 1997, 123.

<sup>222</sup> La questione è così posta da C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, 58 s.

Le due diverse alee possono essere distinte sotto il profilo teorico, ma detta scissione non pare avere rilevanza in termini pratici. Esiste un contratto “portatore” dell’alea giuridica e non di quella economica o viceversa?

Orbene, sotto il profilo pratico, come si è detto, non pare esservi una grande distanza tra le due. La distinzione tra alea economica ed alea giuridica è nata dall’esigenza di evitare che i contratti di borsa e, più in generale, di tutti quei contratti collegati all’andamento dei mercati finanziari e monetari, potessero essere equiparati a contratti aleatori e per evitare l’assimilazione di tali contratti al gioco ed alla scommessa, sulla scorta delle considerazioni per cui il gioco e la scommessa sono i contratti aleatori per eccellenza, nei quali la causa può identificarsi esattamente con l’alea. Da un lato si ritiene necessario evitare l’assimilazione dei contratti di borsa al gioco ed alla scommessa e dall’altro si afferma la necessità di escludere che ai contratti di borsa possa applicarsi il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta. Nel contratto di gioco e scommessa l’alea potrebbe definirsi “fine a sé stessa”, mentre nei contratti derivati rappresenta un mezzo per conseguire un guadagno. 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. Tali operazioni, però, sono fortemente caratterizzate dalle oscillazioni di mercato, che possono spesso assumere valori notevoli nonché imprevedibili perché ancorati ad elementi estranei al mercato stesso, come nel caso dei derivati legati alle variazioni climatiche. Si ritengono tuttavia non superati i confini dell’alea normale del contratto, perché l’oscillazione di valore, sebbene rilevante e per quanto dipendente da avvenimenti straordinari e imprevedibili, costituisce pur sempre un elemento esterno al contratto e quindi uno dei tanti rischi economici che le parti affrontano con la stipulazione. Tale alea normale viene più precisamente definita illimitata, poiché i valori possono avere degli scostamenti anche non predeterminabili in una banda di oscillazione. Si potrebbe dunque affermare che la differenza *quoad effectum* tra alea normale e alea in senso proprio,

sta nel fatto che nel primo caso al superarsi della soglia di normalità è applicabile il rimedio della risoluzione. Nei contratti ad alea normale illimitata non è possibile, per definizione, superare la soglia di normalità dell'alea<sup>223</sup>. La plastica (anche se forse parziale) riproduzione di quanto detto sino ad ora si ha nell'analisi dei contratti di *options* e di *swaps* da parte di autorevole dottrina, che nega la possibilità di risolvere *ex art.* 1469 cod. civ. un contratto di *option*, perché aleatorio, ma nega tale possibilità anche con riguardo agli *swaps* -che esclude siano contratti aleatori, ma

---

<sup>223</sup> Il concetto di alea normale del contratto è una novità introdotta per la prima volta dall'art. 1467, c. 2°, c.c. del 1942, ma non è pacifica in dottrina la sua qualificazione. Per alcuni, A. DE MARTINI, *L'eccessiva onerosità nell'esecuzione dei contratti*, Milano, 1954, 26 ss.; A. PINO, *L'eccessiva onerosità nell'esecuzione dei contratti*, Padova, 1963, 65 ss.; E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, Milano, 1953, 76 ss., l'alea normale rappresenta la normale variazione della situazione economica del contratto; ovvero un'alterazione -prevedibile - tra costo e rendimento. Per altri, R. NICOLÒ, *op. ult. cit.*, 1026, l'alea normale non si inserisce nel contenuto del contratto ma rimane esterna a esso. L'interpretazione di A. BOSELLI, *op. ult. cit.*, 476 ss., è quella più originale, questi parte dalla Relazione del Guardasigilli al progetto ministeriale del codice n. 245 ed afferma che il riferimento all'alea è così astratto da consentire un richiamo al *tertium genus*, che si colloca in una posizione mediana tra l'alea legata ai rischi interni e quella legata ai rischi esterni al contratto. Secondo l'A., l'alea normale sarebbe il rapporto di tolleranza tra il rischio pur sempre estraneo allo scambio contrattuale e la causa tipica del negozio, considerato che in ciascun negozio esiste una zona di rischio tollerato, o preliminarmente accettato, e una zona di immunità e tolleranza sociale. Nel medesimo senso anche E. GABRIELLI, *Tipo negoziale, prevedibilità dell'evento e qualità della parte nella distribuzione di rischio contrattuale*, in *Giur. it.*, 1986, 1706. Secondo T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1958, 737 ss., l'alea normale è il rischio economico che dipende da eventi normali in concreto prevedibili; mentre quelli straordinari sono imprevedibile e, in quanto tali, potranno determinare l'adozione del rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta.

Il tessuto normativo degli artt. 1467, 1468 e 1469 c.c. fissa questi principi: innanzitutto, che le vicende economiche successive di rapporti contrattuali già esauriti non hanno in genere nessun rilievo giuridico; poi, che nei contratti ad efficacia differita può venire in considerazione il rischio economico generale sulle prestazioni sia come rischio economico specifico che come rischio giuridico. In altri termini, si pone la distinzione fra rischio economico che incide sul valore delle prestazioni e alea negoziale che riguarda i contratti aleatori; il rischio economico rileva attraverso la risoluzione quando consegue da eventi straordinari ed imprevedibili ed ecceda un ambito di normalità; quando, invece, l'aggravamento dipende da un'alea giuridica, la risoluzione non è concessa. Attiene all'alea normale prima di tutto il fatto notorio, collegato alla comune esperienza. Da un altro punto di vista l'alea normale potrebbe ricollegarsi alla presupposizione. Per un approfondimento in tema di contratti aleatori si veda, *ex multis*, L. BALESTRA, *Alea del contratto e alea normale*, Padova, 2000; TG. DI GIANDOMENICO- D. RICCIO, *I contratti speciali: I contratti aleatori*, in *Trattato di Diritto Privato*, (diretto da) M. BESSONE, Torino, 2005, 59 ss.; E. GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1968, 570 ss.; ID, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009, 1133; F. CARBONETTI, *Dai "valori mobiliari" agli strumenti finanziari*, in *Riv. soc.*, 1996, 87 ss; Sul punto si veda anche quanto affermato dalla dottrina in materia di operazioni finanziarie che «fanno riferimento al contratto superando per legge persino i principi sul gioco e la scommessa e implicando alea normali», G. ALPA, *Il contratto in generale. Fonti, teorie e metodi*, Milano, 2014, 213. Si veda anche il riferimento di G. SCALFI, *Alea*, in *Dig. Civ.*, 1987, 253, alle oscillazioni di mercato che caratterizzano i contratti di borsa

contratti caratterizzati da un'alea normale illimitata- ma in ragione del rilievo che in nessun caso una variazione dei tassi potrebbe considerarsi un avvenimento straordinario e imprevedibile<sup>224</sup>.

Le analisi condotte in questo ambito non hanno ricadute sul piano esclusivamente teorico; al contrario, comprendere la natura di detti contratti determina l'applicazione o meno di alcune disposizioni in materia di contratti. Si può di certo affermare che è difficile – forse addirittura inutile e impossibile – far rientrare i derivati entro un'unica categoria, è più corretto riferirsi ai medesimi in maniera differente e di qualificarli anche sotto il profilo causale in maniera differente<sup>225</sup>. Si potrebbe, pertanto affermare che non tutti i derivati sono contratti aleatori e, pertanto, solo con riguardo ad alcuni può dirsi vietata la possibilità di invocare un dato apparato rimediale come la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta o l'azione generale di rescissione per lesione. Se, ad esempio, si prendono in considerazione i derivati climatici, data la loro peculiare natura, non consentono al contraente che subisce gli effetti negativi dell'alea di invocare i tradizionali rimedi predisposti dalla giustizia commutativa: gli articoli 1448 e 1467 cod. civ., le cui rubriche sono state sopra riportate. In tal caso, il rischio dell'alterazione dell'economia dell'affare e dei termini del rapporto è il connotato endemico dello schema causale, dal momento che le sorti del contratto sono vincolate al verificarsi di un evento rispetto al quale le parti – ma più in generale qualsiasi essere vivente- sono prive di ogni potere di intervento.

Di poi, analizzando le diverse modalità esecutive dei *futures* si comprende come, queste possano incidere sulla natura aleatoria del contratto<sup>226</sup>. Basti analizzare lo scambio; quando le parti decidono di porre in essere lo scambio, il contratto perde

---

<sup>224</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere contratti derivati*, in *Giust. Civ.*, 2016, 34 ss. Sostengono che i contratti di *swap* siano contratti ad alea normale illimitata anche E. GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, op. cit., 570 ss.; F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, 45.

<sup>225</sup> E. DEL PRATO, *I regolamenti privati*, Milano, 1988, 12 ss. Detta affermazione è ancor più valida se si tiene conto del fatto che i contratti possono essere aleatori anche per volontà delle parti, sul punto si veda la nota n. 150.

<sup>226</sup> Mediante la consegna effettiva del bene; mediante la realizzazione di un'operazione inversa a quella di partenza; mediante il pagamento di una somma pari alla differenza del prezzo stabilito al momento della conclusione del contratto rispetto alla quotazione del bene del giorno stabilito per la scadenza, si da riprodurre la figura dell'affare differenziale complesso.

la sua natura aleatoria, dal momento che l'evento incerto inciderebbe unicamente sull'assetto degli interessi predisposto dai contraenti, mediante un'alterazione del valore economico di prestazioni già determinate *ab origine*<sup>227</sup>; ciò con la conseguenza che essi andrebbero qualificati come contratti commutativi, pur non potendosi per essi invocare il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità di cui all'art. 1467 c.c.<sup>228</sup>. Diversamente, nell'ipotesi in cui l'esecuzione avvenga per differenze, il contratto, sarebbe aleatorio<sup>229</sup>, dal momento che l'evento incerto è determinante anche al fine di individuare il soggetto tenuto ad eseguirla; mentre secondo altra impostazione, il contratto sarebbe commutativo ad alea normale illimitata<sup>230</sup>. In entrambi i casi, comunque, non potrebbe attivarsi il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità, poiché l'oscillazione di valore che può interessare il bene sottostante, anche qualora fosse notevole, sarebbe sempre normale in relazione a quel tipo di contratto.

Una parte della dottrina<sup>231</sup> afferma l'esistenza di sostanziali differenze tra il contratto di opzione di cui all'art. 1331 c.c. e le *options* finanziarie, tanto da sottrarre queste ultime all'applicazione del rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità ex art. 1467 c.c. Occorre però aggiungere che anche coloro i quali<sup>232</sup> affermano che sullo sfondo del contratto d'opzione finanziaria vi è il contratto d'opzione (di stampo codicistico), ritengono che, pur essendo il contratto in esame commutativo, al pari di quello ex art. 1331 c.c. e di quello di borsa a premio semplice, la stessa option finanziaria avrebbe comunque un'alea economica illimitata, che non ne consentirebbe la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta.

In generale, non sono troppi i dubbi relativi alla impossibilità di invocare l'art. 1448 cod. civ.-data la prescrizione contenuta nel quarto comma dell'articolo stesso – nel caso in cui una delle prestazioni abbia subito quella sproporzione indicata

---

<sup>227</sup> Così G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, Bologna, 1988, 40 ss. *Contra* L. VALLE, *Il contratto future*, Padova, 1996, 75, che ritiene possibile qualificare come aleatorio non solo il *future* sull'indice, ma anche quello sui titoli di Stato.

<sup>228</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 284.

<sup>229</sup> L. BALESTRA, *op. cit.*, 230.

<sup>230</sup> A. SERRA, *Le operazioni dei mercati mobiliari: prospettive degli anni Novanta*, in *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni Novanta*, (a cura di) MINERVINI, Milano, 1987, 147.

<sup>231</sup> E. PANZARINI, *Il contratto di opzione, I, Struttura e funzioni*, Milano, 2008, 382.

<sup>232</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 358

nell'articolo. Più discussa è -come si accennava- l'applicazione dell'art. 1467, comma 2° cod. civ., secondo cui non è possibile risolvere il contratto per sopravvenuta onerosità quando questa rientra nell'alea normale<sup>233</sup> 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 parti<sup>234</sup>, dall'altra si sottolinea 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 natura<sup>235</sup>. Detta *summa divisio* può apparire po' riduttiva, soprattutto se si parte dalla considerazione -come si è già detto- che esistono molteplici tipi di derivati. Pertanto, se tutti i prodotti finanziari derivati si considerano aleatori, si esclude sia l'esistenza di contratti con un'alea convenzionale implicita che quella di contratti con un'alea normale illimitata. Secondo una parte della dottrina, tutti i contratti finanziari sono contratti con alea normale illimitata e, nello specifico, si tratta di contratti che hanno un'alea convenzionale implicita nel senso che il rischio derivante dalle fluttuazioni del mercato rientra nell'alea normale della tipologia contrattuale. Tale impostazione è stata seguita al fine di poter consentire l'applicazione della norma in materia di risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta delle prestazioni anche in caso di contratti qualificati come aleatori: si assume che l'alea possa essere scomposta in alea voluta e alea estranea (che dunque non dipende dalla volontà delle parti) e che è connessa a particolari circostanze di fatto<sup>236</sup>.

---

<sup>233</sup> Sulla nozione di alea normale ci si è soffermati a lungo nella nota n. 150.

<sup>234</sup> E. GABRIELLI, *Contratti di borsa*, cit., 576 ss.; G. DI GIANDOMENICO, *ult. op. cit.*, 280; in giurisprudenza, CASS. 26 gennaio 1993, n. 948, in *Contr.*, 1993, 532.

<sup>235</sup> Spesso nei contratti derivati viene inserita una clausola nella quale si specifica che 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*, *op. cit.*, 2228; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni*, cit., 123. In giurisprudenza, v. TRIB. Lanciano, 6 dicembre 2005, 6.12.2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, 131 ss., con nota di F. GILOTTA

<sup>236</sup> E. GABRIELLI, *op. ult. cit.*, 570 ss.; F. CHIOMENTI, *op. ult. cit.*, 45 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *op. ult. cit.*, 34 ss. che però, nello specifico, si riferisce agli *swap* ed esclude gli *option*; A. SERRA, *Note*

Orbene, la giurisprudenza – che sino ad ora si è stata citata in poche occasioni – si è espressa più volte al fine di individuare la causa e della natura aleatoria del relativo contratto, nonché ad alcune connesse condizioni di validità dello strumento finanziario in analisi. Anzitutto, la Corte di Cassazione è concorde nel definire il contratto di *swap* come aleatorio<sup>237</sup> e detta impostazione è stata confermata dalla Corte Costituzionale, che si è pronunciata sancendo “il carattere intrinsecamente aleatorio” dei “contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati”<sup>238</sup>.

Tra le pronunce più rilevanti in materia si può annoverare quella Corte d’Appello di Milano<sup>239</sup>, che ha ritenuto che la banca che negozia con il cliente la sottoscrizione di un contratto derivato, a prescindere che esso sia da considerarsi di copertura ovvero speculativo, sempre «*deve prestare una specifica consulenza al cliente, indipendentemente dalla conclusione di un apposito contratto di consulenza, sul presupposto che la natura stessa dello strumento finanziario richiede che nella definizione dei suoi contenuti - e quindi delle condizioni dell’alea*». Al pari di una scommessa autorizzata, infatti, la causa del derivato può essere considerata meritevole solo allorquando il rischio e l’alea che la caratterizzano siano state consapevolmente e razionalmente assunte dalle parti. Occorre a questo punto affermare che, nell’impostazione della Corte di Appello di Milano si evince che il derivato viene qualificato come una scommessa<sup>240</sup>. La Corte afferma, altresì, che

---

*in tema di aleatorietà e contratti di borsa a premio*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, 454; F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell’acquirente*, Torino, 2013, 114 ss.

<sup>237</sup> «*inteso come quel contratto aleatorio con cui le parti si obbligano reciprocamente all’esecuzione, l’una nei confronti dell’altra, alla scadenza di un termine prestabilito, di una prestazione pecuniaria il cui ammontare è determinato da un evento incerto*» CASS., 9 maggio 2005, n. 10598. In generale, la giurisprudenza non ha mai utilizzato quella distinzione tra alea giuridica ed alea economica, preferendo riferirsi ad un’alea generica, si veda 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.

<sup>238</sup> CORTE COST., 18 febbraio 2010, n. 52.

<sup>239</sup> APP. MILANO, 13 settembre 2013, n. 3459.

<sup>240</sup> La Corte afferma che il contratto è una scommessa “lecita” ed autorizzata. La banca che offre la negoziazione di derivati in conto proprio sarebbe “il banco” – o comunque l’organizzatore della scommessa, mentre il cliente che sottoscrive il derivato per finalità di copertura o per mera speculazione sarebbe lo scommettitore che decide di puntare su un certo risultato (nel caso esaminato dalla sentenza, ad esempio, l’andamento del tasso di interesse EURIBOR). La Corte di Appello precisa che gli scommettitori devono essere entrambi in grado di stabilire o comunque conoscere le probabilità di vincita della scommessa al momento della conclusione. Occorre precisare che la particolare innovazione della sentenza della Corte di Appello sta nel far derivare da questo inquadramento un obbligo informativo assoluto, la cui violazione determina la nullità del contratto.

*«l'alea non può che essere "razionale" per entrambi gli scommettitori e ciò a prescindere dall'intento che ha determinato la conclusione del contratto, sia esso di mera copertura, ovvero speculativo. Perché l'alea, che, come detto, costituisce l'oggetto del contratto, possa considerarsi "razionale" debbono essere definiti e conosciuti ex ante, con certezza, gli scenari probabilistici e delle conseguenze del verificarsi degli eventi».* Laddove non siano stati condivisi tra le parti tutti gli elementi dell'alea e gli scenari probabilistici futuri, il contratto sarà squilibrato considerato squilibrato in quanto uno dei contraenti non viene messo nelle condizioni di "misurare" ed accettare il rischio che gli si propone.

Il Tribunale di Torino<sup>241</sup> conferma la rilevanza, ai fini di valutazione della validità del contratto, della cosiddetta alea razionale e richiama i medesimi princìpi già esposti dalla richiamata sentenza della Corte d'Appello di Milano. Infatti il Giudice ivi adito chiariva che: *«nell'ambito del contratto di swap, ciò che rileva ai fini della valutazione della sussistenza della causa in concreto non è tanto o solo lo squilibrio dell'alea rispettivamente assunta, quanto la consapevolezza del contraente debole del differente livello di rischio assunto dalle parti. Il mero squilibrio delle alee assunte, infatti, non di per sé motivo per ritenere assente la causa in concreto, ben potendo le parti, nell'esercizio della loro autonomia contrattuale, consapevolmente stipulare un contratto di swap in cui una di esse si assume un rischio maggiore dell'altra. Questo squilibrio deve, però, essere frutto di una libera scelta delle parti e non una conseguenza derivante dai parametri inseriti nel contratto*

---

Detta impostazione contraddice radicalmente quella assunta dalle Sezioni Unite nel 2007 n. 26724 e 26725 dove si affermava che contratto di un intento speculativo o di un certo grado di alea non vale a renderlo assimilabile ad un giuoco o ad una scommessa e che la violazione del dovere di informazione non inficia il contratto al punto tale da determinarne la nullità. Detta impostazione è stata mantenuta- sino ad ora – dalla Corte di Cassazione, che ha continuato ad affermare che la violazione degli obblighi informativi non determina la nullità del sinallagma, e ribadisce – continuando ad aderire all'impostazione assunta dalle Sezioni Unite nel 2007- che La violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni, che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento finanziario, può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti. Può, invece, dar luogo a responsabilità contrattuale ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione; CASS., 18 maggio 2016, n. 10161;

<sup>241</sup> TRIB. TORINO, 17 gennaio 2014.

*soggettivamente ignota al contraente debole, in quanto unilateralmente predisposta dalla banca, la quale indubbiamente riveste sia la qualifica di operatore qualificato, sia quella di controparte diretta del cliente e, quindi, come tale, per definizione in conflitto di interessi. Ciò che rileva, dunque, ai fini dell'insussistenza della causa in concreto è l'assenza di adeguata informazione fornita dalla banca al cliente in ordine ai rischi effettivamente assunti».*

## **II.2.5 La tutela dell'acquirente**

Occorre partire da un presupposto fondamentale: i contratti derivati sono estremamente complessi ed occorrono specifiche capacità e conoscenze per comprenderne, appieno, il contenuto. Difatti, i rapporti tra clienti e intermediari si basa su un'anomalia di fondo: sono rapporti asimmetrici, con un *gap* di informazioni che segna la distanza tra risparmiatore e operatore economico. Ragion per cui le normative in materia tendono a rafforzare la posizione contrattuale e ad accrescere le garanzie dell'investitore. Inoltre, la correttezza del comportamento degli intermediari è una tra le condizioni necessarie perché il mercato funzioni correttamente<sup>242</sup>. Analizzata da questa prospettiva, la compravendita di contratti derivati rientra nel più ampio ambito dei contratti di intermediazione finanziaria.

---

<sup>242</sup> In termini generali, si potrebbe affermare che la condizione tipica e distintiva dell'uomo medio è la grande competenza nell'uso degli strumenti propri della modernità ma, al contempo, l'assenza di conoscenze relative al funzionamento (intrinseco) di tali mezzi. «Chiunque di noi viaggi in tram non ha la minima idea – a meno che egli non sia un fisico specializzato- di come la vettura riesca a mettersi in moto. Né, d'altronde, ha bisogno di saperlo. Gli basta fare assegnamento sul modo di comportarsi di una vettura tranviaria, ed egli orienta in conformità la propria condotta; ma nulla sa di come si faccia per costruire un tram capace di mettersi in moto». M. WEBBER, *La scienza come professione*, Torino, ult. ed. 2004, 33. Max Webber definisce con esattezza la condizione attuale dell'uomo medio; il discorso da cui è tratto questo inciso è stato pronunciato da Webber nel 1917. La descrizione di questa endemica complessità dei meccanismi tramviari, può essere adoperata per meglio comprendere quella che caratterizza i mercati finanziari. In materia di asimmetrie informative si veda la ricostruzione di autorevole dottrina che mescola elementi giuridici a questioni economico-sociali, affermando che: «Nel 1961, Stigler ha introdotto il concetto di ricerca ottimale delle informazioni e, in particolare, dei costi e dei benefici marginali delle informazioni [...] Le informazioni imperfette e asimmetriche sono cause potenziali del fallimento del mercato, che comporta la necessità dell'intervento e della regolamentazione da parte dello Stato. [...] Il mercato, mentre spesso è in grado di fornire un ammontare socialmente ottimale di beni e servizi, può riscontrare delle difficoltà nel produrre un ammontare socialmente ottimale di informazioni e nel distribuirle efficacemente. [...] L'asimmetria informativa, come si è detto, si configura quando l'informazione che una delle parti di una potenziale transazione possiede è importante per l'altra

Di poi, i flussi informativi hanno finalità plurime, dal momento che rispondono all'obbligo di garantire la trasparenza in merito alle qualità e alle condizioni di erogazione dei servizi offerti oltre che l'esatta conoscenza delle intenzioni speculative dell'acquirente (*know your customer rule*), in vista di una sempre più efficiente allocazione delle risorse<sup>243</sup>. Al fine di comprendere gli obblighi generali

---

parte, ma gli incentivi a rivelarla risultano deboli. Il problema per l'economia di mercato è che i timori di essere svantaggiati in una transazione a causa dell'asimmetria informativa possano impedire la conclusione di transazioni negative. Al riguardo, la legge può creare migliori incentivi per rivelare le informazioni rispetto a quelli che, già, esistono in un mercato non regolamentato. L'informazione viene, generalmente, considerata quale bene pubblico." L. DI DONNA, *Obblighi informativi precontrattuali*, Milano, 2008, 174 ss.

Sul punto si veda altresì: G. ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contr. Impr.*, 2008, 889 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Varietà dalla trasparenza alla best execution: il difficile percorso verso il giusto prezzo*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, IV, 2009, 475 ss.; R. RORDORF, *La tutela del risparmiatore: nuove norme, problemi vecchi*, in *Diritto commerciale e societario*, 2008, 269-270 s.; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, op. cit., 2012; S. GUADAGNO, *I confini dell'informazione precontrattuale e la storia infinita dei contratti di intermediazione finanziaria*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni, parte prima*, 2009, 277ss.; F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, 33 ss. In materia di contratto asimmetrico si veda nello specifico G. ALPA, *Il contratto. Fonti, teorie metodi*, op. cit., 288 ss., l'A. dedica un paragrafo del suo volume – intitolato *Nuovi confini del contratto. Il contratto asimmetrico* – all'analisi di certi mutamenti che hanno riguardato il diritto dei privati; il sorgere di nuove esigenze ha inciso fino al punto da imporre, al legislatore ma anche al giudice, l'obbligo di calmierare i rapporti tra privati, anche tra imprenditori. L'A. individua un nuovo contratto - che si affianca all'originaria tripartizione classificatoria, composta da: contraenti formalmente eguali; contratti tra imprese e contratti con i consumatori – si tratta del contratto asimmetrico. In materia è interessante la valutazione generale che fa E. NAVARRETTA, *La complessità dei rapporti fra interessi e rimedi nel diritto europeo dei contratti*, in *NGCC*, 2007, 418, che sottolinea la poco soddisfacente ricostruzione che lega in chiave di un'assoluta omogeneità tutta la fenomenologia dei contratti asimmetrici. Pertanto, è da escludere sul piano operativo che possa verificarsi l'estensione della disciplina dettata a tutela del consumatore a qualunque contratto stipulato tra soggetti con diverso potere contrattuale. Il contratto asimmetrico non può reputarsi una categoria omogenea in quanto sono differenti le ragioni di politica del diritto che inducono a dare rilevanza alle situazioni di disparità. Nello stesso senso, G. D'AMICO, *La formazione del contratto*, in *AA. VV.*, Bologna, 2008, p. 78 ss.

<sup>243</sup> Il principio, mutuato dall'esperienza anglosassone, è stato introdotto nel sistema europeo grazie alla c.d. MIFID I ed è stato mantenuto, per certi aspetti addirittura irrobustito, anche nella c.d. MIFID II. Difatti, il recepimento della MIFID II ha imposto l'inserimento dei seguenti commi 2-bis e 2-ter: «2-bis. *Quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all'interno del mercato target. 2-ter. Il soggetto abilitato deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento tenendo conto del mercato di riferimento di clienti finali di cui al comma 2-bis, e fare*

cui devono conformarsi gli intermediari, occorre partire da quanto disposto nell'art. 21 del T.u.F.<sup>244</sup> che detta i criteri generali cui devono attenersi i soggetti abilitati nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento dei servizi accessori<sup>245</sup>. Occorre precisare che le citate modifiche apportate a seguito del recepimento della MIFID II non hanno mutato le linee di fondo dell'articolo; il legislatore europeo si è "limitato" a chiedere agli Stati Membri di recepire la Direttiva 2014/65 – nel caso di specie gli artt. 16, 23 e 24- implementare la tutela (già) accordata in capo all'investitore.

Orbene, i soggetti abilitati, ai sensi di quanto previsto dall'art. 21 del T.u.F devono comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per tutelare l'integrità dei mercati. Obblighi più specifici sono poi dettati nel Regolamento Intermediari<sup>246</sup>. Il richiamo a princìpi, quali quelli

---

*in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente».*

Con il D.Lgs. 3/08/2017, n. 129 (pubblicato in G.U. n. 198 del 25/08/2017), si apportano rilevanti modifiche al Testo unico dell'intermediazione finanziaria, vengono recepite la MIFID II e MIFIR, ossia, rispettivamente, la Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 (*Market in Financial Instruments Directive*) e il Regolamento n. 600/2014 UE (*Market in Financial Instruments Regulation*), sempre del 15/05/2014. Mifid2 e Mifir costituiscono la prima revisione "di sistema" della Direttiva Mifid del 2004 e di quella nazionale di recepimento. Sono stati introdotti più ampi obblighi d'informazione della clientela su costi e oneri connessi ai servizi d'investimento o accessori, ivi compreso il costo della consulenza (se rilevante), il costo dello strumento finanziario raccomandato o venduto e le modalità di remunerazione del proprio investimento; è prevista, inoltre, un'informazione in forma aggregata dei costi complessivi, al fine di consentire all'investitore una più agile attività di comparazione tra i servizi offerti dai diversi intermediari, favorendo per tale via una miglior competitività; sono altresì previste regole più stringenti in materia d'adeguatezza nonché un ampliamento dei poteri di vigilanza da parte delle Autorità del settore, su tutta l'attività in materia d'investimenti dell'intermediario.

<sup>244</sup> Il Tribunale di Milano, con la sentenza del 23 marzo 2012, n. 3513 ha statuito che gli obblighi generali di correttezza, diligenza e professionalità di cui all'art. 21 T.u.F., trovano applicazione anche nei confronti dei c.d. operatori qualificati di cui all'art. 58 del Regolamento Intermediari (16190/2007). I giudici del Tribunale di Milano hanno infatti affermato che, nonostante nei confronti di tale categoria di clientela non trovino applicazione alcune disposizioni previste dallo stesso Regolamento, l'intermediario non possa ritenersi esentato dall'applicazione delle norme di grado superiore, quale l'art. 21 T.u.F.

<sup>245</sup> G. ALPA, *Commento all'art. 21*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, tomo I, Padova, 1998, 20 ss., il quale afferma che si tratta di una norma immediatamente cogente nonostante il carattere generale mostrato e che, più nello specifico può essere considerata una norma quadro.

<sup>246</sup> D. PALMIERI, *Responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione degli obblighi di informazione*, in *Giur. comm.*, 2005, 530, il quale precisa che benché l'art. 21 rappresenti la fonte degli obblighi per l'intermediario, esso assume una funzione suppletiva rispetto alle definizioni indicate dalla CONSOB. Diversamente, il contenuto degli obblighi dell'intermediario avrebbe una portata troppo elastica ed indefinita.

di diligenza, correttezza e trasparenza, non deve far pensare ad una mera ripetizione di quanto già contenuto nel diritto dei contratti; occorre piuttosto parlare di una sorta di «sinergia tra il diritto speciale e quello generale, [che concorre a formare] una visione d'insieme»<sup>247</sup>. Ovviamente l'affermata diligenza non è altro che la diligenza professionale di cui all'art. 1176 co. 2 cod. civ., e si sostanzia nell'obbligo, per l'intermediario, di seguire tutte le regole di perizia che l'incarico prescrive<sup>248</sup>. La correttezza va intesa come buona fede in senso oggettivo, vale a dire l'obbligo per le parti di comportarsi lealmente, avendo cura dell'interesse della controparte<sup>249</sup>. Il criterio della trasparenza deve essere valutato come l'obbligo di fornire all'investitore tutte le informazioni necessarie al fine di comprendere le caratteristiche del prodotto finanziario nonché le modalità di esercizio del servizio di investimento ed è, nella sostanza, una specificazione degli obblighi di correttezza e diligenza. La concreta declinazione del dovere di trasparenza è la necessità di fornire informazioni chiare e comprensibili<sup>250</sup> al fine di ridurre la distanza tra le

---

<sup>247</sup>V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario* a cura di E. GABRIELLI-R. LENER, I, nel *Trattato dei contratti* diretto da P. RESCIGNO-E. GABRIELLI, Torino, 2011, 285.

<sup>248</sup>G. ALPA, *op. ult. cit.*, 212 ss.; M. MAGGIOLIO, *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, *op. ult. cit.*, 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.

<sup>249</sup>C. M. BIANCA, *Il contratto*, in *ID Diritto Civile*, III, Milano, 2000, 162; G. ALPA, *Il contratto. Fonti, teorie e metodi*, *op. cit.*, *passim*.

<sup>250</sup>«É il caso di sottolineare che, come la storia del nostro ordinamento e l'esame obiettivo della nostra dottrina dimostrano, né il principio di trasparenza, né quello di informazione appartenevano alla nostra tradizione e al nostro principio culturale, soprattutto, poi, se riguardati e valutati con riferimento al mondo delle imprese che si è contraddistinto per l'opacità reticente, ragion per cui, a rigore, non si può neanche parlare di passaggio dei due principi dal livello etico al livello di norme giuridiche cogenti. Un'ulteriore precisazione va fatta: epigono diretto della trasparenza è – come si è accennato – l'informazione. Informare è, anzi, la condizione fondamentale per essere trasparenti o comunque, per assicurare trasparenza agli atti. L'opacità è, nei casi più gravi, vera e propria omertà, che non è solo legge mafiosa, e, nei casi meno gravi colpevole reticenza, tant'è che la traduzione normativa della trasparenza si materializza nelle norme che nelle varie leggi – tutte degli anni novanta- contengono l'elenco delle informazioni che il contraente forte deve dare all'altro contraente nelle diverse sembianze, rigorosamente tratte dalle leggi speciali o dal codice contenenti disposizioni sull'informazione che egli può assumere: azionista investitore, cliente della banca, assicurato, acquirente di pacchetti turistici, consumatore convenzionale, multiproprietario, contraente a distanza.» V. BUONOCORE, *Problemi di diritto commerciale europeo*, in *Giur. comm.*, I, 2008, 3 ss.; «La disciplina della trasparenza risponde all'esigenza di ricercare una formula operativa nella quale il recupero di ambiti di libertà contrattuale avviene attraverso la gestione delle asimmetrie informative. [...] Le indicazioni rivenienti dalle regole di trasparenza offrano

differenti posizioni in cui, necessariamente, si collocano le parti. Di poi, non è solo il contenuto del contratto che deve soggiacere a detto obbligo di trasparenza, ma è anche la modalità con cui l'informazione viene trasmessa<sup>251</sup>.

Oltre ai generali obblighi di correttezza e trasparenza, data la particolare natura dei contratti derivati, nel tempo è stato necessario introdurre specifici obblighi informativi. Ad esempio, l'obbligo della banca di rimanere costantemente informata sulla situazione economica 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

---

*spunti cognitivi non solo della stabilità e solidità patrimoniale di chi offre i prodotti finanziari, ma anche della correttezza operativa di tali soggetti» F. CAPRIGLIONE, Varietà dalla trasparenza alla best execution: il difficile percorso verso il giusto prezzo, in Banca, borsa e tit. cred., IV, 2009, 475 ss.; «La buona riuscita dei mercati finanziari in larga parte dipende dalla fiducia che gli investitori possono in essi riporre: fiducia non solo nella solidità e stabilità patrimoniale di chi offre i propri prodotti sul mercato e di chi intermedia gli investimenti, acquisendo dai clienti la disponibilità monetaria a tal fine necessaria, ma anche e soprattutto nella correttezza dell'operare di tutti tali soggetti e nella trasparenza delle condizioni nella quali le relative operazioni si svolgono. (...) Non può darsi un mercato finanziario efficiente senza intermediari affidabili, e perciò la correttezza del comportamento degli intermediari si pone come condizione (forse non l'unica, ma certo tra le principali) del buon funzionamento dei mercati finanziari» R. RORDORF, La tutela del risparmiatore: nuove norme, problemi vecchi, in Dir. comm. soc., 2008, 269 s.; «Nell'ambito del diritto comunitario, dal complesso delle direttive che riguardano i rapporti con il consumatore [...] senza trascurare l'intero comparto del diritto dei mercati finanziari e la tutela dell'investitore, la dottrina e la giurisprudenza della Corte Europea di Giustizia hanno elaborato il principio generale di trasparenza del contratto. Il vocabolo è penetrato nella terminologia del diritto contrattuale odierno, e si è diffuso nelle diverse esperienze, come dimostrano testi normativi e contributi dottrinali inglesi e francesi. Anche nella nostra esperienza è ormai frequente l'uso di questa espressione [...]. Poiché persiste ancora la convinzione che solo dai codici che portano regole generali si possano evincere principi generali, anche a proposito della trasparenza, che nasce dalla legislazione speciale si era opposto qualche dubbio sulla sua configurazione come principio generale. [...] Si è infatti osservato che "nella prospettiva giusrealista alla trasparenza" e, in particolare, alla "trasparenza del contratto, si può eventualmente guardare come ad un principio generale, ossia con i correttivi propri di tale prospettiva» L. DI DONNA, Obblighi informativi precontrattuali, op. cit. 46. Si veda inoltre il contributo di R. COSTI – L. ENRIQUES, Il mercato mobiliare, in Tratt. dir. comm., diretto da G. COTTIMO, Padova, 2004, 328, dove si evidenzia la differenza esistente tra l'obbligo di trasparenza disposto nel T.u.F. e quello previsto nel T.u.B., sottolineando come nel primo caso si tende a preservare il rapporto fiduciario esistente tra intermediario e cliente, nel secondo caso gli obiettivi di tutela si rivolgono alla concorrenza e all'abuso di posizione dominante, contra G. ALPA, op. ult. cit., 224.*

<sup>251</sup> G. FACCI, *Operazioni finanziarie non adeguate e doveri di informazione dell'investitore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 1352 ss., che ripropone l'idea che il dovere di informare (chiaramente) sia un'obbligazione di risultato ed in quanto tale l'intermediario è tenuto a fornire delle informazioni chiare e comprensibili. Si è contestata la legittimità della modalità di trasmissione delle informazioni tramite moduli redatti con clausole minute; sul punto si veda R. RORDORF, *op. ult. cit.*, 270.

è statica, bensì suscettibile di evolversi nel tempo<sup>252</sup>. I primi obblighi informativi sono stati introdotti dal regolamento n. 11522/1998, che all'art. 28, comma 3, dove alla banca era stato imposto 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 precisato che è di fondamentale importanza per la tutela degli interessi del cliente il costante monitoraggio della posizione del cliente al fine di realizzare un tempestivo adempimento degli obblighi che incombono in capo all'intermediario<sup>253</sup>. Il 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<sup>254</sup>. 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 illiquidi.

Orbene, uno tra i temi che maggiormente ha interessato la giurisprudenza negli ultimi anni è il ruolo da attribuire alla dichiarazione (meglio autodichiarazione) da parte del cliente di appartenere alla categoria degli operatori qualificati.

Si opera una sorta di *summa divisio* tra operatori qualificati (ci si riferisce sia ai clienti professionali che alle controparti qualificate) e non; ciò in virtù del fatto che

---

<sup>252</sup> CASS., 17 febbraio 2009, n. 3773

<sup>253</sup> Comunicazione Consob n. DI/98080595 del 14 ottobre 1998

<sup>254</sup> L'art. 37, specifica che 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 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.

non ogni investitore necessiti delle stesse informazioni, delle medesime tutele. La semplice sottoscrizione di un documento, mediante il quale il cliente si auto-attribuisce lo *status* di operatore qualificato, non esime l'intermediario né da un controllo condotto con correttezza e buona fede, né dall'obbligo di acquisire, preventivamente e in maniera autonoma, informazioni sulle caratteristiche dell'imprenditore. Sul punto si sono contrapposte le posizioni di dottrina e giurisprudenza. La Corte di Cassazione, nella sentenza n. 12138 del 26 maggio 2009, ha affermato che la dichiarazione del cliente esonera l'intermediario dal condurre ulteriori indagini relative all'effettivo possesso delle caratteristiche che riconoscerebbero alla controparte lo *status* di operatore qualificato. Ciò a meno che non vi siano elementi divergenti presenti nella documentazione (già) in suo possesso. La Corte non pone un argine, non offre degli strumenti adeguati a limitare l'uso indiscriminato della disciplina speciale. Difatti non riconosce in capo all'intermediario l'obbligo di effettuare ulteriori ricerche al fine di sincerarsi che il contenuto della dichiarazione sia corrispondente al vero<sup>255</sup>. Orbene, detto

---

<sup>255</sup> V. CHIONNA, *L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato finanziario rispetto a una società*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2005, 41 ss; G. BERSANI, *La responsabilità degli intermediari*, Torino, 2008, 25 ss; F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, 59 ss; F. AUTELITANO, *commento alla sentenza della Corte di Cassazione n. 12138/2009*, in *I Contratti*, 2009, 10, 874ss; R. ROSAPEPE, *Cenni in tema di responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Impresa bancaria e crisi dei mercati finanziari*, (a cura di) A. PRINCIPE, Napoli, 2010, 183 ss. La Corte di Cassazione, sezione I, in data 26 maggio, affronta il tema della disapplicazione di alcune norme di protezione dei confronti dell'operatore qualificato. L'espressa dichiarazione, resa per iscritto, che attesti il possesso di competenze professionali in campo finanziario, non sempre corrisponde a verità. Nel caso, oggetto del ricorso presso la Corte di Cassazione, un'impresa di ceramiche impugnava la sentenza di primo grado, emessa da Tribunale di Torino, che rigettava la domanda da questa inoltrata presso la stessa Corte. L'attore aveva convenuto in giudizio un noto istituto bancario italiano chiedendone la condanna poiché, a causa di un investimento in titoli altamente rischiosi, aveva subito ingenti perdite. Secondo l'impresa, nel rapporto contrattuale con la banca, era stato erroneamente applicato l'art. 13 del Regolamento Consob del 2 luglio 1991 n. 5387, e la prima non poteva considerarsi un operatore esperto. L'applicazione di codesto articolo avrebbe impedito il perfezionamento dell'operazione finanziaria. Inoltre, il contratto in questione, era estraneo all'oggetto sociale dell'impresa, già noto alla banca. E, aggiungeva la parte attrice, l'istituto di credito era pienamente consapevole della sconsideratezza dell'investimento, non alla portata di un'impresa di cui conosceva la scarsità delle risorse, inoltre la banca stava agendo in chiaro di conflitto di interessi. La corte d'appello di Torino respingeva il ricorso poiché, secondo quest'ultima, l'operazione di swap non era estranea all'oggetto sociale dell'impresa ed era stata compiuta nell'interesse della società, non di terzi; impiegando una moneta, il marco, generalmente utilizzato dall'impresa nell'intrattenere rapporti commerciali con altre aziende. All'epoca dei fatti, tale valuta era la più forte in Europa e, un esito differente dell'operazione, avrebbe riversato nelle casse dell'impresa una somma cospicua. Inoltre, il volume di affari e l'entità della posizione creditizia dell'impresa, erano dati interni alla stessa, non erano

---

stati comunicati alla banca e non erano stati acquisiti da quest'ultima. Secondo la Corte, erano da ritenersi prive di fondamento le censure mosse dall'appellante relative alla sua definizione di "operatore qualificato". Difatti, la società stessa, dopo l'entrata in vigore della l. n. 1/1991, conferendo mandato all'istituto bancario per la negoziazione in valori mobiliari, aveva dichiarato di possedere le specifiche competenze e conoscenze in materia finanziaria e di essere, perciò, un operatore esperto. Tale dichiarazione aveva carattere impegnativo per il soggetto che l'aveva resa, non imponeva il compimento di controlli in via preventiva o successiva e non poteva essere revocata una volta intuito il possibile esito negativo dell'operazione di investimento. Inoltre, la società in questione, "per il peso economico-commerciale rivestito sia sul mercato nazionale che su quello internazionale, per il volume di affari registrato, per le persone e i mezzi di cui disponeva, doveva essere considerata un operatore economico qualificato in quanto pienamente consapevole dei meccanismi di funzionamento delle operazioni in campo finanziario e quindi cosciente dei rischi a cui operazioni come quella conclusa potevano esporre". Ration per cui, le censure mosse dal ricorrente, circa le concrete modalità di attuazione dell'operazione di swap, sono sostanzialmente infondate, poiché, trattandosi di un operatore qualificato, non vi era alcuna ragione per cui la banca dovesse applicare delle norme di tutela. La società produttrice di ceramiche tenta la strada (l'ultima) del ricorso in Cassazione. Esordisce censurando la sentenza impugnata per "non aver dichiarato illegittimo l'art. 13 del regolamento Consob (1991/5387)"; la Consob, secondo il ricorrente, istituendo, nella sua attività regolamentare, la categoria degli operatori qualificati e limitando l'applicazione di alcun norme nei loro confronti, aveva introdotto, arbitrariamente, delle specificazioni non contemplate nella legge delega e avrebbe travalicato i limiti indicati dalla legge n. 1/1991 art. 9, "consistente nel rispetto de principi enunciati dalla l. n. 1/1991 art. 6, senza la previsione di alcuna deroga di operatività in ragione della particolare natura del soggetto cliente". Per la Corte di Cassazione tale motivo è privo di fondamento, e, al fine di motivare tale decisione, procede a un vero e proprio excursus normativo. L'art. 13 del Regolamento non sconfinava oltre i limiti posti dalla legge delega, al contrario ne rappresenta piena attuazione. Il quadro giuridico di riferimento è stato ampliato a seguito dell'emanazione della direttiva comunitaria n. 93/22 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari; questa prende in considerazione la possibilità che, per far fronte alle varie esigenze di tutela, il legislatore nazionale abbia ampia discrezionalità relativamente ai parametri da utilizzare per l'individuazione delle categorie per le quali attuare forme di tutela differenziata. La Direttiva è stata recepita nel Tuf che, all'art. 6, prevede che la vigilanza regolamentare venga svolta dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, tenendo conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori e in ragione della loro esperienza nel settore dell'intermediazione finanziaria. In applicazione a quanto disposto all'interno del Tuf, il successivo regolamento Consob (1152/1998) ha ricompreso tra gli operatori qualificati, all'art. 31, anche le società o le persone giuridiche in possesso di specifiche conoscenze in ambito finanziario, e di competenze supportate da una dichiarazione del rappresentante legale. Pur in mancanza di espresse previsioni da parte della normativa primaria, esigenze di tutela differenziata erano presenti anche nel sistema di tutela delineato dalla l. n. 1/1991. "L'opportunità di non estendere a tutti i clienti la normativa a tutela dell'investitore risponde all'esigenza di contemperare la protezione del cliente medesimo con le ragioni di celerità e di flessibilità dei rapporti contrattuali nel peculiare settore degli investimenti mobiliari, in quanto riservare ad un cliente particolarmente esperto l'identico trattamento previsto per un cliente ordinario (...) conduce all'inutile applicazione di norme di salvaguardia, che si traducono in un rallentamento delle operazioni contrattuali e in un incremento dei costi, senza alcun concreto vantaggio per il cliente." La Corte, rifacendosi alle conclusioni della Corte d'Appello, giudica legittimo l'intervento della Consob, quest'ultima agisce nei limiti del potere attribuitole dalla legge, "(...) delineando una disciplina che non si pone *contra legem*, ma si configura *praeter legem*, così provvedendo a colmare quegli spazi lasciati vuoti dalla legge proprio perché demandati alla normativa regolamentare".

La società specializzata nella produzione di ceramiche, ribatte affermando che le era stato attribuito lo status di operatore qualificato impropriamente. Non poteva essere sufficiente la "semplice sottoscrizione di un documento predisposto dalla banca", era necessario che la stessa verificasse che la società fosse, effettivamente, in possesso di quei requisiti. Inoltre, il giudice di secondo grado avrebbe dovuto verificare se vi fosse un'effettiva divergenza tra la situazione reale e quella

orientamento sembra essere stato confermato anche dalle sentenze più recenti. In una recente pronuncia la Corte di Cassazione afferma che gli investitori persone fisiche rientrano nella categoria degli operatori qualificati ove documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare. L'intermediario ha l'obbligo di accertare, al momento dell'istaurazione del rapporto, il pregresso svolgimento di quei ruoli e compiti indicati dall'investitore, dal momento che non è sufficiente ad escludere la responsabilità del primo la semplice dichiarazione del cliente; occorre che quanto affermato

---

dichiarata dalla società e se, tale divergenza, fosse nota alla banca. In tal caso, la dichiarazione sottoscritta dalla società avrebbe avuto "il valore di una mera clausola di stile". La società, nelle sue motivazioni, mette in evidenza come non fosse un "operatore abituale e neppure occasionale", sprovvisto, dunque, delle necessarie competenze in materia. Essendo del tutto inesistente, in seno all'impresa ricorrente, una qualche traccia di professionalità, di dimestichezza con il mercato mobiliare e, la banca, intrattenendo rapporti con la prima, era assolutamente cosciente dell'attività e dell'organizzazione aziendale della società. Quest'ultima lamenta l'inidoneità dell'atto, sottoscritto dalla stessa, che attesta il possesso di competenza e professionalità in campo finanziario. Un "banale" modulo prestampato. Anche tali motivazioni, secondo la Corte di Cassazione, sono prive di fondamento. Ai sensi del citato art. 13 del Regolamento Consob è necessaria la contemporanea presenza di due requisiti, al fine di riconoscere un operatore come "qualificato". Il primo di natura sostanziale, riferendosi all'effettiva esperienza del soggetto, che intenda concludere il contratto in campo finanziario. Il secondo di natura formale, costituito dalla dichiarazione attestante il possesso di adeguate conoscenze e competenze in tale ambito. La dichiarazione svincola l'intermediario di ogni incombenza relativa all'accertamento delle specifiche competenze effettivamente possedute dal cliente e al riscontro della veridicità delle dichiarazioni. Inoltre, "in carenza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, (la dichiarazione) può costituire argomento di prova che il giudice, ex art. 116 c.p.c., può porre a base della propria decisione, anche come unica e sufficiente fonte di prova in difetto di ulteriori riscontri, per quanto riguarda la sussistenza in capo al soggetto che richieda di compiere operazioni nel settore dei valori mobiliari dei presupposti per il riconoscimento della sua natura di operatore qualificato ed anche ai fini dell'accertamento della diligenza prestata dall'intermediario con riferimento a tale specifica questione ai sensi della l. n. 1/1991, art. 13, comma 10 (cfr. Cass. 1998/5784; 2000/4085; 2002/10268; 2003/15172; 2005/4651). Sulla parte che vorrà provare la difformità tra quanto contenuto nella dichiarazione e la situazione reale incomberà l'onere di "provare le circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti e la conoscenza da parte dell'intermediario mobiliare delle circostanze medesime o almeno della loro agevole conoscibilità in base ad elementi obiettivi di riscontro". La società, nell'impugnare la sentenza di primo grado, non aveva fornito alcun idoneo elemento di prova, non aveva adeguatamente corredato il suo ricorso di elementi che, oggettivamente, rivelassero la propria incompetenza in campo mobiliare e la conoscenza o la conoscibilità di tale situazione da parte della banca. La Corte d'Appello di Torino non solo riteneva il ricorso infondato, affermava, in termini quasi perentori, che il peso economico, il volume degli affari e la presenza dell'impresa nel mercato internazionale, fossero elementi che, di fatto, cucivano addosso al ricorrente la qualifica di operatore professionale. La Corte di Cassazione, nel proseguo della sua trattazione esclude l'estraneità del contratto di swap rispetto all'oggetto sociale dell'impresa. La Corte ritiene infondata ogni censura mossa dal ricorrente rigettandone il ricorso.

dall'investitore venga accertato dal soggetto abilitato<sup>256</sup>. In una, di poco antecedente, pronuncia della Corte di Appello di Milano, i giudici affermano che gli investitori persone fisiche rientrano nella categoria degli operatori qualificati solo a patto che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare. L'obbligo dell'intermediario è quello di accertare, al momento dell'istaurazione del rapporto, il pregresso svolgimento di quei ruoli e compiti da parte dell'investitore per il periodo minimo indicato, dal momento che non è sufficiente ad escludere la responsabilità del primo la semplice dichiarazione del cliente di esonerarlo dalla detta verifica<sup>257</sup>.

L'art. 23 del Testo Unico della Finanza, al primo comma prevede che per i contratti finanziari venga utilizzata la forma scritta, necessaria *ad substantiam*<sup>258</sup>. Buona parte della giurisprudenza impone tale obbligo di forma solo con riguardo al “contratto-quadro” di intermediazione finanziaria; secondo altra parte, del tutto minoritaria, l'obbligo dovrebbe essere esteso anche ai singoli ordini di investimento. L'art. 23 dispone che la Consob, sentita la Banca d'Italia, possa prevedere una forma diversa, da quella scritta, per la stipulazione di talune tipologie di contratti; tale scelta deve essere supportata da “ motivate ragioni” o “in relazione alla natura professionale dei contraenti”. Difatti, l'art. 37 del Regolamento intermediari specifica come l'obbligo della forma scritta sia previsto solo per i contratti conclusi con i “clienti al dettaglio”, tale vincolo non è richiesto nel regolare i rapporti tra l'intermediario e i clienti professionali o le controparti qualificate. Inoltre, il secondo comma dell'art. 23 prevede la nullità di “ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni

---

<sup>256</sup> CASS., 1° giugno 2017, n. 13872; di poi si vedano *ex multis* anche CASS, 13 maggio 2016, n. 15330; CASS., 21 aprile 2016, n. 14873. In senso parzialmente difforme la sentenza del Tribunale di Verona dove il giudice afferma che l'obbligo informativo generale derivante a carico dell'intermediario dall'art. 21 lett. b) del T.u.F. permane nei confronti di un soggetto che abbia rilasciato la dichiarazione autoreferenziale solo in presenza di elementi oggettivi, conosciuti o conoscibili dall'intermediario, dai quali si evinca una difformità tra quella evidenza e la realtà fattuale, TRIB. VERONA, 20 settembre 2012.

<sup>257</sup> APP. MILANO, 26 maggio 2016, n. 15753.

<sup>258</sup> G. ALPA, *Commento all'art. 23*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, tomo I, Padova, 1998, 256 ss.

altro onere a suo carico”. In entrambi i casi si tratta di ipotesi di nullità testuale, ex art. 1418 terzo comma, essendo previste espressamente dalla legge. Il terzo comma dell’art. 23 specifica che le nullità, cui fanno riferimento i due commi precedenti, sono relative e, come tali, possono essere fatte valere solo dal cliente. Potrà essere dedotta solo dall’investitore e non potrà essere rilevata d’ufficio dal giudice. Al soggetto abilitato alla prestazione dei servizi di investimento non è riconosciuta la possibilità di proporre una domanda di accertamento della nullità del contratto. Il limite, posto al cliente, è quello di rispettare i termini stabiliti da preclusioni e decadenze processuali. Nullità “di protezione” sono stabilite anche a tutela di quanto disposto dall’art. 24 T.u.f. in materia di “gestione di portafogli”. Vengono colpite da nullità le clausole che escludono la possibilità, per il cliente, di impartire “istruzioni vincolanti in ordine all’operazione da compiere”. È nullo ogni patto contrario alla disposizione che attribuisce al cliente la facoltà di “recedere in ogni momento dal contratto” di gestione del portafoglio individuale<sup>259</sup>. Il quinto comma dell’art. 23 T.u.F. esclude l’applicazione dell’art. 1933 cod. civ. ai contratti derivati trattati “nell’ambito di prestazioni di servizi di investimento” come indicativo di una *ratio* di tutela degli interessi della collettività raggiunta riservando a diverse categorie di soggetti qualificati la prestazione dei servizi di investimento, non potendosi dare per scontato che l’esonero dall’applicazione dell’art. 1933 cod. civ. operi anche al di fuori di detto limite<sup>260</sup>. Alla luce di queste considerazioni,

---

<sup>259</sup> F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela degli investitori*, Milano, Giuffrè, 2009, 282-283; A. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano, 2012, 135 «La prescrizione formale, inquadrandosi nella varia tipologia normativa qualificata come neoformalismo di protezione (di parte debole, identificata nel cliente- risparmiatore) dà vita ad una nullità relativa, che può essere fatta valere solo dal cliente». APP. GENOVA, 30 giugno 2006, in *Giurisprudenza di merito*, 2007, 1910. Si discosta dai pareri appena citati, nel definire i contorni della nullità di protezione, l’impostazione di F. IUDICA, *op. ult. cit.*, 22: «Ci si chiede se la nullità relativa a favore dell’investitore possa essere identificata come una nullità di protezione. La nullità di protezione, oggi prevista soltanto dal codice del consumo, (art. 36, comma 3 d. lgs. n. 206/2005), può essere fatta valere solo dal consumatore ed è rilevabile d’ufficio, unicamente laddove sia vantaggiosa per il consumatore medesimo. Tale norma, tuttavia, non pare essere applicata analogicamente al rapporto tra investitore e intermediario finanziario. Infatti, la nullità prevista dall’articolo 23 comma 3 del TUF, pur se ascrivibile al novero delle nullità relative, tuttavia, può essere eccepita unicamente dal cliente e non d’ufficio dal giudice».

<sup>260</sup> G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contr. e impr.*, 1999, 1277 s.; R. COSTI- L. ENRIQUEZ, *op. ult. cit.*, 364 ss.; E. RIMINI, *Contratti di swap e operatori qualificati*, in *Giur. comm.*, 2004, 352 ss.; C. ANGELICI, *op. ult. cit.*, *passim*; APP. MILANO, 26 gennaio 1999, in *Contratti*, 2000, 257 ss., TRIB. MILANO, 3 aprile 2004, in *Giur. comm.*, 2004, 350 ss.

occorre analizzare la pronuncia della Corte di Cassazione<sup>261</sup> che ha statuito che il cliente che agisce in giudizio per far dichiarare la nullità del singolo ordine di acquisto, debba necessariamente formulare in maniera esplicita la domanda di nullità del contratto quadro. Non può limitarsi a dedurre la mancanza di forma scritto per il singolo ordine, dal momento che questa ipotesi non è contemplata dall'art. 23 T.u.F. Questa impostazione deve, però, essere letta anche alla luce della pronuncia delle Sezioni Unite che statuisce la nullità di protezione può essere rilevata anche d'ufficio, anche se per una causa differente da quella prospettata dalle parti<sup>262</sup>

Ancora in tema di nullità, la Corte di Cassazione ha dichiarata la nullità di alcuni contratti perché conclusi da soggetti privi del requisito della legittimazione a contrarre. La nullità, in tal caso, dipende da elementi che sono estranei rispetto al contenuto e alla struttura del contratto. Si tratta della violazione di un divieto soggettivo, la legge vieta la partecipazione al contratto di un soggetto in difetto dei requisiti richiesti<sup>263</sup>. La Corte di Cassazione ha affermato che: *«se il legislatore vieta, in determinate circostanze, di stipulare il contratto e, nondimeno, il contratto viene stipulato, è la sua stessa esistenza a porsi in contrasto con la norma imperativa; e non par dubbio che ne discenda nullità dell'atto per ragioni- se così può dirsi – ancor più radicali di quelle dipendenti dalla contrarietà a norma»*<sup>264</sup>.

---

<sup>261</sup> CASS., 348 2012

<sup>262</sup> CASS., SS. UU., 12 dicembre 2014, n. 26143

<sup>263</sup> A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi*, in *Corriere giuridico*, 1, 2008, 109 ss.

<sup>264</sup> Le sentenze delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, del 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725, in *I contratti*, 2008, 221 ss, al punto 1.7 puntualizzano come la nullità possa discendere (anche) da elementi differenti rispetto alla struttura e al contenuto del contratto. La giurisprudenza ha, più volte, individuato ipotesi di nullità in caso di mancanza di una prescritta autorizzazione a contrarre o di clausole concepite in modo da consentire l'aggiramento di divieti a contrarre (CASS., 19 settembre 2006, n. 20261; CASS., 10 maggio 2005, n. 9767; CASS., 16 luglio 2003, n. 11131) o di mancanza di necessari requisiti soggettivi di uno dei contraenti (CASS., 3 agosto 2005, n. 16281; CASS., 18 luglio 2003, n. 11247; CASS., 5 aprile 2001, n. 5052; CASS., 15 marzo 2001, n. 3753; CASS., 7 marzo 2001, n. 3272) oppure in caso di contratti le cui clausole siano tali da sottrarre una delle parti agli obblighi di controllo su di essa gravanti (CASS., 8 luglio 1983, n. 4605) ed inoltre in caso di circonvenzione di incapace (CASS. 23 maggio 2006, n. 12126; CASS. 27 gennaio 2004, n. 1427, CASS. 29 ottobre 1994, n. 8948). Gli esempi indicati sono necessari al fine di comprendere l'ampiezza del primo comma dell'art. 1418 cod. civ. e, conseguentemente, l'area delle norme inderogabili, alla cui violazione consegue nullità. Nei casi in cui il contratto è stato concluso in difetto di una particolare autorizzazione richiesta dalla legge, come ad esempio la mancata iscrizione

---

dei soggetti in particolari registri o albi (condizione prodromica, per il legislatore, ai fini della stipulazione del contratto) si ritiene che sia nullo.

La Corte di Cassazione, nella sentenza del 5 aprile 2001 n. 5052, ha dichiarato la nullità di contratti siglati da soggetti non abilitati a proporre la sottoscrizione di strumenti finanziari complessi e altamente rischiosi. I contratti di swap, ad esempio, appartengono a quella schiera di investimenti connotati da un significativo margine di rischio. La Corte ha, dunque, affermato che “i contratti di swap, stipulati dopo l’entrata in vigore della l. del 2 gennaio 1991 n.1 da soggetti differenti dalle società di intermediazione mobiliare, essendo contrari a norme da ritenersi imperative, perché dirette a tutelare interessi di carattere generale, sono affetti da nullità assoluta. Il caso trattato propone opposizione allo stato passivo della società Gestival s.p.a. La prima sosteneva di vantare un credito nei confronti di quest’ultima, in virtù della sottoscrizione di contratti di swap con la società. La Finsoe aveva conferito mandato alla Gestival al fine di gestire, per conto della stessa, un prestito erogato da una banca. La Finsoe impugnava la decisione del giudice di primo grado che riteneva nulli i contratti e la condannava al pagamento delle spese processuali. Il ricorso veniva però rigettato dalla Corte d’Appello affermando che, a seguito dell’entrata in vigore della l. n. 1/1991, i contratti in questione erano compresi tra quelli riservati alla società di intermediazione mobiliare, rilevando, inoltre, che i contratti in questione, stipulati prima dell’entrata in vigore della legge erano da ritenersi nulli per invalidità sopravvenuta e, colpiti, da nullità assoluta e non relativa. A fronte di tale decisione, la Finsoe ha investito del ricorso la Corte di Cassazione. Il ricorrente, attraverso il primo motivo denunciava la violazione di legge e l’omessa e insufficiente motivazione in relazione a un punto nevralgico della sentenza: gli artt. 1418 e 1421 c.c., in particolare, con riguardo alla circostanza che l’attività di impresa fosse stata intrapresa in assenza di autorizzazione. La mancata autorizzazione, secondo il ricorrente, non sarebbe condizione sufficiente e necessaria a determinare l’estinzione dell’impresa e, conseguentemente, anche quella dei contratti di swap. Inoltre, la legge sarebbe intervenuta nell’interesse “esclusivo/particolare” della controparte contrattuale (cliente) essendo, i contratti, per contenuto e forma, conformi a quanto disposto dal codice civile. Ragion per cui, l’unica ipotesi di nullità ammessa (semmai) sarebbe stata di tipo relativo. Strumento azionabile, esclusivamente, dalla (in questo caso) Finsoe. Nel secondo motivo il ricorrente contesta il fatto che, dalla scelta di alcuni interessi di natura pubblica, si faccia discendere, necessariamente, la nullità assoluta in sede civile. La presenza di una sanzione penale può bastare a definire la norma in questione imperativa, non significa che tale assunto valga anche con riguardo alla nullità del contratto concluso in violazione della norma. Il ricorrente sembra voler affermare che, solo l’elusione di norme imperative è idonea a cagionare la nullità dell’atto, il che non equivale a dire che la violazione di ogni norma imperativa determini nullità. Secondo la Corte di Cassazione, entrambi i motivi sono privi di fondamento. In primis perché la nullità dei contratti, per mancata iscrizione della società Gestival nell’albo delle SIM, dispone di un solido supporto normativo. *In secundis*, il disposto codicistico (o normativo) può non offrire sempre un approdo sicuro, dunque, laddove non vi sia assoluta sincronia tra fattispecie e schema normativo, il faro che dovrà fungere da guida per l’interprete sarà costituito dagli interessi (dalla natura degli stessi) che si realizzano mediante diritto, la cui tutela subisce una gradazione a seconda del loro grado di coincidenza con gli interessi della collettività. La Corte di Cassazione, a questo punto della sentenza, punta dritta al cuore del problema, chiarendo che il fine a cui tende la nullità è quello di essere “uno strumento di controllo normativo utile, insieme a altri, a non ammettere alla tutela giuridica, interessi in contrasto con i valori fondamentali del sistema (...) la valutazione della nullità del negozio si è così giovata del criterio di riscontro dell’utilità sociale, influenzato dalle scelte socio-politiche, che è divenuto indice del giudizio di meritevolezza degli interessi delle parti, rispetto ai valori perseguiti dalla comunità, al punto che, l’ordinamento, ove quel riscontro sia negativo, non assegna ad essi alcuna tutela ed anzi assoggetta alla sanzione della nullità l’atto compiuto per realizzarli. In sostanza elemento qualificante della validità, non è più la tutela dell’interesse del contraente, ma quella degli interessi generali.” Il primo comma dell’art. 1418 ha il fine di far sì che la nullità si compia anche in assenza di un’espressa previsione di legge, a condizione che l’interesse posto alla base della norma sia pubblico e non privato. Le norme generali sono inderogabili dalle parti e la condotta contrastante con esse contagia l’atto rendendolo nullo. La Corte sostiene che non si possa accedere alla tesi proposta dal ricorrente, secondo cui un’attività illecita, sanzionata sotto il profilo penale, possa

Orbene, non può essere compiutamente esaminata in questa sede l'evoluzione, dottrinarica e giurisprudenziale, che ha condotto sino alla pronuncia delle sentenze (gemelle) nn. 26724 e 26725 del 19 dicembre 2007<sup>265</sup> che, attualmente

---

produrre effetti giuridici. Non avrebbe senso perseguirla penalmente e, contestualmente, conservare gli effetti dell'atto. La legge n. 1/1991 individua alcuni interessi dalla natura manifestamente generale, come ad esempio: "la tutela dei risparmiatori *uti singoli*, quella del risparmio pubblico, la stabilità del sistema finanziario, l'esigenza di preservare il mercato da inquinamenti derivanti dall'impiego di risorse provenienti da circuiti illegali (..)", che tutelano il risparmiatore in maniera indiretta. Inoltre, la Corte di Cassazione, chiarisce che l'autorizzazione concessa alle sim non ha "semplice" valore dichiarativo, quasi come se si trattasse di una certificazione. Ha, al contrario, valenza costitutiva, poiché prevede tutta una serie di requisiti e di controlli che hanno quale fine quello di tutelare gli interessi generali pocanzi citati. Inoltre, la normativa di riferimento, pone tutta una serie di obblighi a cui l'intermediario, regolarmente iscritto, deve necessariamente conformarsi; in caso contrario sarà cancellato dall'albo, costretto a restituire i patrimoni ai clienti della società e sui contratti in corso opererà la rescissione. Ciò a riprova del fatto che, l'attività, laddove dovesse essere condotta da soggetti non autorizzati, determinerebbe la nullità dell'atto. La Corte di Cassazione cassa ogni censura proposta dal ricorrente, ad eccezione della quarta, facendo riferimento alla nullità sopravvenuta, negando che la figura dell'invalidità successiva sia corretta sotto il profilo giuridico. "La norma sostanziale, in difetto di previsione di retroattività, è di immediata applicazione, nei rapporti pregressi, limitatamente alla regolamentazione di effetti ancora in corso, senza poter travolgere diritti già insorti nel vigore della legge precedente. (...) Pertanto, se i contratti per cui è causa restano immuni dalle conseguenze invalidanti introdotti con la l. n. 1/1991, non altrettanto può dirsi per i crediti che ne siano derivati, ove il momento della loro insorgenza sia collocabile in un tempo in cui la normativa ha preso a operare".

In una pronuncia coeva a quella analizzata (CASS., 7 marzo 2001, n. 3272, in *Giust. Civ.*, 2001, 2109) la Corte ha ribadito che: «in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418 c.1 c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti non si accompagna una previsione di nullità. Pertanto, il carattere inderogabile delle disposizioni della l. 2 gennaio 1991 n. 1, che prevedono la necessità dell'iscrizione delle società di intermediazione mobiliare, previo accertamento da parte della Consob della sussistenza di una serie di requisiti, deriva dalla natura pubblica e generale, degli interessi con esse garantiti, che concernono la tutela dei risparmiatori *uti singoli* e quella del risparmio pubblico come elemento di valore dell'economia nazionale – è affetto da nullità assoluta il contratto di swap stipulato, in contrasto con la stessa, da un intermediario abusivo, atteso l'interesse dell'ordinamento a rimuovere detto contratto per le turbative che la conservazione di esso è destinata a creare nel sistema finanziario generale».

<sup>265</sup>Sezioni unite della Corte di Cassazione, 19 dicembre 2007, n. 26724 (G. NAPPI, *Le sezioni unite su regole di validità, regole di comportamento e doveri informativi*, in *Giust. Civ.*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 432, con nota di N. SALANITRO; in *Foro it.*, 2008, I, 784, con nota di E. SCODITTI; in *Dir. banca*, 2008, I, 691, con nota di F. MAZZINI; in *Soc.*, 2008, 449, con nota di V. SCOGNAMIGLIO; in *Corr. giur.*, 2008, 223, con nota di V. MARICONDA; in *CONTRATTI*, 2008, 229, con nota di V. SANGIOVANNI; in *Danno resp.*, 2008, 525, con note di F. BONACCORSI e di V. ROPPO) e Cass., sez. un., 19 dicembre 2007 n. 26725 (in *Giur. comm.*, 2008, II, 344, con nota di P. GOBBO; in *Giur. it.*, 2008, 347, con nota di G. COTTINO; in *Dir. fall.*, 2008, II, 1, con nota di F. SARTORI; in *Resp. civ. prev.*, 2008, 547, con nota di F. GRECO; in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 133, con nota di M. BOVE), con orientamento consolidatosi nel tempo (Cass. 14 dicembre 2010 n. 25222); L. DI DONNA, *Obblighi informativi precontrattuali*, op. cit., 163 ss. *Contra* G. D'AMICO, *Nullità virtuale - Nullità di protezione (Variazioni sulla nullità)*, in *Contr.*, 2009, 7, 732 il quale ritiene che la sovrapposizione operata dalla Cassazione sia «assolutamente fuorviante». In termini meno perentori si esprime nella sua annotazione alle sentenze V. ROPPO, in *Danno e resp.*, 2008, 5, 546, secondo il quale la distinzione «può funzionare come chiave di lettura generale del quarto libro del codice

---

civile, ma non come schema operativo per orientare i giudizi sull'applicazione dell'art. 1418, comma 1, c.c.». Cfr. anche ID, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, in *Danno e resp.*, 2005, 6, 627, che denuncia il progressivo appannamento della distinzione. Sul punto, cfr., da ultimo, G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013. Le critiche all'impostazione adottata dalle Sezioni Unite nelle citate sentenze verranno analizzate più compiutamente nel corso delle conclusioni del presente elaborato.

Nel 1995 il Tribunale di Torino accoglieva il ricorso presentato da San Paolo IMI e ingiungeva con decreto a Fincom, e ai garanti Edilcentro e Grattarola, di pagare una somma all'istituto di credito che rappresentava il saldo debitorio per un conto corrente al quale accedeva una linea di credito per operazioni in valuta e sui titoli derivati. Gli ingiunti sollevavano l'invalidità dei contratti stipulati, poiché estranei all'oggetto sociale della Fincom e, trattandosi di negozi rientranti nella fattispecie *ex art. 1933 c.c.* (gioco o scommessa) i crediti della banca, derivanti dall'esecuzione di tali contratti, non potevano essere utilizzati per il pagamento. Le controparti, raggiunte dall'ingiunzione di pagamento, eccepivano in corso di causa la violazione, da parte dell'istituto di credito, delle norme imperative *ex art. 6 l. 1/1991*, richiedendo che i giudici piemontesi si esprimessero dichiarando la nullità dei contratti. La banca aveva suggerito investimenti eccessivamente rischiosi rispetto al profilo finanziario del cliente di cui era perfettamente a conoscenza, aveva inoltre agito in chiaro conflitto di interessi con quest'ultimo. Fincom, nella sua domanda riconvenzionale chiedeva la condanna di San Paolo al risarcimento dei danni, Edilcentro eccepiva l'invalidità della fideiussione. Il tribunale accoglieva l'opposizione, revocando il decreto ingiuntivo per: massimo scoperto e decorrenza degli interessi. Le ulteriori ragioni addotte dagli opposenti non furono ritenute fondate, costringendoli a pagare il debito capitale. Il tribunale riteneva infondate l'eccezione di nullità dei contratti, che rappresentava, a tutti gli effetti, l'epicentro della causa. Le violazioni poste in essere dall'istituto di credito si riferivano alla condotta prenegoziale dello stesso, trattandosi di obblighi legali accessori. Gli effetti derivanti da tali violazioni non potevano riverberarsi sul contratto. Il Tribunale, inoltre, escludeva l'applicazione dell'art. 1933 c.c., dichiarando che non vi era estraneità della Fincom. A tale conclusione ha aderito anche la Corte di Cassazione, dichiarando l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. al caso in specie. Il fatto che ci si trovi di fronte a un contratto di intento speculativo o estremamente aleatorio non lo rende un contratto di gioco o di scommessa. Inoltre, la norma in questione è invocabile a patto che la partecipazione al gioco avvenga consapevolmente. La Corte ha, inoltre, negato che vi possa essere estraneità dell'oggetto sociale della Fincom; tale decisione è strettamente connessa a quella in cui la Corte ha negato che al caso in specie si possa applicare l'art. 1933 c.c.

La prima sezione della Corte con ordinanza n. 3684 del 16 febbraio 2007 rilevava che già nella sentenza n. 19024/2005 la Cassazione affermava come la violazione degli obblighi *ex art. 6 l. 1/1991* non possa determinare la nullità del negozio. Le informazioni che vengono rese durante la fase precedente alla stipula del negozio sono necessarie al fine di valutare la convenienza dell'operazione. La violazione dei generali doveri di correttezza e trasparenza non incide sul contratto al punto da privarlo di uno tra i requisiti fondamentali: il consenso. La nullità potrà aver luogo solo nel caso in cui vengano scalfiti gli elementi propri, intrinseci del contratto; e non nel caso in cui l'illegittimità sia da riferire alla condotta tenuta durante la fase delle trattative o in corso di esecuzione, a meno che tale sanzione non sia espressamente prevista dal legislatore. La citata ordinanza della prima sezione manifesta il dubbio che il principio, anche se appartenente a un ormai consolidato filone giurisprudenziale e dottrinale, non sia coerente con i presupposti da cui muovono altre e molteplici decisioni della Corte. Come ad esempio, i casi in cui uno dei contraenti non sia in possesso dei necessari requisiti soggettivi (ad esempio, l'abilitazione a contrarre). Nell'ordinanza si osserva come recenti interventi legislativi abbiano incrinato il tradizionale principio di non interferenza delle regole di comportamento con quelle di validità del negozio, propendendo per una sorta di commistione tra le categorie, elevando il comportamento delle parti a condizione dalla quale far dipendere la validità del contratto. Ad esempio, nel caso dell'art. 52 comma 3 del codice del consumo in tema di contratti stipulati telefonicamente, o ancora, l'art. 34 del citato codice in tema di clausole vessatorie. Al fine di dirimere il contrasto giurisprudenziale sul tema ed essendo questa una questione della massima importanza, il ricorso è stato rimesso alle Sezioni Unite della Corte.

rappresentano il punto di arrivo in materia, soprattutto per la giurisprudenza<sup>266</sup>.

Prima del 2007 non sono mancati i richiami alla nullità virtuali, quale sanzione

---

Il caso contemplato dalla sentenza n. 26725 trae origine da una opposizione a decreto ingiuntivo proposta da un investitore nei confronti dell'istituto di credito San Paolo IMI in cui veniva eccepita l'invalidità dei contratti stipulati. Il passivo accumulato sul conto era frutto di operazioni finanziarie poste in essere in violazione degli obblighi di comportamento imposti dall'art. 6 della l. n. 1/1991, suggerendo investimenti estremamente rischiosi, omettendo di indicarne la pericolosità e agendo in conflitto di interessi con il cliente. In corso di causa gli opposenti eccepivano la nullità dei contratti dai quali le perdite erano scaturite per violazione di norme imperative. L'opposizione ha ricevuto parziale accoglienza, esclusivamente per i profili attinenti alla commissione di massimo scoperto e alla decorrenza degli interessi. Le ulteriori motivazioni furono ritenute infondate. Il gravame proposto dal sig. G. fu rigettato dalla Corte d'Appello di Torino. Quest'ultima ritenne infondata l'eccezione di nullità dei contratti, poiché le violazioni in questione erano relative alla condotta prenegoziale dell'istituto o a quella tenuta durante l'esecuzione del contratto. Inoltre, a tali operazioni non poteva applicarsi l'art. 1933 c.c. (confutando la tesi dell'investitore), poiché i contratti in questione rientravano nella disciplina contemplata dall'art. 23 della l. n. 1/1991. Inoltre, la Corte d'Appello riteneva inammissibile la domanda di risarcimento danni poiché proposta tardivamente. Inoltre, i giudici piemontesi, ritenevano ammissibile ma infondata per difetto di prova del nesso causale tra il danno sofferto da detta società e l'asserita situazione di conflitto di interessi in cui l'istituto di credito avrebbe agito, e per non aver avuto riscontro dell'istigazione, da parte dei funzionari nei confronti del cliente, a compiere operazioni eccessivamente rischiose. Gli appellanti originari, avverso tale sentenza, proponevano ricorso per cassazione. San Paolo ha resistito presentando controricorso. L'ordinanza n.36843, di rimessione della causa alle Sezioni Unite, ha contemplato anche questo caso.

<sup>266</sup> Parte della dottrina, come si anticipava e come si vedrà meglio nelle conclusioni, non condivide l'impostazione adottata dalla Corte. Al contrario, non si ravvisano orientamenti difformi nelle successive pronunce di legittimità e di merito, *ex multis*, CASS., 27 ottobre 2015, n. 21890; CASS., 22 dicembre 2011, n. 28432; TRIB. RAVENNA, 3 luglio 2017; TRIB. LUCCA, 7 aprile 2017; TRIB. MILANO, 6 dicembre 2016; TRIB. MANTOVA, 15 giugno 2016; APP. BOLOGNA, 22 febbraio 2016; TRIB. FIRENZE, 13 novembre 2015; TRIB. ROMA, 13 ottobre 2015. Si presti particolare attenzione alla pronuncia n. 1376/2016 della Corte di Cassazione, sia il Giudice di prime cure che la Corte territoriale avevano tuttavia rigettato la domanda dell'attore, sul presupposto che la Banca non avesse violato alcun obbligo di informazione. La Suprema Corte, con la sentenza in commento, coglie l'occasione per tracciare le linee guida in ordine agli obblighi informativi cui sono tenuti a conformarsi intermediari finanziari. La sentenza, proprio in merito alle linee guida, afferma che: «*la pluralità degli obblighi, previsti dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 21, comma 1, lett. a) e b), art. 28, comma 2, e art. 29 del Regolamento CONSOB 1 luglio 1998, n. 11522, facenti capo ai soggetti abilitati a compiere operazioni finanziarie (obbligo di diligenza, correttezza e trasparenza, obbligo di informazione, obbligo di evidenziare l'inadeguatezza dell'operazione che si va a compiere) convergono verso un fine unitario, consistente nel segnalare all'investitore, in relazione alla sua accertata propensione al rischio, la non adeguatezza delle operazioni di investimento che si accinge a compiere (c.d. suitability rule); per il perseguimento di tale finalità, la segnalazione di inadeguatezza dell'operazione, che l'intermediario deve effettuare nei confronti dell'investitore, in forza del combinato disposto degli artt. 28 e 29 dei Regolamento CONSOB n. 11522, deve, contenere specifiche indicazioni concernenti: 1) la natura e le caratteristiche peculiari del titolo, con particolare riferimento alla rischiosità del prodotto finanziario offerto; 2) la precisa individuazione del suo emittente (precisandosi, in particolare, se si tratta di uno Stato, di un ente locale, o di una società privata), non essendo sufficiente la mera indicazione che si tratta di un "Paese emergente"; 3) il rating nel periodo di esecuzione dell'operazione ed il connesso rapporto rendimento/rischio; 4) eventuali situazioni di grey market, ovverosia di carenza di informazioni circa le caratteristiche concrete del titolo; 5) l'avvertimento circa il pericolo di un imminente default dell'emittente; è configurabile la responsabilità dell'intermediario finanziario che abbia dato corso ad un ordine, ancorchè vincolante, ricevuto da un cliente non professionale, concernente un*

comminata a seguito della violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario<sup>267</sup>. I giudici delle Sezioni Unite distinguono nettamente le regole di comportamento da quelle di validità al centro del loro ragionamento. La violazione delle prime, a meno che la legge non disponga diversamente, non può determinare la nullità del contratto. Fonte, di tale *summa divisio*, è – secondo l'impostazione adottata dai giudici delle Sezioni Unite- anche il codice civile. Al fine di rafforzare tale presupposto la Corte chiama in causa l'art. 2 della Costituzione: il dovere, che grava su ogni contraente, di comportarsi con correttezza è “*immanente all'intero sistema giuridico*”. Le conseguenze connesse alla violazione dei doveri di comportamento si riverberano, anche, sulla sopravvivenza dell'atto, come nel caso dell'annullamento per violenza o dolo, della rescissione per lesione enorme o della risoluzione per inadempimento. Comportando, in ogni caso, responsabilità risarcitoria, di natura contrattuale o precontrattuale. Nel codice civile è stata indicato con rigore il rimedio da utilizzare, ragion per cui tali violazioni non

---

*investimento particolarmente rischioso, dal momento che la professionalità del primo, su cui il secondo abbia ragionevolmente fatto affidamento in considerazione dello speciale rapporto contrattuale tra essi intercorrente, gli impone di valutare comunque l'adeguatezza di quell'operazione rispetto ai parametri di gestione concordati, con facoltà di recedere dall'incarico, per giusta causa, ai sensi dell'art. 1722 c.c., comma 1, n. 3, art. 1727 c.c., comma 1, e D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 24, comma 1, lett. d), (nel testo applicabile ratione temporis), qualora non ravvisi tale adeguatezza».* La violazione di una o più disposizioni normative richiamate non è in grado di incidere sulla validità del contratto: si tratta di regole che impongono ai contraenti una serie di comportamenti (buona fede, diligenza, etc.) e come tali la loro violazione può determinare esclusivamente una responsabilità risarcitoria. il legislatore non ha espressamente stabilito che il mancato rispetto delle citate disposizioni interferisce con la fase genetica del contratto e produce l'effetto radicale della nullità invocata dai ricorrenti. Non si tratta quindi certamente di uno di quei casi di nullità stabiliti dalla legge ai quali allude l'art. 1418 c.c., comma 3. Neppure i casi di nullità contemplati dal comma 2 dell'articolo da ultimo citato, però, sono invocabili nella situazione in esame. La Suprema Corte ha altresì affermato che: «*la pluralità degli obblighi facenti capo ai soggetti abilitati a compiere operazioni finanziarie (obbligo di diligenza, correttezza, trasparenza, obbligo di informazione, obbligo di adeguatezza dell'operazione che si va a compiere) convergono verso un fine unitario: segnalare all'investitore la non adeguatezza delle operazioni di acquisto di prodotti finanziari che si accinge a compiere (cd. suitability rule)*». Quel che si evince chiaramente dalle pronunce della Corte è che, anche se il quadro normativo di riferimento cambia, non mutano le valutazioni della Corte. Le regole che si applicavano al tempo in cui veniva citato il Giudice di prime cure nei casi che hanno determinato le pronunce del 2007 erano diverse da quelle all'origine della pronuncia qui citata. Eppure, il principio sembra essersi *crystalizzato* e, pertanto, insuscettibile di qualsiasi modifica.

<sup>267</sup> Si veda, *ex multis*, TRIB. MANTOVA, 18 marzo 2004, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, II, 440 ss; TRIB. FIRENZE, 30 maggio 2004, in *Giur. it.*, 2005, 756. Occorre rilevare che le sentenze c.d. gemelle si collocano nel solco (già) tracciato dalla stessa Corte di Cassazione con la pronuncia del 19 settembre 2005, n. 10924.

possono mai determinare la nullità del negozio, non incidendo sulla genesi del contratto. Tale soluzione non nega la natura imperativa delle norme che regolano i rapporti nel mercato finanziario. La Corte nega che la differenza tra norma di comportamento e di validità stia sbiadendo; al contrario, la Corte opera, a tal proposito, una valutazione dal carattere generale affermando che *“un conto è una tendenza, altro conto è un’acquisizione”*. Inoltre, il carattere frammentario e privo di sistematicità della legislazione moderna (tale riferimento sembra essere diretto, principalmente, al quella di matrice europea) impone molta cautela nel ricavare, con metodo *guicciardiniano*, *“da singole norme settoriali l’esistenza di nuovi principi”*.

Le norme di comportamento risentono, notevolmente, del mutare dei tempi. Estremamente legate alla contingenza, alle circostanze; inspessite in presenza di crack che mettono in ginocchio l’economia globalizzata; trattate, al contrario, come *“fenomeni di costume”* poiché figlie di un’impostazione considerata vetusta dello Stato nei tempi (trascorsi?) in cui le teorie neoliberiste<sup>268</sup> sembravano rappresentavano il dogma delle economie mondiali. La sentenza impugnata, rifacendosi alla pronuncia della Corte di Cassazione n. 19024/2005, ribadisce il principio secondo il quale la nullità può derivare dalla violazione di norme relative alla struttura e al contenuto del regolamento negoziale, regole che riguardano la genesi del sinallagma. Vi sono stati dei casi in cui è stata dichiarata la nullità del contratto per ragioni *“estranee”* al contenuto dello stesso. Nel caso in cui, ad esempio, i contratti siano stati conclusi in assenza di una particolare autorizzazione imposta dalla legge o dell’iscrizione dei soggetti in particolari registri o àmbiti<sup>269</sup>. L’intenzione del legislatore è, per la Corte, cristallina. Il primo ha previsto che le ipotesi di nullità attengano alla forma e al contenuto del contratto, non anche con riguardo agli obblighi informativi, alle operazioni in conflitto di interessi o inadeguate per il profilo patrimoniale del cliente<sup>270</sup>.

---

<sup>268</sup> Per una interessante lettura in materia si rimanda a G. ALPA, *Il contratto in generale. Fonti, teorie e metodi*, op. cit., 394 ss.

<sup>269</sup> L’argomento è stato già ampiamente trattato nel presente paragrafo per cui si rimanda alle precedenti riflessioni.

<sup>270</sup> *«É estremamente interessante il fatto che la Corte, a sostegno della propria tesi, richiami in causa “il modo stesso in cui la norma è formulata e l’esplicito accostamento dei suaccennati doveri”*

Qualora le violazioni attengano alla fase prenegoziale o coincidente alla stipulazione del contratto d'intermediazione, possono dar luogo a responsabilità precontrattuale con il conseguente obbligo di risarcire i danni. A meno che tale violazione non si traduca in annullamento del contratto per vizio del consenso. Il sorgere della responsabilità precontrattuale non viene negato dalla successiva stipulazione del contratto, e, a tal proposito, si era espressa chiaramente anche la Corte di Cassazione nella sentenza n. 19024/2005. La violazione assume rilievo nel

---

*di informazione e di cura dell'interesse del cliente, nel compimento delle singole operazioni, denota come il legislatore abbia qui sempre voluto contemplare gli obblighi precontrattuali e contrattuali, non già regole di validità del contratto (sia esso il contratto di intermediazione finanziaria o i singoli negozi con cui a quello vien data esecuzione); ed è appena il caso di osservare che, sotto tale profilo, è del tutto irrilevante la circostanza che l'operazione compiuta dall'intermediario sia consistita nel procurarsi da terzi valori o gli strumenti finanziari ordinatigli dal cliente oppure nel fornire egli stesso, trattandosi di varianti esecutive che non incidono sull'obbligo di diligenza cui l'intermediario è tenuto e che, ai fini del presente discorso, lasciano intatta la natura esecutiva dell'operazione da lui compiuta." Questo passaggio è stato criticato poiché: "... più difficile appare invero aderire al passaggio successivo scandito dalla Cassazione – e presentato come obiter- là dove, forse frettolosamente, ai doveri informativi accomuna, in punto di conseguenze di violazione, gli obblighi che impongono alle imprese di investimento di astenersi rispettivamente dall'effettuare operazioni inadeguate ovvero in conflitto di interessi, senza una specifica autorizzazione scritta da parte del cliente (...) La prospettata configurazione non appare pienamente condivisibile. Oltre che essere in contraddizione, per stessa ammissione della Corte, con quella giurisprudenza (di legittimità, richiamata nel testo dalla pronuncia E' estremamente interessante il fatto che la Corte, a sostegno della propria tesi, richiami in causa "il modo stesso in cui la norma è formulata e l'esplicito accostamento dei suaccennati doveri di informazione e di cura dell'interesse del cliente, nel compimento delle singole operazioni, denota come il legislatore abbia qui sempre voluto contemplare gli obblighi precontrattuali e contrattuali, non già regole di validità del contratto ( sia esso il contratto di intermediazione finanziaria o i singoli negozi con cui a quello vien data esecuzione); ed è appena il caso di osservare che, sotto tale profilo, è del tutto irrilevante la circostanza che l'operazione compiuta dall'intermediario sia consistita nel procurarsi da terzi valori o gli strumenti finanziari ordinatigli dal cliente oppure nel fornire egli stesso, trattandosi di varianti esecutive che non incidono sull'obbligo di diligenza cui l'intermediario è tenuto e che, ai fini del presente discorso, lasciano intatta la natura esecutiva dell'operazione da lui compiuta." Questo passaggio è stato criticato poiché: "... più difficile appare invero aderire al passaggio successivo scandito dalla Cassazione – e presentato come obiter- là dove, forse frettolosamente, ai doveri informativi accomuna, in punto di conseguenze di violazione, gli obblighi che impongono alle imprese di investimento di astenersi rispettivamente dall'effettuare operazioni inadeguate ovvero in conflitto di interessi, senza una specifica autorizzazione scritta da parte del cliente (...) La prospettata configurazione non appare pienamente condivisibile. Oltre che essere in contraddizione, per stessa ammissione della Corte, con quella giurisprudenza (di legittimità, richiamata nel testo dalla pronuncia che commina la sanzione della nullità ai contratti senza una prescritta autorizzazione a contrarre). Il difetto dell'autorizzazione scritta (o della diversa procedura di garanzia prevista dalla disciplina di settore) in entrambe le ipotesi menzionate sembra difatti incidere sulla struttura dell'atto negoziale A prescindere dalla funzione rimediabile, in tal caso il contratto di borsa risulta giuridicamente mancante o comunque minorato. E non convincente appare il tentativo di ricondurre tale deficienza ad un vizio funzionale in guisa della natura assorbente del contratto quadro». F. SARTORI, La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione (S.u.) 19.12.2007, n. 26725, in Dir. Fall., II, 2008, 1 ss.*

caso in cui: vi sia una rottura ingiustificata delle trattative; il contratto risulti invalido o inefficace; il contratto, anche se valido, risulti pregiudizievole per la parte danneggiata dalla violazione, in tal caso il risarcimento viene commisurato al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento scorretto; a ciò si possono aggiungere (eventualmente) anche altri danni collegati a tale comportamento in maniera consequenziale e diretta. Nel caso in cui le violazioni riguardino le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto di intermediazione si avrà responsabilità di natura contrattuale, per inadempimento o non esatto adempimento.

La violazione può comportare (l'eventuale) risoluzione del contratto se ricorrono i casi previsti dall'art. 1455 cod. civ. La Corte nega, per l'ennesima volta, che la violazione degli obblighi di comportamento, al pari di quelle di validità, possa determinare la nullità del contratto.

*«La distribuzione dei rischi e l'allocazione dei costi sono l'esito di un processo culturale che (...) si apre a una prospettiva per così dire "sociale", fermo il fatto che preoccupazione del legislatore non è più soltanto quella di individuare il responsabile e di stabilire a quali condizioni questi è obbligato a riparare il danno, ma diventa anche quella di istituire criteri di ripartizione dei rischi che consentano, al tempo stesso, di assicurare la più ampia tutela dei danneggiati di distribuire le perdite nel mondo economico. [...] Si deve richiamare l'attenzione sul fatto che, nella specie, non era coinvolto un semplice risparmiatore ma una s.r.l. in liquidazione, presumibilmente operante nel settore finanziario (Fin.com contro San Paolo I.M.I s.p.a.). Il tema riguarda i servizi finanziari (tra l'altro regolati nella fattispecie considerata dalla Corte, ancora dalla l. n. 1/1991) ma i problemi che solleva si riscontrano in altri settori. Può quindi considerarsi come un caso emblematico da trattare nel laboratorio del giurista, sia questi inteso come legislatore oppure come giudice oppure come lo scienziato del diritto. E l'interrogativo di partenza va ben al di là della ammissibilità o meno della c.d. "nullità virtuale", o della conservazione della classificazione di regole di validità e regole di comportamento, perché si estende a ricomprendere i modelli di regolazione dei mercati e il ruolo del private enforcement, i rapporti tra il diritto*

*comunitario e il diritto interno, e la scelta dei rimedi applicabili, ancora l'applicabilità, ancora l'opportunità e/o fattibilità di una armonizzazione delle regole speciali e delle regole di diritto comune, considerando gli obblighi informativi precontrattuali come il punto di osservazione da cui muovere per analizzare questo complesso nodo di questioni<sup>271</sup>».*

Le sentenze oggetto del commento rappresentano un “filtro” per analizzare questioni tra loro differenti.

Occorre partire dall'indubbio presupposto che i processi di globalizzazione hanno (ovviamente) coinvolto i mercati finanziari<sup>272</sup>. O forse, è proprio la finanza a essere madre, motore propulsore del fenomeno che ha messo in rete, rendendo interdipendenti, le economie mondiali. Connesse al punto da essere la plastica riproduzione della “Teoria del Caos”<sup>273</sup>. secondo la quale un battito d'ali di una farfalla nell'emisfero orientale, può determinare un uragano in quello occidentale. Un effetto domino, una vera e propria reazione a catena.

Il tracollo finanziario di una grande società di intermediazione, i prodotti “tossici” inseriti in diversi pacchetti di investimento confezionati presso differenti sportelli bancari disseminati in tutto il globo terrestre, un numero piuttosto considerevole di clienti che non riescono a onorare la rata mensile del mutuo acceso per l'acquisto della casetta in legno munita di “backyard” recintato dalla staccionata bianca. Sono tutti fenomeni e, allo stato tempo, effetti di crisi economiche, spalmate in periodi differenti, prive di barriere territoriali, senza confini. Tra gli attori protagonisti figura la Lehman Brothers, nella sceneggiatura compaiono anche Fannie Mae e

---

<sup>271</sup>G. ALPA, *La responsabilità civile. Parte generale*, Torino, 2010, 162 s.;

<sup>272</sup>Z. BAUMAN, *La società sotto assedio*, Bari, 2003, 75 s. affermava che: «(...) Oggi stiamo vivendo il processo di grande separazione-stadio2. Fino a ieri imprigionato in una ancor più restrittiva, irritante, invadente gabbia di controllo etico/sociale esercitato dallo stato nazionale, il capitale è riuscito a fuggire in una nuova terra di nessuno, dove quasi nessuna regola confina, restringe o la limita la libertà imprenditoriale. Il nuovo spazio in cui oggi si muovono i nuovi affari (globali) è, in base agli standard degli ultimi due secoli, pienamente e autenticamente extraterritoriale. Si tratta di un vero e proprio spazio esterno, dal quale è possibile sferrare colpi e incursioni mordi-e-fuggi che trovano tutte le aree del globo territorialmente definite, e al quale nessun potere legato al territorio può resistere. Questo spazio globale è fuori dalla portata di tutti gli odierni custodi istituzionali degli standard di decenza e responsabilità etica. La storia, potremmo dire, sebbene questa volta su scala molto maggiore. E altrettanto fanno lo squallore e la miseria umana che tendono a crescere e dilagare nel corso dell'emancipazione degli affari dal controllo politico e etico».

<sup>273</sup>N. JOHNSON, *Due è facile, tre è complessità. Dal caos agli investimenti in borsa*, Bari, 2009.

Freddie Mac, e non manca la scritturazione della Parmalat; questi “personaggi in cerca di autore” mettono in scena il loro “spettacolo” di fronte a un pubblico di investitori troppo spesso inconsapevole e indifeso.

Ciò che si carpisce, anche attraverso una rapida disamina delle molteplici decisioni giudiziarie, è che la sanzione, connessa alla pronuncia che riconosce in capo all’intermediario la responsabilità conseguente agli esiti di cattivi investimenti, è stata (fino alle pronunce del 2007 della Corte di Cassazione) declinata nei modi più disparati. Provvedimenti giudiziari di giudici differenti ricollegano a uno stesso comportamento dell’intermediario conseguenze diverse. Alla luce della conclusione a cui sono giunte le Sezioni Unite, secondo buona parte della dottrina, non vi sarebbero dubbi a riguardo, la distinzione tra regole di validità e di condotta deve essere correttamente intesa come criterio che definisce l’ambito di applicazione del primo comma dell’art. 1418 cod. civ.<sup>274</sup> Per cui, la nullità del contratto non potrà dipendere dalla violazione di divieti o obblighi legali, seppur di rango imperativo, che riguardano la condotta delle parti nella fase precontrattuale o esecutiva<sup>275</sup>.

Non si ravvisano, allo stato attuale, cambi di tendenza o di prospettiva ed in principi enucleati nelle citate sentenze vengono poste alla base anche delle più recenti pronunce in materia<sup>276</sup>.

---

<sup>274</sup> A. ALBANESE, *Regole di condotta e regole di validità nell’attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. Giur.*, I, 2008, 111.

<sup>275</sup> *Ex multis*. G. ALPA, *Il contratto in generale*, op. cit., 830 s.; F. DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela degli investitori*, Milano, 2009, 304 ss.; G. BERSANI, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Torino, 2009, 240 ss.; F. AUTELITANO, *La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti*, XII, 2008, 1157 ss.; A. PEPE, *La giurisprudenza nella responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Corr. Giur.*, I, 2008, 123 ss.; R. ROSAPEPE, op. ult.cit., 183 ss.

<sup>276</sup> Si vedano: CASS., 31 agosto 2017, n. 20620; CASS., 31 agosto 2017, n. 20617; CASS., 7 luglio 2017, n. 16861; CASS., 23 maggio 2017, n. 12937; CASS., 10 novembre 2015, n. 22950; CASS., 17 settembre 2013, n. 21255.

## II.2.6 I derivati impliciti

Vi sono alcune sentenze dei Tribunali di merito estremamente interessanti in materia di derivati impliciti. La sentenza che qui si analizza è quella emessa dal Tribunale di Udine<sup>277</sup> dove la parte attrice adisce il citato Tribunale al fine di accertare l'esistenza, all'interno del contratto di *leasing*, di un derivato "occultato" e, dal momento che la controparte non è un operatore qualificato, dichiarare la nullità o, in subordine, l'annullamento del contratto determinato dall'errore. Ovviamente, il convenuto chiede il rigetto della domanda attorea perché infondata ed il contestuale riconoscimento del credito vantato nei confronti dell'attore. Non è possibile prendere visione della clausola, ma nel dispositivo si riporta che l'utilizzatore era obbligato a corrispondere dei canoni periodici a tasso fisso. Due ulteriori clausole (lettere D e L) prevedevano disposizioni difformi nelle quali si affermava che il piano finanziario prevedeva canoni variabili in base a due criteri di indicizzazione; che il parametro utilizzato per la formulazione del piano finanziario di base è il tasso indicato in contratto alla lett. L; che la provvista usata da HYPO per pagare il prezzo del bene è rapportata al tasso di cambio Euro/CHF indicato alla lett. L.

Nella pratica, la clausola D è rimasta, sostanzialmente, inapplicata e i canoni periodici sono stati versati dall'attore nel termine e nella misura prestabilita. Orbene, il giudice rileva immediatamente che se il tasso *Libor CHF 3 mesi 365* fosse rimasto variato nel tempo rispetto alla base di calcolo stabilita nella clausola L del contratto, si sarebbe proceduto a rielaborare il piano finanziario, adeguandolo alla variazione intervenuta in rapporto sia al capitale residuo sia al numero di canoni residui. All'interno del contratto, però, non viene precisato le modalità con cui sarebbe dovuta avvenire detta rielaborazione. Il contratto non spiega precisamente come la menzionata rielaborazione sarebbe dovuta avvenire. Ed il giudice rileva che: «*nell'operatività concreta del rapporto fra le parti ciò ha comportato nel*

---

<sup>277</sup> TRIB. UDINE, 24 febbraio 2015, *ined.* Ne seguono altre che condividono il medesimo impianto metodologico e giungono, ovviamente, alla medesima conclusione: TRIB. UDINE, 25 agosto 2015 n. 1179/2015; TRIB. UDINE, 1° settembre 2015, n. 1196/2015. In tutte e tre le sentenze è convenuta sempre il medesimo soggetto, la società denominata Hypo Alpa Adria Bank S.p.A.

tempo il seguente risultato: ogni volta che l'indice Libor CHF 3 mesi 365 si è rivelato superiore al parametro contrattuale (1,25), si sono determinati importi a debito per il conduttore; viceversa, nel caso contrario. Dall'avvio del contratto al mese di ottobre del 2008 l'indice in parola (stabilito al 1,7 nell'ottobre del 2006) è rimasto superiore al parametro contrattuale, e dunque si sono generate poste a debito del conduttore; in seguito l'indice si è mantenuto stabilmente a livello inferiore a tale livello, e ciò ha comportato il riconoscimento di crediti a favore del conduttore». Nel contratto si inseriva anche una seconda previsione di variabilità: il rapporto di cambio tra Euro e Franco svizzero (c.d. *rischio cambio*). Il canone periodico doveva essere rapportato alle future variazioni del rapporto di cambio. L'attore sostiene di non aver ricevuto alcuna informazione in merito ai rischi dedotti nel contratto e, più nello specifico, ritiene che le clausole di variabilità inserite nella pattuizione siano degli strumenti finanziari di tipo derivato, pertanto si sarebbero dovute applicare le regole del T.u.F. e del Regolamento Intermediario all'epoca vigenti, soprattutto in maniera di informazione precontrattuale. Ma, aspetto ancor più rilevante, avrebbe dovuto proporre la sottoscrizione un intermediario abilitato; come si è visto nei paragrafi precedenti, l'assenza del titolo di operatore qualificato può inficiare il contratto fino al punto di renderlo nullo.

La decisione del giudice si discosta dai precedenti del medesimo ufficio<sup>278</sup>, che in casi simili hanno ritenuto di non dover applicare il T.u.F. dal momento che al contratto di *leasing* si applica esclusivamente la disciplina del T.u.B., la Delibera CICR del 4.3.2003 e la Circolare della Banca d'Italia n° 229/1999 e non ha qualificato le clausole indicizzate come strumenti finanziari derivati.

Il giudice *de quo* ritiene che il contratto contenga degli strumenti finanziari derivati, nello specifico si tratta di un *futures* e di un *option*<sup>279</sup>. La clausola LIBOR CHF –

---

<sup>278</sup> TRIB. UDINE sentenze nn. 916/13 e 593/14.

<sup>279</sup> Più nello specifico, nella pronuncia si legge che: «Ciò perché esse prevedono che i canoni contrattuali rimangono invariati (e dunque stabiliscono l'obbligo per una parte di pagare all'altra un importo fisso), mentre avviene separatamente uno scambio di denaro (*offset*) determinato moltiplicando il debito residuo per la differenza esistente tra il tasso base stabilito alla data di sottoscrizione del contratto ed il valore del parametro di riferimento (Libor CHF; tasso cambio Euro/CHF) rilevato tempo per tempo. In questo modo l'ammortamento dell'importo finanziato col *leasing* avviene a tasso fisso, mentre distintamente vengono addebitate o accreditate al conduttore le differenze derivanti dal calcolo della formula di indicizzazione; ciò fa sì che la pattuizione

di indicizzazione di rischio tassi – non determinava solo il mutamento dell’ammontare degli interessi, la differenza tra tasso di riferimento pattuito e tasso realmente individuato si aggiungeva al tasso in base sulla base del quale era stato costruito il piano finanziario originario; detta sommatoria doveva poi essere impiegata per individuare il nuovo importo della rata. In altri termini, il cliente non può avvantaggiarsi del ribasso del tasso Euribor in quanto, con questa clausola, dovrà comunque pagare all’intermediario un tasso di interesse «*floor*» molto più elevato del tasso corrente di mercato. Di poi, con riguardo alla clausola EURO CHF – di indicizzazione di rischio cambi – il giudice rileva che la valuta estera non è stata utilizzata dalle parti come moneta contrattuale dal momento che questi hanno adottato l’euro e nessuno tra questi dipendeva dalle oscillazioni della valuta franco-svizzera. Sorge dunque il problema della regolamentazione e della disciplina applicabile, dato che tale tipologia di derivato implicito (*embedded*)<sup>280</sup> non è regolamentato nel Testo Unico Finanziario (e neppure nel codice civile).

Per sua natura (e per la sua complessità) appare evidente che il cliente avrebbe dovuto essere informato specificamente sulla tipologia del derivato e sugli scenari probabilistici. Né appare persuasiva l’eventualità di sacrificare l’informazione del cliente/risparmiatore sul presupposto che a prevalere sia la causa del contratto di mutuo o di *leasing* (come affermato anche dalla citata giurisprudenza udinese). Il rischio, in altri termini, è che, sulla scorta della causa prevalente, si tenti di aggirare l’informazione facendo rientrare nel tradizionale schema del contratto di *leasing* un contratto derivato. Al più si potrà configurare un collegamento negoziale – come afferma il giudice della sentenza oggetto di commento- che salvaguarda l’autonomia dei singoli contratti e che impone — nel caso di derivato — l’applicazione dello specifico obbligo di informazione con conseguente applicazione dei rimedi in caso

---

*principale, relativa al finanziamento, si distingue come del tutto autonoma ed isolata rispetto alle clausole di indicizzazione, collegata ad esse solo per l’inserimento, all’interno della formula di calcolo di queste ultime, di un elemento che rappresenta il capitale residuo da restituire».*

<sup>280</sup> Si definisce derivato incorporato (*embedded/derivative*) quel contratto che incorpora uno strumento finanziario primario e uno strumento finanziario derivato, in quanto alcuni flussi finanziari e quindi l’intero flusso finanziario del contratto dipendono dai prezzi o dagli indicatori di attività finanziarie

di sua violazione<sup>281</sup>. Il giudice non dichiara la nullità delle clausole in questione<sup>282</sup>, ma dispone il risarcimento del danno emergente.

Di diverso avviso è la Corte di Giustizia dell'Unione Europea che ha negato che le operazioni cambio con valuta estera nell'ambito di taluni contratti di mutuo rappresentino degli strumenti finanziari<sup>283</sup>. Il Ráckevei Járásbíróság (giudice del distretto di Ráckeve, Ungheria) chiede alla Corte di giustizia se la concessione di un mutuo in valuta estera, come quello di cui al procedimento principale, possa essere considerato come prestazione di un servizio di investimento, al quale si applicano le disposizioni della Direttiva 2004/39/CE. In tal caso, la Banca, ed in modo particolare l'intermediario, avrebbero dovuto rispettare una serie di obblighi indicati nella Direttiva. La Corte rileva la natura essenzialmente accessoria delle operazioni di cambio e dal momento che il mutuatario mira solamente ad ottenere fondi in previsione dell'acquisto di un bene o di un servizio e non a gestire un rischio di cambio o a speculare sul tasso di cambio di una valuta estera, le operazioni di cui trattasi non hanno lo scopo di realizzare servizi di investimento. Le operazioni di cambio in parola sono inoltre connesse ad uno strumento (il contratto di mutuo) che non costituisce uno strumento finanziario ai sensi della direttiva.

---

<sup>281</sup> Per un approfondimento si rinvia a F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010.

<sup>282</sup> Altri Tribunali di merito si sono espressi dichiarando talune clausole nulle. Detti precedenti vengono richiamati anche nella sentenza citata e sono: APP. TERNI, 3 maggio 2013; APP. MILANO, 18 settembre 2013; TRIB. TORINO, 17 gennaio 2014, nella quale il giudice dispone che nelle operazioni di *interest rate swap* la circostanza che, al momento della conclusione del contratto, l'investitore non sia a conoscenza del c.d. «*mark to market*» (inteso come il valore di mercato del contratto la cui stima venga effettuata attualizzando i flussi di cassa attesi) e che tale elemento non rientri nel contenuto dell'accordo, determina la radicale nullità del contratto. Infatti tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa possono discendere, integrano la causa del contratto derivato e devono pertanto essere definiti e conosciuti *ex ante*, con assoluta certezza, sia dal contraente debole che dall'intermediario: in mancanza di ciò, il contratto di *interest rate swap* deve considerarsi nullo per difetto di causa, non potendo meritare tutela un negozio caratterizzato dalla creazione di alee reciproche e bilaterali ignote ad uno dei contraenti. Di poi, si analizzi anche la giurisprudenza di legittimità che dichiara nullo il contratto se non è un operatore qualificato a proporlo. Sul punto si veda il paragrafo precedente relativo alla tutela dell'investitore.

<sup>283</sup> CORTE GIUST. UE, 3 dicembre 2015, n. 143, C-321/14

## II.3 Le obbligazioni ibride

### II.3.1. Un inquadramento generale

La categoria delle obbligazioni strutturate comprende al proprio interno tipologie di strumenti finanziari di debito diverse tra loro per nomenclature e caratteristiche finanziarie.

Preliminarmente occorre illustrare – brevemente – il *genus* delle obbligazioni societarie. Le obbligazioni societarie sono titoli di credito (al portatore o nominativi) rappresentativi di frazioni di eguale valore nominale ed aventi uguali diritti di un'unica operazione di finanziamento a titolo di mutuo<sup>284</sup> (o, più in generale, avente causa di finanziamento), di ammontare predeterminato ed assoggettata a regolamentazione convenzionale uniforme. Il tipo “normale” di obbligazione, garantisce in capo al possessore il diritto a ricevere il pagamento periodico di un interesse oltre che il rimborso delle somme investite, in base alle modalità indicate nel titolo.<sup>285</sup> Alla disciplina delle obbligazioni di diritto comune (artt. 2410-2420 *ter* cod. civ.) si affianca quella del settore bancario che sottrae all'applicazione delle regole del codice civile le obbligazioni emesse dagli istituti di credito<sup>286</sup>.

L'obbligazione individuata dal Legislatore del '42 è quella che attribuisce all'obbligazionista il diritto di credito nella stessa incorporato che si sostanzia nel diritto alla percezione periodica dell'interesse (ove previsto) ed alla restituzione del

---

<sup>284</sup> Ciò in base alla nota definizione di G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, op. cit.*, 518. Il nostro ordinamento è sprovvisto di una puntuale definizione della categoria delle obbligazioni societarie

<sup>285</sup> G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni di società*, in *Dig. Comm.*, X, Torino, 1994, 285 s.

<sup>286</sup> Il motivo risiede nella differente funzione che l'emissione obbligazionaria svolge nel contesto bancario. Nelle società non bancarie il prestito obbligazionario è una delle tipiche forme di finanziamento a debito di un'attività caratteristica che è diversa da quella della raccolta del risparmio; diversamente, per un ente creditizio è uno strumento proprio di “raccolta del risparmio”, come definito all'art. 11, comma 1, t.u.b. Sul punto si veda C. BALDINELLI, *Sub art. 12*, in *Commentario al T.u.b.*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Padova, 2001, 120 ss; A. BLANDINI, *Sub art. 12*, in *Commentario t.u.b.*, a cura di M. PORZIO, F. BELLÌ, G. LOSAPPIO, M. RISPOLI FARINA e V. SANTORO, Milano, 2010, 138 ss.; G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Giur. comm.*, 1995, III, 465.

capitale a scadenza<sup>287</sup>. Il sistema “originario” introduce una differenziazione netta tra azioni e obbligazioni; la classica bipartizione prevede che il capitale di rischio si ottenga per mezzo dell’emissione di azioni, mentre il finanziamento obbligazionario o capitale di credito è caratterizzato dalla presenza di una causa di mutuo e, conseguentemente, i titolari sono privi di diritti partecipativi e non prendono parte attiva alla vita della società. Rispetto alla originaria nozione, le obbligazioni hanno, nel tempo, subito diverse “variazioni genetiche” fino a somigliare sempre più ai titoli di capitale<sup>288</sup>. L’evoluzione della materia del diritto commerciale ha reso necessari certi mutamenti anche nelle categorie basilari e la prima tappa di detto percorso è rappresentata dalla riforma del 1974 che ha sancito l’introduzione delle obbligazioni convertibili in azioni e delle azioni di risparmio<sup>289</sup>. Successivamente, la riforma del 2003 ha riconosciuto la legittimità di alcuni tipi speciali di obbligazioni<sup>290</sup> e ai sensi del secondo comma dell’art. 2348 cod. civ. la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto

---

<sup>287</sup> In particolare si tratta di (i) titoli a letteralità incompleta o di rinvio, in quanto la letteralità del titolo non viene meno quando lo stesso faccia riferimento ad altre fonti regolamentari; (ii) titoli a causalità apparente o in senso debole, in quanto essa non impedisce che l’emissione dei singoli titoli possa trovare giustificazione in rapporti causali di diversa natura né comporta che il portatore resti esposto alle eccezioni che derivano dal rapporto extracartolare posto in essere tra emittente e primo prenditore. Dovrà infatti ritenersi che la causalità dei titoli obbligazionari è riconducibile unicamente all’assoggettamento ex lege del credito cartolare alla disciplina del mutuo, a prescindere dalla circostanza che esista o meno nello specifico una causa di mutuo; G. CAMPOBASSO, *Le Obbligazioni*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da G. E. COLOMBO e G.B. PORTALE, vol. 5, Torino, 386.

<sup>288</sup> F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Vol. 2, 2004, 433 ss.; F. SIGNORELLI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006, 59; R. AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di tipo speciale*, in *Società*, 1991, 332 ss.

<sup>289</sup> In merito alla riforma del ’74 si veda M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Banca Borsa e tit. di credito*, I, 2003, 4. Già da prima della riforma del ’74 e della riforma del 2003 si assiste ad una variegata articolazione dei titoli obbligazionari e azionari, che comporta un’attenuazione delle differenze esistenti; si veda T. ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Problemi giuridici*, II, Milano, 1959, 685 ss.

<sup>290</sup> M. NOTARI, *op. ult. cit.*, 10 ss.; F. CORSI, *La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2003, 414 e A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2003, 1268 ss.; P. MONTALENTI, *La riforma del diritto societario: profili generali*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 57 ss. Si veda il § 4 della Relazione governativa al d.lgs. n° 6 del 2003, secondo cui “si è affermato espressamente nel secondo comma dell’art. 2351 la libertà dell’autonomia statutaria nel determinare e articolare il contenuto dei diritti conferiti dalle categorie di azioni. In tale modo viene perseguito l’obiettivo di ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere a fonti di finanziamento e viene dato ampio spazio alla creatività degli operatori nell’elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato”.

delle azioni delle varie categorie<sup>291</sup>. Difatti, date le molteplici tipologie di obbligazioni, è estremamente difficile riuscire a “inventariarle”; di poi, ad eccezione di alcune categorie – tra cui le obbligazioni convertibili in azioni – l’ordinamento non detta una disciplina specifica per ciascuna tipologia. Pertanto, eccezion fatta per le obbligazioni le cui caratteristiche sono predeterminate dalla legge, il prestito obbligazionario può essere liberamente modellato dall’autonomia privata<sup>292</sup>.

Orbene, occorre tenere ovviamente in considerazione la fase precontrattuale della sottoscrizione di un’obbligazione bancaria. Si è in presenza, di norma, di un’offerta standardizzata e, nella fase iniziale di instaurazione del rapporto, hanno un ruolo centrale, da un lato, la forma scritta del contratto a pena di nullità che può essere fatta valere solo dal cliente<sup>293</sup> (art.117, 1° e 3° comma, T.u.B.; art. 23, 1° e 3° comma t.u.b.) e, dall’altro l’obbligo per la banca di esplicitare tutte le condizioni a carico del cliente. Di poi, occorre ribadire che l’art. 25 *bis* del T.u.B. ha chiarito che anche le obbligazioni bancarie sono assoggettate alle regole sulla prestazione dei servizi di investimento<sup>294</sup>. Con riguardo, più nello specifico, all’informazione precontrattuale, occorre ribadire la centralità di questo momento: assume un rilievo fondamentale sia la prestazione di informazioni al cliente sul prodotto offerto sia l’assunzione di informazioni dal cliente per individuare il prodotto idoneo. Anche

---

<sup>291</sup> La pratica, infatti, al fine di incentivare la propensione dei risparmiatori verso tali strumenti, ha creato e crea continuamente tipi speciali di obbligazioni che sono caratterizzati dalla “diversità dei diritti” – mutuando il contenuto del secondo comma dell’art. 2348 cod. civ.- ad essi attribuiti. Le combinazioni sono molteplici così come le finalità perseguite. Secondo un’autorevole dottrina, F. GALGANO, *Le obbligazioni, op. cit.*, 387 ss., sono identificabili le seguenti tipologie di obbligazioni «speciali»: le obbligazioni a premio (che prevedono, oltre che interessi prestabiliti, anche utilità aleatorie che vengono attribuite con sorteggio o altro sistema); le obbligazioni partecipanti, le obbligazioni convertibili in azioni; le obbligazioni con warrant (o con diritto di opzione, le quali attribuiscono al titolare il diritto di sottoscrivere o di acquistare azioni della società emittente o di altra da essa controllata), le obbligazioni in valuta estera, le obbligazioni subordinate, nonché le obbligazioni indicizzate o con clausola parametrica, nate con lo scopo di ancorare il rendimento dei titoli (e quindi il rimborso o l’interesse) all’andamento di indici interni alla società o, più spesso (come nel caso delle obbligazioni strutturate) esterni, di varia natura (andamento dei prezzi di azioni, indici azionari, valute estere, ecc.).

<sup>292</sup> G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni di società, op. cit.*, 286.

<sup>293</sup> La rilevanza di ufficio, prevista dall’art. 127, 2° comma, t.u.b. è circoscritta ai casi in cui la nullità sia favorevole al cliente, A. PORTOLANO, sub art. 127, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. COSTA, Torino, 2013.

<sup>294</sup> Il tema è stato trattato nei paragrafi dedicati ai prodotti assicurativi finanziari.

la Banca d'Italia ha richiamato la necessità di fornire informazioni differenziate in relazione alle esigenze delle diverse fasce di clientela. Il cliente deve essere “profilato” al fine di poter consigliare l'acquisto del prodotto che meglio asseconda il suo profilo di rischio, si veda sul punto quanto prescritto dall'art. 21 del T.u.F. in ordine al giudizio di adeguatezza<sup>295</sup>. Più nello specifico, gli obblighi di condotta a carico della banca si sostanziano nell'informazione relativa a: eventuali conflitti di interesse; eventuale illiquidità dei prodotti; presenza di clausole di subordinazione. Con riguardo a quest'ultima, la presenza di clausole che rendono più articolata la struttura finanziaria dell'obbligazione dovrà opportunamente essere verificata come adeguata o appropriata per il cliente. In merito, si veda quanto previsto dal Regolamento Intermediari all' art. 43, detta disposizione permette alla banca di procedere alla mera esecuzione di ordini (senza la previa valutazione dell'appropriatezza) esclusivamente per le obbligazioni non complesse<sup>296</sup>.

Di poi, la Consob<sup>297</sup> ha enucleato principi specifici per la distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*; si realizza, così, un elenco non esaustivo di prodotti che sono caratterizzati dalla presenza di una complessità particolarmente elevata. Che impongono presidi rafforzati di tutela della clientela al dettaglio. Occorre precisare che la mancata inclusione, in detto elenco, non determina *ex se* l'esclusione del carattere di complessità. Inoltre, preliminarmente all'emissione di obbligazioni bancarie viene pubblicato un prospetto informativo<sup>298</sup>. Il pacchetto informativo

---

<sup>295</sup> Si veda il provvedimento intitolato *Disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari - correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, del 3 agosto 2017.

<sup>296</sup> N. COCCIA, *Depositi e obbligazioni bancari*, in *Analisi giuridica dell'economia, in Studi e discussioni sul diritto dell'impresa*, 2, a cura di R. LENER, U. MORERA, F. VELLA, 2016, 420 ss.

<sup>297</sup> Consob, *Comunicazione Consob sul collocamento al retail di prodotti finanziari complessi*, 22 dicembre 2014.

<sup>298</sup> Con riguardo al prospetto informativo si farà cenno, brevemente, alla disciplina relativa alla responsabilità da prospetto. La disciplina relativa alla formazione, alla pubblicazione e alla responsabilità “per” il prospetto informativo ha ricevuto l'*imprimatur* dal Legislatore comunitario in diverse Direttive a partire dalla fine degli anni Settanta. La n. 279/79 poneva quale obiettivo principale quello di rafforzare la tutela degli investitori creando un rapporto sempre più interdipendente tra i mercati nazionali dei valori mobiliari. Successivamente, La Direttiva n. 390/1980 si applicava ai valori mobiliari oggetto di domanda di ammissione alla quotazione ufficiale di una borsa valori situata ed operante in uno Stato membro. Disponeva che, preliminarmente all'ammissione alla quotazione ufficiale, venisse pubblicato un prospetto (termine utilizzato per la prima volta), una nota informativa che contenesse quelle informazioni necessarie per giudicare il titolo, la solidità patrimoniale e finanziaria dell'emittente, i risultati e le prospettive di quest'ultimo, i diritti connessi ai valori mobiliari al fine di rendere il più agevole possibile la valutazione circa la

sopra richiamato deve irrobustirsi di, almeno, un'ulteriore informazione che riguarda la fase patologica della crisi della banca. Con l'introduzione del sistema di *bail in*, il rischio del mancato rimborso delle somme prestate (oltre che degli interessi maturati) è ancora più "reale", soprattutto per le obbligazioni subordinate. Pertanto, dal momento che non si tratta di della sola comunicazione di una novità normativa ma anche e soprattutto dell'illustrazione delle sue possibili conseguenze nefaste; la valutazione circa l'appropriatezza e l'adeguatezza dovrà essere condotta con maggiore scrupolo dall'intermediario<sup>299</sup>. Entrambi i profili son stati segnalati dalla Consob, che ha invitato gli intermediari a valutare l'impatto delle modifiche normative nell'adempimento sia dei propri obblighi informativi, sia delle procedure

---

possibilità di effettuare un investimento. Le direttive n. 34/2001 e la n. 71/2003 che si sono succedute nel nuovo millennio non hanno colmato i vuoti lasciati dalle precedenti normative comunitarie. La Direttiva n. 71/2003 (c.d. Direttiva Prospetti) ha modificato la n. 34/2001; consolidata è la convinzione che un prospetto informativo, previamente sottoposto al vaglio dell'autorità competente, redatto in forma chiara, comprensibile, che renda notizie veritiere, obiettive relative alla situazione finanziaria e contabile della società emittente, oltre che al valore mobiliare ammesso alla quotazione ufficiale, è un mezzo indispensabile al fine di ridurre le asimmetrie informative che intercorrono tra le controparti contrattuali, e garantire in capo all'investitore una "panoramica" sui rischi legati all'investimento, ragion per cui questi può decidere di capitalizzare consapevolmente. L'istituto del prospetto informativo riceve una compiuta definizione legislativa nel Tuf., rilevanti e innovative sono le disposizioni relative agli obblighi informativi che gravano in capo a coloro i quali intendano fare appello al pubblico risparmio, ex art. 94 del Tuf. Secondo quanto disposto dall'art. 94 "tutti coloro i quali intendano effettuare un'offerta al pubblico" preliminarmente a ciò ne danno comunicazione alla Consob allegando un prospetto informativo destinato alla pubblicazione. Sarà compito della Consob, sulla base di quanto disposto all'interno del c.d. Regolamento emittenti. È necessario che la Consob si esprima favorevolmente, pena il diniego alla pubblicazione e, conseguentemente, la mancata diffusione tra gli investitori; difatti, la mancata approvazione del prospetto nei termini stabiliti non costituisce approvazione dello stesso. L'art. 94 T.u.F. prevede che i soggetti che redigono il prospetto informativo sono responsabili della veridicità e della completezza delle informazioni contenute nel prospetto stesso, salvo che non dimostrino di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso. Per un approfondimento dottrinario, si veda, *ex multis*, L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, op. cit., 289 ss.; F. ATTANASIO, *Prospetto informativo e responsabilità della Consob*, Napoli, 2010; M. PINARDI, *La responsabilità per danni da informazione del mercato finanziario*, in *Rassegne di giurisprudenza*, II parte; G. D'ALFONSO, *Responsabilità da prospetto informativo*, Napoli, 2010; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, op. cit., 340

<sup>299</sup> R. LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di condotta degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, 287 ss.; A GARDELLA, *Il bail in ed il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo unico di risoluzione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015, 587 ss., N. CIOCCIA, *op. ult. cit.*, 434 ss.

di verifica dell'idoneità dello strumento finanziario tenendo conto della tipologia di cliente<sup>300</sup>.

### 3.2 Natura delle obbligazioni strutturate

Le obbligazioni strutturate sono composte da: un titolo obbligazionario di tipo classico che identifica la causa di finanziamento, che si sostanzia nell'obbligo di restituzione del capitale e nella corresponsione di eventuali interessi (c.d. componente obbligazionaria) e da un titolo derivato, che incide sul rendimento del capitale versato (c.d. componente derivativa). Dunque, la caratteristica principale di detta particolare categoria è rappresentata dal fatto che il loro rimborso e/o la loro remunerazione viene indicizzata all'andamento dei prezzi di determinati parametri finanziari<sup>301</sup>. Le classificazioni dei titoli in questione tengono conto proprio del meccanismo di indicizzazione<sup>302</sup> delle cedole e/o del capitale rimborsato ad una predeterminata scadenza<sup>303</sup>. Le obbligazioni strutturate possono dividersi in due categorie. Nella prima categoria rientrano le *equity linked bonds*, il cui rendimento è ancorato a: panieri di titoli (*basket linked*); indici azionari (*index linked*); di valute,

---

<sup>300</sup> Consob, *Decreti legislativi nn. 180 e 181 del 16 novembre 2015 di recepimento della direttiva 2014/59/UE. Prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché dei servizi accessori*, 24 novembre 2015.

<sup>301</sup> E. LA SALA- F. BRUNO, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in *Soc.*, 2009, 692.

<sup>302</sup> Per una disamina più approfondita delle varie tecniche di indicizzazione nei prestiti obbligazionari si veda F. CARBONETTI, *Clausole di indicizzazione*, in *Dizionario del diritto privato*, a cura di N. IRTI, 327 ss.

<sup>303</sup> «Sono obbligazioni il cui rendimento è collegato all'andamento di determinati prodotti finanziari o reali, quali azioni o panieri di azioni (*equity linked bond*), indici (*index linked bond*), tassi di cambio (*forex linked bond*), merci (*commodities linked bond*), fondi comuni di investimento (*funds linked bond*) o altro. Il tasso di interesse corrisposto è generalmente inferiore a quello di mercato, mentre alla scadenza viene garantito il rimborso alla pari del prestito. Il risparmiatore ha però il vantaggio di poter ottenere alla scadenza un premio commisurato all'andamento del prodotto finanziario sottostante. Per esempio, sottoscrivendo una obbligazione *index linked*, il risparmiatore di fatto compra sia una obbligazione che una opzione call sull'indice sottostante. In realtà tale opzione non è gratuita, e l'emittente ne recupera il costo corrispondendo un tasso di interesse inferiore a quello di mercato. L'investitore sopporta il rischio tipico dell'acquirente di un'opzione: con il passare del tempo l'opzione perde valore e solo se l'andamento del titolo sottostante supera il prezzo di esercizio fissato al momento dell'emissione percepirà un qualche flusso cedolare. Una versione più semplice di obbligazione di tipo *linked*, prevede la corresponsione del solo premio a scadenza, senza il pagamento di cedole di interesse. In questo caso il premio incorpora anche il flusso di cedole non corrisposte nel corso della vita del prestito», in [www.consob.it](http://www.consob.it)

merci o metalli preziosi (*commodity linked bonds*), di tassi di interesse calcolati secondo variabili più o meno complesse (e.g. obbligazioni trasformabili; *fixed reverse floater bonds*).

Alla seconda categoria appartengono le *credit linked*, che subordinano la remunerazione del capitale il suo rimborso al verificarsi di un *credit event*; più nello specifico si tratta di un evento futuro e incerto che può essere rappresentato da un dissesto finanziario di un terzo debitore e le *reverse convertible*, che rappresentano la commistione tra un titolo obbligazionario di tipo ordinario e di uno strumento finanziario derivato<sup>304</sup>.

Con specifico riguardo alle *reverse convertible* la Consob, con la comunicazione del 6 novembre 2000, ha imposto che a detti prodotti venisse applicata la disciplina della sollecitazione all'investimento<sup>305</sup>.

---

<sup>304</sup> Per una diffusa disamina di tali obbligazioni si veda N. CIOCCA, *Rimborso anticipato di obbligazioni, obbligazioni strutturate e obblighi di trasparenza nella negoziazione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, 547 ss.

<sup>305</sup> Sul punto si veda una decisione del Tribunale di Firenze estremamente interessante. Gli attori avevano acquistato un certo quantitativo di titoli “*reverse convertible*” legati a Fiat s.p.a presso la Cassa di Risparmio di Firenze, quest’ultima risultava essere, contemporaneamente, la società emittente e intermediaria del titolo. Lamentavano di aver subito una truffa contrattuale poiché erano note, all’istituto fiorentino, le non rosee condizioni economiche in cui versava l’azienda produttrice di automobili. Gli attori chiedevano la risoluzione del vincolo contrattuale vista la violazione degli artt. 27, 28, 29 e 30 del Regolamento Consob. Eccepevano la nullità per difetto di forma, *ex art. 23 Tuf*. Nella motivazione il Tribunale affermava che ci si trovava di fronte a una particolare categoria di titoli, a metà strada tra le obbligazioni e le azioni: le obbligazioni strutturate. Il rimborso del titolo è condizionato, “[...] non è sicuro fin dall’inizio, ma si determina durante la vita del titolo in base all’andamento in borsa o nei mercati finanziari di alcune azioni o di alcune valute. [...] La sottoscrizione dei titoli in questione richiede, pertanto, un’attenta valutazione e ponderazione di questi fattori e presuppone una notevole competenza in materia essendo espressamente esclusa la possibilità di rimborso anticipato. Con questi prodotti si rischia, infatti, di rimetterci in termini di mancato guadagno se portati a scadenza. Per sottoscriverli occorre, quindi, conoscere molto bene la situazione sottostante attraverso il puntuale rispetto da parte degli istituti bancari degli obblighi informativi dettati dalla legge”. L’intermediario ha agito in chiaro conflitto di interessi essendo, contemporaneamente, emittente e collocatrice dei titoli in oggetto. La banca avrebbe dovuto garantire una maggiore trasparenza nelle condizioni contrattuali. Al contrario, anche sotto il profilo “visivo”, il regolamento, le c.d. “istruzioni per l’uso”, erano state poste sul retro del contratto, impresse su carta utilizzando dei caratteri minuti e poco leggibili. L’interpretazione, ma anche la semplice lettura del cliente, non erano state agevolate. In tema di rimborso, “la lettura della clausola non permette un’immediata percezione del sistema (...) Le clausole contrattuali dovrebbero essere sempre redatte in modo chiaro e comprensibile, l’equivocità e la non trasparenza della clausola è essa stessa fonte di squilibrio tra le parti e di iniquità sostanziale, nella misura in cui contribuisce ad aggravare l’asimmetria informativa già presente nei contratti di adesione.” Nel caso in esame la Banca non si è conformata agli obblighi indicati dalla normativa di secondo livello emanata dalla Consob; non avendo richiesto, preventivamente, agli investitori, notizie relative alla propensione al rischio o all’esperienza in materia finanziaria. L’obbligo di trasparenza non può esaurirsi nella consegna di un prospetto informativo, di un contratto o di un regolamento “targato” Consob. Di

I dubbi sorti in dottrina si riferiscono alla “pacifica convivenza” della causa di mutuo con l’incertezza della restituzione del capitale, dal momento che quest’ultima caratterizza i derivati finanziari. Tenendo conto della componente derivata, potrebbero sorgere dei dubbi in ordine alla possibilità di considerare le obbligazioni strutturate come afferenti alla fattispecie obbligazionaria<sup>306</sup>.

Il criterio discrezionale, utilizzato dalla dottrina maggioritaria, per comprendere la natura giuridica delle obbligazioni strutturate è il diritto al rimborso del capitale: ove questo sia, *ab origine*, riconosciuto si rimane nell’ambito obbligazionario; diversamente ci si trova innanzi ad un contratto di investimento<sup>307</sup>. Dunque, a titolo meramente esemplificativo, l’obbligazione in questione può non prevedere la corresponsione degli interessi (si pensi alle obbligazioni c.d. *zero coupon*) ma, perché possa essere qualificata come tale, deve prevedere la restituzione del capitale versato.

Di poi, una parte della dottrina ha affermato che le obbligazioni di cui trattasi sono da considerarsi, pur sempre, strumenti mediante i quali si attua la raccolta del

---

fronte, soprattutto, a tali prodotti finanziari, l’investitore deve essere guidato nella scelta. Il fatto che il cliente abbia in mano tali documenti, non si configura come una presunzione di “conoscenza”, in capo allo stesso. Quest’ultima deve essere effettiva, e l’intermediario deve assicurarsi che l’investitore abbia compreso, pienamente, ogni segmento dell’operazione. “Un contratto di investimento concluso senza l’osservanza delle regole di condotta dettate dalla normativa richiamata, deve essere dichiarato nullo, perché contrario all’esigenza di trasparenza dei servizi finanziari che è esigenza di ordine pubblico. Così ha deciso il Tribunale di Firenze, dichiarando la nullità di compravendita di tali obbligazioni strutturate collocate dall’istituto in una situazione di conflitto di interessi, essendo contemporaneamente banca emittente e collocatrice dei titoli ed operando senza fornire una adeguata informazione su tale situazione e sui rischi collegati all’operazione. La banca ha violato gli artt. 27 e 28 reg. Consob 11522/98 dal momento che ha omesso di fornire una dettagliata informazione circa la natura e l’estensione dell’interesse in conflitto nonché in ordine alla tipologia dell’investimento negli strumenti finanziari proposti. In dottrina si veda i contributi di E. LUCCHINI GUASTALLA, *Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari*, in *Resp. civ. e prev.*, 2005, 44 ss.; G. BERSANI, *La responsabilità degli intermediari*, Torino, Utet, 2008, 199 ss.

<sup>306</sup> D.GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili patologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, 265; E. LA SALA-F. BRUNO, *op. ut. cit.*, 692 s.

<sup>307</sup> G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G. B. PORTALE, Milano, 1983, 366 ss.; G. DESIDERIO, *L’attività bancaria fattispecie ed evoluzione*, Milano, 2000, 274 ss. *Contra*, D. GALLETTI, *op. ult. cit.*, 266, il quale ritiene infranta l’equazione mutuo-obbligazione, con la conseguenza quest’ultima diventerebbe forma giuridica per la cartolarizzazione di prestiti collettivi con l’obbligo di restituzione anche quando questa abbia ad oggetto un valore inferiore a quello nominale.

risparmio e devono considerarsi fondi rimborsabili anche se non al loro valore nominale<sup>308</sup>.

I titoli qui esaminati si sono diffusi anche e soprattutto grazie all'iniziativa degli istituti di credito, che perseguivano l'obiettivo di ricorrere all'investimento in strumenti finanziari derivati, senza soggiacere alle limitazioni di natura regolamentare e di vigilanza prudenziale connessi a tali prodotti<sup>309</sup>. Le obbligazioni strutturate sono definite esclusivamente dalle regole di natura secondaria (Regolamento n. 11971 del 14 maggio 1999, Consob e successive modifiche)<sup>310</sup>. Occorre subito osservare che la stessa definizione ad opera della CONSOB sembra scontare la possibilità che non soltanto la remunerazione ma lo stesso rimborso del capitale possa dipendere da fattori esterni legati alla componente strutturata del titolo, con ciò lasciando aperta la possibilità di avere obbligazioni con indicizzazione del capitale.

Occorre da ultimo rilevare che, stando alle disposizioni contemplate dal T.u.F. e dal Regolamento Emittenti, la banca che offre sul mercato obbligazioni strutturate deve indicare nel prospetto, mediante l'utilizzo di una forma di facile comprensione, le informazioni necessarie per comprendere le caratteristiche del titolo in questione e la situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente.

### **3.3 Le obbligazioni convertibili in azioni**

Fra i tipi speciali di obbligazioni che, come si diceva sono puntualmente disciplinate in sede legislativa, si annoverano le obbligazioni convertibili in azioni.

Queste sono state introdotte dalla l. 7.6.1974, n. 216 e l'art. 2420 *bis* cod. civ. è rimasto privo di sostanziali modificazioni anche a seguito dell'entrata in vigore

---

<sup>308</sup> G. DESIDERIO, *op. ult. cit.*, 274.

<sup>309</sup> G. DESIDERIO, *op. ult. cit.*, 272 ss. il quale afferma che "riducono il costo dell'autore"; G. D'AGOSTINO-M. MINENNA, *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate*, in *Quaderni di Finanza* n. 39, 6 ss.; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, *op. cit.*, 368 ss.

<sup>310</sup> Art. 51 Regolamento Emittenti: i) i titoli obbligazionari il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, secondo meccanismi che equivalgono all'assunzione di posizioni in strumenti finanziari derivati, dal valore o dall'andamento del valore di prodotti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici; ii) i titoli obbligazionari il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, dal verificarsi di determinati eventi o condizioni.

della riforma del diritto societario del 2003. Il tratto caratterizzante risiede nell'attribuzione al possessore della facoltà di sottoscrivere – con i tempi, secondo le modalità e in base al rapporto di cambio previsti nella delibera di emissione – azioni della medesima società utilizzando come riferimento le somme già versate al momento dell'acquisto delle obbligazioni<sup>311</sup>.

Chi esercita il diritto di conversione diviene azionista dismettendo, così, i panni dell'obbligazionista<sup>312</sup>.

Le obbligazioni convertibili debbono essere offerte in opzione agli azionisti e ai possessori di azioni convertibili emesse in precedenza secondo le modalità indicate dal primo comma dell'art. 2441 cod. civ. Le obbligazioni convertibili presentano motivi di interesse sia per gli investitori, ai quali offrono – accanto ai vantaggi propri del prestito obbligazionario – la possibilità di convertire l'investimento in partecipazione azionaria. Detta categoria è vantaggiosa anche per le società emittenti, che possono acquisire disponibilità finanziarie e, contemporaneamente, programmare un aumento di capitale ad attuazione differita e scindibile<sup>313</sup>, così da assicurare maggiore stabilità alla propria struttura finanziaria<sup>314</sup>.

---

<sup>311</sup> G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni di società*, op. cit., 288.

<sup>312</sup> Una parte della dottrina assimila questo mutamento al meccanismo della novazione causale del rapporto di mutuo obbligazionario in rapporto di partecipazione azionaria, si veda G. FERRI, *Le società*, Torino, 1997, 390 ss.; F. GALGANO, *Diritto Commerciale, Le società*, Bologna, 1992, 358 ss.; M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 263 s.; G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1993, 116 e 180. Un'altra parte della dottrina ritiene che si tratti di una compensazione fra il credito incorporato nel titolo obbligazionario e l'obbligo di conferimento che nasce dalla sottoscrizione delle azioni, G. MINERVINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Società, associazioni, gruppi organizzati*, Napoli, 1973, 324; R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978, 269 ss.

<sup>313</sup> Si tratta, infatti, di aumento «necessariamente ad esecuzione differita, frazionata e progressiva in quanto destinato ad attuarsi via via che gli obbligazionisti eserciteranno il diritto di conversione», G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 454 s. le cui precisazioni sono riprese, dopo l'entrata in vigore del d.lg. n. 6/2003, da R. CAVALLO BORGIA, *sub art. 2410 bis*, Società per azioni, IV, Delle obbligazioni, in *Comm. Scialoja-Branca*, 7° ed., Bologna-Roma, 2005, 209 s.; A. AUDINO, *sub art. 2420 bis*, in *Comm. Maffei Alberti*, III, Padova, 2005, 1330 s. Si rimanda, per un completo ed approfondito esame delle condizioni di emissione a G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni di società*, op. cit., 289 s. e, per un commento meno risalente nel tempo, L. PICARDI, *sub art. 2420 bis*, in *Commentario del Codice Civile*, AA. VV., 2015, 908 ss.

<sup>314</sup> U. CAPOLINO, *sub art. 2420 bis*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'ALESSANDRO Padova, 2011, 566; E. GINEVRA, *Le obbligazioni*, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN M., II, 2° ed., Torino, 2014, 347.

Il rapporto sottostante alle obbligazioni convertibili può ricondursi – secondo l’opinione prevalente – ad un negozio misto mutuo-opzione<sup>315</sup> ovvero ad un’ipotesi di collegamento negoziale (genetico e funzionale) fra mutuo obbligazionario e patto di opzione relativo alle partecipazioni azionarie<sup>316</sup>. Dunque, l’esercizio del diritto di conversione si configura, nella sostanza, come un diritto potestativo di opzione (art. 1331 cod. civ.)<sup>317</sup>. Discende da tale ricostruzione che la comunicazione della richiesta di conversione da parte dell’obbligazionista vale come accettazione della proposta irrevocabile a questi rivolta dalla società. Pertanto, una volta pervenuta a quest’ultima, determina l’immediato perfezionamento del contratto di sottoscrizione. L’obbligazionista diviene “pienamente” azionista, e da ciò derivano una serie di conseguenze rilevanti, si veda l’ipotesi fallimento<sup>318</sup>.

Durante la pendenza del periodo di conversione «*la legge concilia la libertà decisionale della società con l’esigenza di tutelare i possessori di obbligazioni convertibili di fronte ad operazioni che modificano la struttura organizzativa e finanziaria della società e che possono perciò alterare vistosamente il valore del diritto di conversione e la loro eventuale posizione di azionisti*<sup>319</sup>».

La disciplina introdotta dall’art. 2420 *bis* riguarda esclusivamente le obbligazioni convertibili in azioni di futura emissione della medesima società, questo è considerato il procedimento diretto. Nella prassi si riscontrano diverse articolazioni

---

<sup>315</sup> E. SIMONETTO, *Le obbligazioni convertibili in azioni Alcune questioni di base*, in *Bilancio d’esercizio*, I, Padova, 1976, 200.

<sup>316</sup> R. CAVALLO BORGIA, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, *op. cit.*, 235 ss.

<sup>317</sup> Questa impostazione è stata sposata dalla dottrina maggioritaria, si veda V. BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili in azioni nella legge di riforma*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 708 ss.; R. CLARIZIA, *Le obbligazioni nella società per azioni*, *cit.*, 649 s.; G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni di società*, *op. cit.*, 291 s.; M. BUSSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili*, *op. cit.*, 15 s. La dottrina minoritaria riteneva che si trattasse di un contratto preliminare unilaterale, sicché «*se l’obbligazionista opta per la conversione, il contratto definitivo di trasferimento delle azioni dalla società all’obbligazionista sorge per effetto della richiesta di conversione, che vale come proposta contrattuale, e dell’emissione delle azioni, che costituisce l’accettazione della società*»; da tale impostazione si trae la conseguenza che l’obbligazionista rimarrebbe creditore della società anche dopo la dichiarazione di conversione, fino all’emissione delle azioni, conservando altresì il diritto di percepire gli interessi sui titoli» R. NOBILI -M-VITALE *La riforma delle società per azioni*, Milano, 1975, 232.

<sup>318</sup> G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, *op. cit.*, 444 e 472; nonché M. BUSSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili*, *op. cit.*, 14 s.

<sup>319</sup> Per un’ampia disamina sul tema, che analizza le disposizioni codicistiche in materia (artt. 2441; 2415; 2420; 2343) si veda G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni di società*, *op. cit.*, 290.

di detto istituto: obbligazioni convertibili già emesse e detenute da un depositario; le obbligazioni vengono convertite in azioni di altre società. Dette “variazioni” del prestito obbligazionario sono da considerarsi lecite, a patto che non rappresentino un tentativo per eludere la disciplina inderogabile posta dall’art. 2420 *bis* cod. civ. a tutela dell’integrità del capitale sociale e dei sottoscrittori di obbligazioni convertibili. Nella prassi, la disciplina adottata per le obbligazioni convertibili tipizzate, viene applicata analogicamente anche per normare le fattispecie atipiche e funge da filtro per comprendere cosa sia vietato e cosa ammesso<sup>320</sup>. Detta applicazione analogica è stata oggetto di persistenti dibattiti in dottrina e, soprattutto, occorre verificare in maniera analitica l’aderenza, o meno, delle obbligazioni convertibili non tipizzate ai principi inderogabili posti dall’art. 2420 *bis* cod. civ.<sup>321</sup>.

Con riguardo alle obbligazioni bancarie, ai sensi di quanto previsto dal terzo comma dell’art. 12 del T.u.B.<sup>322</sup>, occorre precisare che il legislatore, nel riscrivere il precedente art. 4 del d.lg.14.12.1992 n. 481, ha riconosciuto a tutte le banche la possibilità generalizzata di emettere obbligazioni, anche convertibili, sia nominative sia al portatore. In precedenza, sotto la vigenza della legge bancaria del 1936, tale facoltà era riconosciuta esclusivamente agli istituti di credito speciale. In termini più generali, l’art. 12 del T.U.B. individua gli strumenti attraverso cui le banche possono effettuare la raccolta di risparmio presso il pubblico,

---

<sup>320</sup> G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni di società*, op. cit., 292.

<sup>321</sup> P. CASELLA, *Le obbligazioni convertibili*, Milano, 1983, 262 ss.; M. BUSSOLETTI, *La posizione del possessore di obbligazioni convertibili*, in *Riv. dir. comm.*, 1980, I, 18, nt. 16; ID., *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, op. cit., 276 ss.; L. ROVELLI, *Le obbligazioni indirettamente convertibili*, in *Soc.*, 1991, 307 s.; V. DE CASTELLO, *Il procedimento indiretto nell’emissione di obbligazioni*, in *Contr. e impr.*, 1994, 371 ss.; L. CALVOSA, *sub art. 2420 bis*, In *Comm. Niccolini-Stagno d’Alcontres*, II, Napoli, 2004, 967, che affronta in termini economici finanziari la questione, affermando che il procedimento indiretto è particolarmente adottato da intermediari bancari e finanziari che emettono obbligazioni convertibili in azioni di altra società che abbia deliberato o deliberi un aumento di capitale a servizio del prestito. Anche la giurisprudenza (che non è copiosa in materia) ha riconosciuto da tempo l’ammissibilità in via generale di schemi di convertibilità diversi da quello tipico disciplinato dal codice: TRIB. NAPOLI, 5.10.1989, in *Soc.*, 1991, 63, per l’affermazione della legittimità del procedimento indiretto, al quale sono applicabili per analogia le norme inderogabili che regolano la fattispecie tipica. Si veda altresì: CASS., 28 gennaio 1998, n. 826; TRIB. ROMA, 7 luglio 2011, n. 14708; TRIB. MILANO, 28 maggio 2011.

<sup>322</sup> Per una completa analisi dell’articolo in questione, si veda il commento di C. BALDINELLI, *sub art. 12 T.u.B.*, op. cit.

riconoscendone sostanzialmente tre tipologie: le obbligazioni convertibili e non convertibili, i titoli di deposito nominativi e al portatore, i prestiti subordinati, irredimibili e non, o rimborsabili previa autorizzazione della Banca d'Italia. Inoltre, l'emissione di obbligazioni convertibili e non soggiace a limiti di natura qualitativa o quantitativa. Per espressa deroga legislativa, non si applicano i limiti imposti dall'art. 2410 cod. civ., la *ratio* è da ricondurre al fatto che «*le obbligazioni sono strumenti di raccolta del risparmio*» ed inoltre nella presenza della «*vigilanza bancaria durante l'emissione*<sup>323</sup>».

Si segnala, si da ora che con il recepimento della direttiva BRRD, in caso di crisi, la procedura di risoluzione aggredirà per primo il capitale degli azionisti. Solo in caso di insufficienza del loro contributo, sono chiamati a intervenire i titolari di altre categorie di strumenti finanziari emessi dalla banca stessa secondo un ordine che incide sul rischio dell'investimento. La prima categoria di titoli ad essere aggredita è quella delle «azioni e altri strumenti finanziari di capitale»: e ci si riferisce alle azioni di risparmio e alle obbligazioni convertibili in azioni emesse dall'istituto bancario in crisi.

### **3.4 Le obbligazioni subordinate**

Le obbligazioni subordinate, o postergate<sup>324</sup>, sono ispirate dalla necessità di «*realizzare forme di finanziamento a titolo di prestito con un più accentuato grado di sensibilità al rischio di insolvenza dell'emittente*<sup>325</sup>».

---

<sup>323</sup> R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, 513; F. CAPRIGLIONE, *Il recepimento della seconda Direttiva CEE in materia bancaria. Prime riflessioni*, Roma, 1993

<sup>324</sup> I due vocaboli sono utilizzati dalla dottrina come sinonimi. Il primo comma dell'art. 2411 cod. civ. fa espresso riferimento al termine subordinazione: «*il diritto degli azionisti alla restituzione del capitale può essere subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società*»; l'art. 2467 cod. civ., avente ad oggetto i finanziamenti dei soci nella s.r.l., fa invece riferimento alla postergazione dei crediti: «*il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione di altri creditori*». Il legislatore utilizza il termine subordinazione come indicativo di una scelta determinata dall'autonomia negoziale delle parti. Mentre la postergazione è un effetto eterodeterminato da una previsione di legge o da una pronuncia giudiziale. Orbene, dette sottigliezze terminologiche non sono enfatizzate nella prassi e, come si è detto, in termini sono «interscambiabili» tra loro. Detta ricostruzione è da attribuire ad A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride: tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013, nt. 2, 44 s.

<sup>325</sup> G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni di società*, op. cit., 292 s.

Dette obbligazioni speciali si sono celermente diffuse sin dagli anni '80 del 900 e hanno rappresentato uno strumento (alternativo) per favorire la ricapitalizzazione delle banche<sup>326</sup>. La ragione della diffusione di questa particolare forma di debito è da ricercarsi nella patrimonializzazione delle banche, che ha trovato sintesi e stimolo particolare con gli Accordi di Basilea del 1988 volti alla creazione di una regolamentazione omogenea dei sistemi bancari. Proprio nel corso degli anni '80, l'introduzione di un livello standard di capitale che ogni banca deve aver al fine di fronteggiare possibili rischi è stato l'obiettivo posto dalle autorità di vigilanza dei paesi più sviluppati nonché di istituzioni internazionali<sup>327</sup>. Di poi, a livello comunitario sono state emanate la direttiva n. 299 del 17 aprile 1989 sui fondi propri ai fini del calcolo del patrimonio ed una successiva volta a regolare i coefficienti di solvibilità, il 19 dicembre 1989 n. 647.

Successivamente, il Comitato Interministeriale per il Credito ed il Risparmio (CICR), con la delibera datata 23 dicembre 1986, ha determinato i principi fondamentali relativi all'introduzione di coefficienti patrimoniali minimi obbligatori di carattere generale cui correlare la concessione dei fidi, tenendo conto delle varie tipologie di rischio e delegando alla Banca d'Italia il compito di definire la normativa di applicazione. Tra le più recenti circolari in materia si possono indicare quella del 19 luglio 2005 ed una successiva che la integra del 9 dicembre 2005. È andato definendosi il concetto di patrimonio di vigilanza ed il prestito subordinato concorre al calcolo dei coefficienti minimi patrimoniali che le banche devono rispettare. Si anticipa, già in questa sede, un discorso che tornerà utile prosieguo della trattazione. Negli ultimi anni si è avvertita la forte esigenza di «*revisionare i livelli di adeguatezza patrimoniale delle istituzioni bancarie*»; detta necessità è stata imposta dalla crisi finanziaria del 2008 che ha obbligato un ripensamento dell'assetto gestionale e operativo degli istituti finanziari e creditizi.

---

<sup>326</sup> Sull'ammissibilità dei patti di subordinazione di credito anteriori alla riforma del 2003 si veda, S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, 1 ss; G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in AA. VV., *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, a cura di G. B. PORTALE, Torino, 1988, 354 ss.

<sup>327</sup> R. MASERA, *Operatività dei mercati monetari e finanziari: aspetti regolamentari e sollecitazioni di mercato*, in *Economia italiana*, n. 1, 1989, 15 ss.

Detti eventi nefasti hanno “ferito” l’intelaiatura del sistema di controllo prudenziale; ciò è accaduto anche nel sistema italiano, che pareva immune<sup>328</sup>.

Le obbligazioni subordinate societarie trovano un espresso riconoscimento normativo nel primo comma dell’art. 2411 cod. civ., che è stato introdotto a seguito della (citata) riforma del diritto delle società del 2003, dove il legislatore dispone che: «*Il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società*<sup>329</sup>». Detta disposizione si applica anche alle obbligazioni subordinate emesse da istituti di credito; difatti, occorre leggere in combinato disposto l’art. 2411 co. 1 cod. civ. con l’art. 12 del T.u.B., avendo particolare riguardo ai commi 3 e 7<sup>330</sup>.

In sostanza, così come ha affermato autorevole dottrina, la subordinazione di un credito «*consiste nell’attribuire ai creditori beneficiari il diritto di soddisfarsi sul patrimonio del debitore con precedenza rispetto al creditore subordinato*<sup>331</sup>». Detto inquadramento ha un limite: visualizza la questione esclusivamente dall’angolazione prospettica del terzo creditore. Pertanto, dal punto di vista dei creditori subordinati, occorre definire detta subordinazione come l’espressa accettazione di venire rimborsati solo dopo l’integrale soddisfacimento di uno o più creditori della società creditrice in caso di liquidazione, volontaria o coatta, della banca emittente<sup>332</sup>. Di poi, si potrebbe altresì aggiungere che, nello specifico, si tratta di una proroga, a tempo indeterminato, dell’originario termine di

---

<sup>328</sup> F. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, 73; ID, *Gli stress test delle banche europee: una tempesta prima di un ‘nuovo ordine’ del mercato finanziario. Il caso Italia, in Federalismi*, 2014. L’immunità (apparente) cui fa, sostanzialmente, riferimento l’A. nel primo dei test citati, è da ascrivere al fatto il sistema italiano si caratterizzava per: prudenza operativa; radicamento in tutto il territorio nazionali di filiali; relativamente pochi investimenti in prodotti di tipo derivato e mancato coinvolgimento nella problematica dei mutui *subprime*.

<sup>329</sup> Altri ordinamenti riconoscono la legittimità dei titoli subordinati, ma non li ricomprendono nella categoria obbligazionaria. Si veda ad esempio la Francia, che all’art. 228-97 del nuovo *Code de Commerce* prevede che le società per azioni possano emettere valori mobiliari che siano rimborsabili dopo aver soddisfatto altri creditori della società emittente. Ipotesi simili sono previste anche nell’ordinamento spagnolo e in quello olandese.

<sup>330</sup> Per un’approfondita analisi dell’articolo in questione, si veda il commento di C. BALDINELLI, *sub art. 12 T.u.B., op. cit.*

<sup>331</sup> S. VANONI, *op. ult. cit.*, 12 s.

<sup>332</sup> G. F. CAMPOBASSO, *Obbligazioni di società, op. cit.* 292; S. VANONI, *op. ult. cit.*, 229.

adempimento sino al verificarsi dell'avvenuto pagamento di altri creditori<sup>333</sup>. Vi è, invece, chi qualifica detta subordinazione come una condizione sospensiva dell'esigibilità, ovvero dell'obbligo di rimborso, del credito a cui l'accordo di subordinazione accede; la condizione sospensiva verrebbe soddisfatta esclusivamente dall'integrale adempimento del credito o dei crediti non ugualmente subordinati vantati da terzi nei confronti del medesimo debitore<sup>334</sup>.

In passato, prima della riforma dei primi anni duemila e del riconoscimento *ex lege* della piena validità di dette clausole, nonostante la dottrina largamente maggioritaria<sup>335</sup> non dubitasse della facoltà generalizzata di prevedere nei regolamenti di emissione le clausole di postergazione, si era formato un indirizzo dottrinale (minoritario) che contrastava la riconducibilità del prestito subordinato alla categoria delle obbligazioni, secondo quest'ultimo indirizzo la subordinazione incideva sulla causa del negozio obbligazionario alterandone la natura da finanziamento di debito a finanziamento di rischio<sup>336</sup>. Come si è detto, sulla natura obbligazionaria dei titoli in questione non si discute anche e grazie al riconoscimento *ex lege* di questa categoria<sup>337</sup>. Di poi, si potrebbe aggiungere che anche l'obbligazionista ordinario è soggetto al rischio, più o meno implicito, di incapacità del patrimonio sociale a soddisfare il proprio credito<sup>338</sup>

---

<sup>333</sup> G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, op. cit., 359, l'A. precisa la clausola di subordinazione è sottoposta alla condizione risolutiva dell'integrale soddisfacimento degli altri creditori, con l'effetto di rendere sospensivamente condizionato l'obbligo di rimborso. Per un riferimento più recente in dottrina si veda D. VATTERMOLI, *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2011, I, 737 ss.

<sup>334</sup> G. B. PORTALE, *Prestiti subordinati e prestiti irrimediabili*, op. cit., 4; S. VANONI, op. ult. cit., 58 ss. La tesi qui riproposta è, probabilmente, quella che meglio aderisce all'art. 55, comma 3, della legge fallimentare, dal momento che il credito così definito viene ricondotto al novero dei crediti condizionali.

<sup>335</sup> Ovviamente ci si riferisce *in primis* al Prof. Gian Franco Campobasso e ai suoi scritti in materia che sono già stati indicati in questo paragrafo.

<sup>336</sup> G. B. PORTALE, *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 34; ID, *Prestiti subordinati e prestiti irrimediabili*, op. cit., 14 ss., che qualifica le obbligazioni subordinate come un «sostituto alquanto imperfetto del titolo azionario».

<sup>337</sup> Sul punto si veda una recente pronuncia della Corte di Cassazione dove si afferma: «che nelle obbligazioni subordinate si rinvia l'esercizio, ma non si esclude la titolarità del diritto al rimborso», CASS., 7 luglio 2016, n. 13854, con nota di M. ROSSI, *Il prestito obbligazionario fra identità e meticcio*, in *Giur. comm.*, 3, 2017, 482.

<sup>338</sup> «rispetto al rischio di insolvenza, il creditore subordinato è in una posizione che differisce solo quantitativamente, ma non qualitativamente da quella del creditore non subordinato» S. LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, in *Strumenti del diritto*, Bologna, 2010, 33.

Orbene, occorre a questo punto operare una differenziazione che tenga conto del fatto che l'emittente sia una banca o una società che non appartiene al novero degli istituti di credito<sup>339</sup>. Mentre, con riguardo alla prima ipotesi i prestiti subordinanti di natura bancaria vengono computati nel patrimonio di vigilanza supplementare<sup>340</sup>; quelle emessi dalla seconda tipologia di enti, non possono essere considerati come facenti parte del capitale di rischio, dal momento che nel bilancio societario vengono iscritte tra le passività. Diversamente, le obbligazioni subordinate emesse dalle banche concorrono alla formazione del patrimonio di vigilanza dell'istituto di credito<sup>341</sup>.

Un ulteriore elemento di differenziazione è rappresentato dal fatto che la subordinazione possa essere totale o parziale. Ciò significa che il credito obbligazionario potrà essere subordinato interamente o per una quota parte di esso in linea capitale ovvero parzialmente o interamente per l'ammontare degli interessi. La Corte di Cassazione<sup>342</sup> ha osservato che il credito non nasce subordinato, ma lo diventa solo al concretizzarsi di determinate circostanze (c.d. eventi di subordinazione), le quali – come l'insorgere della situazione di insolvenza – non sono incerte sono nel *quando*, ma anche nell'*an*. Occorre, pertanto, comparare la posizione del creditore non subordinato a quella del creditore subordinato. Entrambi accettano il rischio del fallimento del debitore finanziato anche se il rischio del creditore subordinato è più accentuato, potendo egli essere rimborsato solo dopo l'integrale soddisfacimento del creditore non subordinato. In sostanza, il rischio è, sostanzialmente il medesimo, pur se diversamente graduato<sup>343</sup>.

Di poi, si può sottolineare che sotto il profilo funzionale, dal momento che la subordinazione rafforza le probabilità di soddisfacimento dei creditori terzi, sotto il

---

<sup>339</sup> A tal proposito, occorre tener conto, come affermato per il paragrafo precedente, di quanto disposto dall'art. 12 del T.u.B..

<sup>340</sup> Il patrimonio di vigilanza individuale che è costituito dal patrimonio di base più il patrimonio supplementare. Le componenti positive del patrimonio di base sono il capitale versato, le riserve, il fondo per rischi bancari generali e gli strumenti innovativi di capitale. Il patrimonio supplementare è costituito dalle riserve di rivalutazione; gli strumenti ibridi di patrimonializzazione; i prestiti subordinati, il fondo rischi su crediti al netto delle minusvalenze nette su titoli e di altri elementi negativi, le plusvalenze o le minusvalenze nette sulle partecipazioni.

<sup>341</sup> D. GALLETTI, *op. ult. cit.*, 253.

<sup>342</sup> CASS., 22 marzo 2000, n. 33363, in *Dir. fall.*, 2000, II, 889.

<sup>343</sup> A. GIANNELLI, *op. ult. cit.*, 54.

profilo funzionale la subordinazione sarebbe assimilabile ad una garanzia a favore di questi ultimi. Occorre però precisare che il concetto di “garanzia” è da intendere in senso atecnico, dal momento che non è riconducibile ad alcuna delle forme di garanzia personale o reale previste nell’ordinamento italiano<sup>344</sup>.

Di certo, non si sbaglia se si afferma che la clausola di subordinazione determina un beneficio in capo al debitore finanziato il quale ottiene un prestito che, tra le sue caratteristiche, presenta la stabilità (tipica del prestito obbligazionario) e, in caso di crisi finanziaria accresce le sue generali capacità di credito<sup>345</sup>. Il creditore investe nella (vana) speranza che l’ente al quale ha erogato il prestito sia *too big to fail*; rasserenato da questa convinzione, ottiene un interesse maggiore rispetto a quello che avrebbe ricevuto da un’obbligazione pura e semplice.

### **3.5 Bail in e crisi bancarie**

A partire dal giugno 2012 è stato avviato l’ambizioso progetto di creare una Unione bancaria in Europa che affianchi quella economica monetaria. Il processo si fonda su tre pilastri: un mercato unico di vigilanza sulle banche; un meccanismo comune di risoluzione delle crisi e un’assicurazione dei depositi estesa a livello dell’intera area. Il primo pilastro, quello della vigilanza attraverso un *network* di supervisori articolato in un livello europeo e nazionale, ha richiesto la costituzione di un nuovo organismo in seno alla Banca Centrale Europea (BCE), il Consiglio di Vigilanza, che sta gradualmente producendo una cultura comune della supervisione nell’area. Orbene, occorre concentrarsi su due atti europei estremamente rilevati: la direttiva n. 2014/59/UE (c.d. *Bank recovery and Resolution Directive*, BRRD) ed il

---

<sup>344</sup> G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, op. cit., 365 s. In senso conforme D. VATTERMOLI, op. ult. cit., 743, il quale precisa che l’accordo postergativo è da ricondurre tra gli strumenti di *credit enhancement*, ciò in virtù del fatto che, data la priorità nel soddisfacimento rispetto al credito subordinato, l’aspettativa di soddisfacimento dei “terzi creditori” migliora. In senso contrario, A. GIANNELLI, op. ult. cit., 55, il quale afferma che detta assunzione può essere valida a patto che la subordinazione venga pattuita a favore di specifici creditori del soggetto finanziato, mentre viene meno tale “convenienza” se ci si riferisce alla subordinazione assoluta, che opera a favore di tutti i creditori.

<sup>345</sup> S. VANONI, op. ult. cit., 49 e 63.

regolamento n. 806/2014/UE, che ha introdotto il Meccanismo unico di risoluzione delle crisi (c.d. Regolamento SRM). Detti testi normativi individuano nell'unità di fonti normative la possibilità di raggiungere risultati in grado di prevenire future crisi<sup>346</sup>.

Le regole europee sui meccanismi di risoluzione delle crisi bancarie sono state approvate nel 2014 dal Parlamento Europeo e dal Consiglio con la Direttiva 2014/59/UE. Sono state recepite nell'ordinamento giuridico italiano ed in quello degli altri Stati membri e dal 1° gennaio 2016 sono entrate in vigore (art. 106 D. Lgs. 16 novembre 2015, n. 180). La *ratio* della normativa europea è quella di limitare i danni causati dagli impatti delle crisi economiche sui bilanci pubblici, circoscrivendo, per il tramite del c. d. *bail-in* gli effetti dei *default* bancari: agli azionisti, agli obbligazionisti *junior* e *senior* e, infine, ai correntisti sopra i 100.000 euro. Il meccanismo di risoluzione unico delle banche presuppone, dunque, il presidio da parte di un'Autorità Centrale Europea (il Comitato unico di risoluzione) nonché quello decentralizzato da parte dell'autorità nazionale. Il Comitato individua le modalità attraverso le quali affrontare le crisi di maggiori dimensioni, spetta poi alle autorità nazionali effettuare gli interventi pianificati. Negli altri casi, spetta alle autorità nazionali pianificare e gestire le crisi attenendosi alle linee guida del Comitato. Di poi, è prevista l'istituzione, nell'arco di otto anni, di un Fondo di risoluzione unico istituito a livello sovranazionale che verrà utilizzato per la risoluzione delle banche in dissesto quando sono esaurite le altre opzioni<sup>347</sup>. Le opzioni preliminari concorrono a delineare «*uno schema disciplinare articolato in quattro modalità procedurali che trovano espressione nella possibilità di utilizzare, in via alternativa o in combinazione tra loro, la vendita delle attività di impresa (sale of business), la separazione della attività (tra una good e una bad*

---

<sup>346</sup> *Finalising the Banking Union: European Parliament backs Commission's proposals (Single Resolution Mechanism, Bank Recovery and Resolution Directive, and Deposit Guarantee Schemes Directive)*, European Commission, 15 april 2014, reperibile su [http://europa.eu/rapid/press-release\\_STATEMENT-14-119\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-14-119_en.htm)

<sup>347</sup> G. L. CARRIERO, *Crisi bancarie, tutela del risparmio e rischio sistemico*, in *Analisi giuridica dell'economia*, in *Studi e discussioni sul diritto dell'impresa*, 2, a cura di R. LENER, U. MORERA, F. VELLA, 2016, 369 ss. Un'interessante analisi, che lega insieme crisi e ricerca della stabilità finanziaria, è quella di A. PRINCIPE, *La stabilità finanziaria presupposto per la sicurezza: un obiettivo ancora possibile?*, in *Contr. Impr.*, 2016, 1308.

bank), la costituzione di un “ente ponte” bridge bank e l’applicazione del bail-in. Da qui la predisposizione di un quadro comune di efficace gestione dei rischi a livello europeo; esso è finalizzato al superamento dell’inadeguatezza dei sistemi normativi di alcuni Stati membri rispetto agli eventi patologici manifestatesi negli ultimi anni [...]»<sup>348</sup>

Orbene, alla base di detta intelaiatura normativa vi è un principio guida: quello della socializzazione delle perdite<sup>349</sup>. La risoluzione è una procedura di tipo amministrativo e non concorsuale<sup>350</sup>, introdotta al fine di preservare la stabilità finanziaria. Difatti, come ha rilevato una parte della dottrina, questa normativa è intrinsecamente proiettata verso il rafforzamento «delle forme di prevenzione delle crisi»<sup>351</sup>. Il procedimento attivabile dall’autorità di risoluzione prevede la possibilità di svalutazione o la conversione (*bail -in*) delle passività della banca in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in difficoltà o una nuova entità che ne continui le funzioni essenziali<sup>352</sup>. Nell’eterogenesi dei fini, ciò è preposto alla necessità di agevolare la vendita dell’ente o di ripristinare le condizioni per l’esercizio dell’attività.

Di poi, la condizione preliminare per l’accesso al Fondo è l’applicazione delle norme di *bail-in* e dei principi stabiliti nella direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche e nel regolamento sul meccanismo di risoluzione unico. Difatti, il ricorso

---

<sup>348</sup> F. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, op. cit., 143.

<sup>349</sup> F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell’economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2016, 537 ss.

<sup>350</sup> Sul punto R. LENER, *Profili problematici del bail-in*, in *FCHUB*, 2 febbraio 2016, 125 ss.; ID, *bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, I, 291 ss.

<sup>351</sup> V. LEMMA, *La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per un’insolvenza obbligatoria?* in *Riv. Trim. dir. ec.*, 2016, II, 31.

<sup>352</sup> Sono completamente esclusi dall’ambito di applicazione e non possono quindi essere né svalutati né convertiti in capitale: i depositi protetti dal sistema di garanzia dei depositi, cioè quelli di importo fino a 100.000 euro; le passività garantite, inclusi i *covered bonds* e altri strumenti garantiti; le passività derivanti dalla detenzione di beni della clientela o in virtù di una relazione fiduciaria, come ad esempio il contenuto delle cassette di sicurezza o i titoli detenuti in un conto apposito; le passività interbancarie (ad esclusione dei rapporti infragruppo) con durata originaria inferiore a 7 giorni; le passività derivanti dalla partecipazione ai sistemi di pagamento con una durata residua inferiore a 7 giorni; i debiti verso i dipendenti, i debiti commerciali e quelli fiscali purché privilegiati dalla normativa fallimentare. Il principio alla base di questo sacrificio è quello che nessun creditore debba sostenere perdite più ingenti rispetto a quelle che avrebbe sostenuto se l’ente fosse stato liquidato.

al fondo è subordinato al previo esaurimento della capacità interna di assorbire le perdite e all'approvazione degli aiuti di Stato da parte della Commissione.

Il d.l.gs. individua la Banca d'Italia quale autorità di risoluzione dello Stato Italiano. Ai sensi di quanto disposto dall'art. 8 del decreto, i presupposti per dichiarare la risoluzione sono rappresentati dalla condizione di dissesto o dal rischio di dissesto insieme all'assenza di misure alternative che permettano di superare tale situazione in tempi adeguati. Ai sensi di quanto disposto dall'art. 47, co. 7 i creditori della banca sottoposta a risoluzione "non possono esercitare pretese sui diritti, sulle attività o passività oggetto della cessione". Di poi, l'art. 52, 5 co., stabilisce che in caso di riduzione per effetto del *bail in*, "i creditori perdono ogni diritto, fatta eccezione per quelli già maturati e per l'eventuale diritto al risarcimento derivante da esercizio illegittimo dei poteri di risoluzione" Si può tuttavia discutere se tali norme facciano esclusivo riferimento ai diritti strettamente derivanti dall'obbligazione colpita dalla riduzione, o se detta esclusione contempli anche l'azione di risarcimento nei confronti della banca per violazione dei propri obblighi informativi o di condotta<sup>353</sup>.

---

<sup>353</sup> . In merito al recepimento della direttiva BRRD, una serie di rilievi critici sono stati mossi G. L. CARRIERO, *op. ult. cit.*, 373 ss., oltre che da F. CAPRIGLIONE, *Nuova Finanza e Sistema Italiano*, 148 ss. Il primo fa proprie le contestazioni, sollevate anche da altri esponenti della dottrina, circa taluni profili di incostituzionalità della disciplina per possibile violazione dell'art. 47 della Costituzione, dal momento che l'ampia maglia dell'articolo in questione ha concesso, negli anni, la possibilità di invocare l'intervento pubblico al fine di tutelare il risparmiatori e creditori sia durante la vita dell'impresa che a fronte di dissesti, al fine fare in modo «*che, pure a fronte di dissesti, i depositanti e i creditori possano (attraverso interventi dall'esterno) rientrare in possesso dei loro averi o almeno non esserne completamente spogliati*». Di poi, l'A. registra anche dei limiti propri nell'ambito di applicazione della normativa in questione; difatti, lo strumento del salvataggio interno (*bail in*) potrebbe dispiegare degli effetti positivi solo con riguardo a istituti di ridotte dimensioni. che il quale, più nello specifico afferma che: «*Nell'intento di rimediare ai rischi di bail-in, il legislatore è incorso, a mio avviso, in una palese violazione del principio della par condicio creditorum: di ciò, peraltro, sembra esso stesso avere consapevolezza come è dato desumere dal rinvio alle calende greche (1° gennaio 2019) dell'applicazione dell'art. 91, comma 1° bis, lett. c) t.u.b. Si individua una realtà disciplinare che può dar adito a dubbi di legittimità costituzionale [...]*»; in merito poi alla designazione del soggetto incaricato di valutare le attività e le passività (come indicato dall'art. 36 della Direttiva), la previsione di recepimento, di cui all'art. 23 del d.lgs. n. 180/2015, altera l'originaria portata della disposizione «*in quanto viene previsto un "potere di nomina" degli esperti indipendenti in luogo di un mero onere a provvedere*». Ma, ancor più rilevante, è la considerazione che l'A. fa in merito alla possibilità che ci si trovi fronte ad un punto di svolta nelle c.d. politiche di tutela dell'investitore: «*In altri termini, si è in presenza di eventi che – nel riflettere i limiti del processo di integrazione europea-evidenziano le distonie dell'attuale mancanza di coesione all'interno dell'UE e il rischio strategico cui vanno incontro le autorità di supervisione domestiche (costrette ad accettare regole che ne circoscrivono le funzioni)*»

Vi sono state alcune vicende che hanno riguardato l'Italia e la mancata applicazione della Direttiva BRRD. Di certo, come precisa illustre dottrina, il governo italiano e le autorità di settore si sono trovate in tempi rapidi a dover applicare alla realtà strutturale interna la nuova regolamentazione europea, e non si è trattato di un compito semplice<sup>354</sup>.

Ci si riferisce alla “crisi delle quattro banche” in amministrazione straordinaria: Banca Marche, Banca Popolare del l'Etruria e del Lazio, Cassa di risparmio di Ferrara e Carichieti. Gli enti in questione, per ragioni di tipo temporale, non sono stati sottoposti alla disciplina del *bail-in*<sup>355</sup> ed il Governo è intervenuto con il decreto legge n. 183/2015 “recante disposizioni per il settore creditizio” (c.d. decreto salva-banche)<sup>356</sup>. Nel novembre del 2015, quando viene approvato il primo decreto banche, che disciplina la risoluzione dei quattro istituti di credito regionali e stabilisce quello che di fatto diventa il primo caso di *burden sharing* a carico degli obbligazionisti subordinati. Il 3 maggio del 2016 arriva il decreto legge 59, che avvia il nuovo meccanismo dei rimborsi a forfait, che evita così il ricorso agli arbitrati gestiti dall'ANAC.

---

<sup>354</sup> F. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, 154.

<sup>355</sup> «Solo dopo l'entrata in vigore, il 16 novembre 2015, del D. Lgs. 180/2015, che ha dato attuazione in Italia alla BRRD, è stato possibile applicare strumenti fino ad allora non previsti dal quadro normativo italiano, quali la banca ponte (bridge bank) e la società veicolo per la gestione di attività (bad bank), e soprattutto ricorrere al Fondo di Risoluzione finanziato dalle banche, il cui intervento ha permesso di colmare le perdite non poste a carico di azionisti e creditori subordinati. Le perdite imposte agli azionisti e ai creditori subordinati ammontano infatti a circa 870 milioni ma ulteriori perdite pari a circa 1.700 milioni sono state assorbite dal Fondo di Risoluzione; questo ha consentito di evitare il sacrificio di molti altri creditori, in particolare degli obbligazionisti e degli altri creditori non subordinati, come sarebbe avvenuto se la risoluzione avesse avuto luogo dopo il 1° gennaio 2016 o se si fosse avviata, in alternativa, la liquidazione coatta amministrativa delle banche. In mancanza di un intervento del Fondo di Risoluzione, finanziato dal sistema bancario, il costo sarebbe quindi stato molto maggiore per i creditori e sarebbe ricaduto su un numero di soggetti (investitori, dipendenti) molto più ampio», [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

<sup>356</sup> Le vicende che hanno riguardato le “quattro banche” non possono essere trattate compiutamente in questa sede. Per tale ragione si rimanda a F. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*, 154 ss. e ad un altro scritto del medesimo A., tra i primi a commentare la Direttiva in questione, pur se a causa di un errore tipografico l'articolo è stato pubblicato successivamente, ci si riferisce a ID, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, *op. cit.*, 537 ss. Brevemente, le criticità della vicenda sollevate dall'A. riguardano: la circostanza che il Fondo di Risoluzione nazionale è intervenuto con strumenti conseguiti con la leva; Cassa Depositi e Prestiti si è assunta l'impegno di sostegno finanziario nel caso in cui il Fondo fosse incapiente; la presunta responsabilità dei commissari, che non hanno impedito il deterioramento patrimoniale delle banche.

Il 23 giugno 2017 la Banca Centrale Europea ha dichiarato lo stato di “*dissesto o rischio di dissesto*” per Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A.

Il recente Decreto Legge n. 99 del 25 giugno 2017 (Disposizioni urgenti per la liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A.) ha disciplinato l’avvio e lo svolgimento della liquidazione coatta amministrativa<sup>357</sup> di Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A. e nella contestuale cessione a Intesa Sanpaolo di attività e passività delle stesse. «*Con questa soluzione, il costo della crisi aziendale è stato fatto ricadere in primo luogo sugli azionisti e sui detentori di obbligazioni subordinate delle due banche. I diritti di questi soggetti, infatti, sono stati mantenuti nella liquidazione e potranno essere soddisfatti solo nell’eventualità in cui lo Stato recuperi integralmente quanto versato a supporto dell’intervento e siano stati soddisfatti gli altri creditori. Viene pertanto rispettato uno dei principi ispiratori della normativa europea, che per combattere fenomeni di azzardo morale prevede che gli oneri ricadano in primo luogo sulla proprietà e sui sottoscrittori di strumenti patrimoniali delle istituzioni in crisi*»<sup>358</sup>.

---

<sup>357</sup> Si tratta di un processo di ristrutturazione gestito dalle Autorità che, in forza dei poteri alle medesime attribuiti dai Decreti n. 180 e 181 del 2015, potranno utilizzare mezzi e tecniche che mirano alla garanzia della continuità delle funzioni essenziali della banca (ad esempio i servizi di pagamento, i depositi, ecc.), alla stabilità finanziaria, al contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche, alla tutela dei depositanti e degli investitori protetti da sistemi di garanzia o di indennizzo, nonché dei fondi e delle altre attività della clientela

<sup>358</sup> Informazioni sulla soluzione delle crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A. Memoria per la VI Commissione Finanze della Camera dei deputati, <http://www.bancaditalia.it/media/notizie/2017/Nota-Venetobanca-e-BPV.pdf>

## Capitolo III - Uno sguardo al sistema inglese e a quello francese

### III. 1. Un inquadramento generale del diritto finanziario francese

Tutte le più grandi potenze mondiali hanno subito gli effetti della crisi che ha colpito i mercati finanziari. La Francia si colloca in una posizione mediana -rispetto a quella assunta da altri Stati maggiormente colpiti - tra la crisi del 2008 e quella del 2011 (dei c.d. debiti sovrani)<sup>359</sup>. Ciò che maggiormente contraddistingue il sistema francese, è la “pervasività” del potere pubblico in ambito economico e, al termine delle citate crisi, si può ragionevolmente affermare che detta impostazione di fondo sia stata mantenuta. Con riguardo alla *governance* del mercato finanziario, gli interventi posti in essere possono essere raggruppati in tre ambiti principali: l’enucleazione di una serie di regole di condotta – anche a seguito del recepimento di talune Direttive europee- dirette agli intermediari, con particolare riguardo agli istituti di credito; di poi è stata adattata alle nuove esigenze l’architettura complessiva del sistema finanziario; da ultimo, occorre considerare i poteri conferiti ai soggetti citati<sup>360</sup>.

Orbene, con riguardo ai mutamenti “architettonici”, occorre partire dalla creazione, nel 2003 dell’*Autorité des marchés financiers*, che ha “sostituito” tre diversi soggetti: la *Commission des opérations de bourse*; il *Conseil des marchés financiers* e il *Conseil de discipline de la gestion financière*<sup>361</sup>.

---

<sup>359</sup> Uno tra i momenti di maggiore crisi subita dall’ordinamento francese è quello legato all’*affaire Madoff*; per un approfondimento sul punto si veda T. BONNEAU, *De la crise bancaire à la crise de la dette souveraine*, RD bancaire et finance, 2012, 33.

<sup>360</sup> T. BONNEAU, *Regulation bancaire et financière européenne et internationale*, in *Droit de l’union européenne*, dirigée par F. Picod, Bruxelles, 2016, 14 ss.

<sup>361</sup> H. DE VAUPLANE – J. J. DAIGRE, *La loi sur la sécurité financière*, Pairs, *Revue Banque*, 2004; T. BONNEAU, *Insuffisance de l’information financière*, in *Droit de sociétés*, 2005, 34.

Più di recente, anche il *Conseil de la concurrence* ha mutato le proprie caratteristiche originarie: ora si chiama *Autorité de la concurrence* e sono diversi i poteri che vengono, appunto, attribuiti all’Autorità<sup>362</sup>.

Nel corso del 2010 gli interventi normativi di maggior rilievo sono stati l’*ordonnance* n. 2010/76 e la *loi* 2010/1249. La prima ha provveduto a istituire l’autorità di controllo degli istituti finanziari istituendo la *Autorité de control prudentiel* che ha sostituito: la *Commision bancaire*; l’*Autorité de controlé des assurancés et de mutuelles*; il *Comité des entreprises d’assurance* e il *Comité de etablissement de crédit et des entreprises d’investissement*. Tale operazione ha sostanzialmente replicato la razionalizzazione che ha condotto all’istituzione dell’*Autorité des marches financiers* ed ha condotto alla semplificazione dei soggetti deputati alla *governance* del mercato finanziario. Mentre la seconda a (*Loi de régulation bancaire et financière*), dà attuazione a livello nazionale alle decisioni del G20 adottate per rafforzare la regolamentazione, la sorveglianza e il controllo degli attori e dei mercati finanziari. La Francia è il primo Paese ad aver riformato il dispositivo nazionale di supervisione del sistema finanziario<sup>363</sup>.

Le nuove disposizioni recepiscono nell’ordinamento francese la Direttiva 2009/65/CE sugli organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la Direttiva 2009/44/CE relativa ai sistemi di pagamento e di regolamento titoli, nonché ai contratti di garanzia finanziaria. Inoltre, vengono meglio definite le competenze delle autorità e ne ha potenziato i poteri sanzionatori, prevedendo, ad esempio, l’obbligatorietà della pubblicazione delle sanzioni comminate; nel sistema previgente non vi era l’obbligo ma la semplice facoltà, rimessa alla discrezionalità dell’ente stesso, di pubblicazione.

Di poi, con riguardo ai poteri dell’*Autorité des marches financiers*, la sua competenza è stata estesa sino ai prodotti finanziari derivati ed inoltre può limitare

---

<sup>362</sup> La riforma dell’Autorità a presidio della concorrenza, si inserisce in un più ampio e articolato quadro; non a caso la legge che ha apportato queste modifiche è appellata come *loi de la modernisation de l’économie, loi 776/2008*.

<sup>363</sup> T. BOUNNEAU, *Regulation bancaire et financière européenne et internationale*, op. cit., 78 ss.

– e se del caso sospendere – la negoziazione di qualunque titolo finanziario nel mercato francese<sup>364</sup>.

Ciò che balza immediatamente all’occhio di un commentatore esterno (non francese) è la dicotomia tra regole di diritto comune e regole di diritto speciale, queste ultime contenute nel “*Code de la consommation*”<sup>365</sup> e nelle altre leggi speciali che regolano il settore bancario, quello delle assicurazioni e dell’intermediazione finanziaria. «*Ciò che si ritiene impossibile per il diritto comune, si ritiene possibile – perché tale è la volontà del legislatore – nel diritto speciale*»<sup>366</sup>.

---

<sup>364</sup> V. H. LE NEBASQUE, Commentaire des principales dispositions de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, in *Revue de sociétés*, 2010, 547

<sup>365</sup> Il Codice del Consumo è stato recentemente riformato con la legge n. 2014-344 del 17 marzo 2014 (c.d. legge di Hamon) che ha introdotto una serie di modifiche migliorative dell’impianto originario e tese a tutelare la *parte faible*. Di poi, occorre precisare che la riforma del diritto dei contratti avvenuta con l’*Ordonnance n. 131/2016 du février 2016*, ha modificato il *Code Civil*, ma la scelta del legislatore francese è stata infatti quella di non inserire nel corpo del *Code* le regole sui contratti dei consumatori, la definizione di consumatore e di professionista, le regole sulle pratiche sleali e i contratti a distanza dei consumatori, perché queste hanno da sempre trovato la loro sede nel codice di settore. In questo senso il legislatore francese ha fatto una scelta di campo che è opposta a quella preferita dal legislatore tedesco, che, con la riforma del 2002, ha inserito nel B.G.B. alcune regole sul diritto dei consumatori. Solo la disciplina delle clausole abusive è trasmigrata nel testo del *Code Civil* ma con esclusivo riguardo ai contratti per adesione. Per un’esaustiva analisi della riforma, si veda G. ALPA, *Note sul progetto francese di riforma del diritto dei contratti*, in *Riv. crit. d. priv.*, 2015, p. 194.

<sup>366</sup> G. ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l’armonizzazione dei modelli regolatori e per l’uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Contratto e impresa*, 2008, 903 ss.. L’autore, al fine di evidenziare tale distanza, o forse complementarità, a seconda dell’angolo di visuale adottato, tra il diritto comune e quello speciale, cita un caso sottoposto al vaglio dei diversi gradi di giudizio e risolto in maniera differente dalla Corte d’appello e dalla *Cour de Cassation*. «Si tratta della sottoscrizione (in forma di prenotazione) di un modulo d’ordine di mobilio effettuata dall’acquirente che in seguito, pentito dell’operazione, chiede la declaratoria di nullità del contratto. Il modulo d’ordine riportava la descrizione dei mobili oggetto della vendita, il prezzo, l’ammontare dell’anticipo versato, il termine di consegna, cioè le informazioni essenziali per concludere il contratto. Ma l’acquirente si era rifiutato di versare il prezzo residuo e, convenuto in giudizio dal venditore, in via riconvenzionale aveva chiesto la declaratoria di nullità del contratto per l’incompletezza delle informazioni precontrattuali. La Corte d’appello accoglie la domanda del venditore e rigetta la domanda di nullità del contratto per l’incompletezza delle informazioni precontrattuali sostenendo che le regole di diritto comune e le regole del *Code de consommation* non prevedono esplicitamente la nullità del contratto di questa materia, anche se il Code impone a ogni professionista che vende beni o servizi di “mettere il consumatore in grado di conoscere le caratteristiche essenziali del bene o del servizio”. Tuttavia la *Cour de Cassation*, richiamando altre regole del Code, accoglie la domanda di nullità. La *Cour* passa attraverso l’applicazione di diverse disposizioni di natura speciale e l’art. 6 del *Code Civil*, che dispone l’inderogabilità delle regole di ordine pubblico.»

É sotto il profilo sistematico che si colgono le differenze sostanziali tra l'ordinamento francese e quello italiano. Il primo, mediante il *Code de la consommation* e le altre leggi speciali, realizza sistemi di norme "esclusive", che vengono considerate *droit commun* delle materie cui si riferisce.

*Le droit financier* comprende *le droit monetaire, bancaire et financier*, la materia è regolata dal *Le Code Monetaire et financier* (CMF). Non mancano, nella dottrina francese, i parallelismi con *le droit de la consommation*, e probabilmente, la regolazione finanziaria inteso in senso moderno è antesignana di quella dedicata ai consumatori, data l'approvazione della legge n. 72-6 del 3 gennaio 1972 relativa alla sollecitazione bancaria e finanziaria<sup>367</sup>.

Vi è, però, una ragione, comune a tutti i paesi di *civil law*, alla base della scelta di creare un sistema di leggi *ad hoc*: la natura propria dei prodotti finanziari, non potendo essere equiparati a altri beni di consumo. La protezione offerta ai consumatori/investitori dal diritto comune dei contratti o dal *droit de consommation* sarebbe risultata inadeguata, ragion per cui sono stati creati degli strumenti di tutela *ad hoc*, come *le Code Monetaire et financier*<sup>368</sup>. Autorevole dottrina precisa che il diritto finanziario pone problemi identici a quello *de la consommation* in termini di tutela della contraente debole<sup>369</sup>, in merito, ad esempio, alla previsione di specifici obblighi di informazione e alla *faculté de rétraction* riconosciuta in capo al consumatore/investitore; proprio il diritto di recesso rappresenta un altro aspetto comune al diritto finanziario e al diritto dei consumatori, con particolare riguardo al tema delle vendite a distanza.

Una tra le ultime innovazioni apportate al *Code* è l'*Ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers*, al fine di recepire nell'ordinamento francese le regole contemplate nella MIFID II.

---

<sup>367</sup> H. CAUSSE, *Le droit financier, le départ du droit de la consommation?*, in 40 ans de droit de la consommation, dir. D. MAINGUY et M. DEPINCE, Montpellier, 2015, 3.

<sup>368</sup> V. CRESCIMANNO, *Obblighi di informazione del fornitore di servizi finanziari e nullità del contratto: la disciplina francese tra code de la consommation e code civil*, in *Europa e diritto privato*, 2008, 486 s.

<sup>369</sup> H. CAUSSE, *op. ult. cit.*, 6.

## 1.1 I prodotti finanziari derivati nel diritto francese

*«Le produits dérivés sont des instrument financiers, dont la valeur est basée sur un actif sous-jacent. Cet actif peut être soit, le prix d'un produit physique ou d'une marchandise, le taux de rendement d'une valeur mobilière, le taux d'intérêt d'un emprunt, le taux de change entre deux devises ou l'indice d'une assiette d'actions. Ils constituent ce que juridiquement, l'on qualifie des contrats à terme<sup>370</sup>».*

In Francia, i derivati finanziari si sono “imposti” nel mercato finanziario a partire dagli anni '80; in origine, i primi contratti derivati, con funzione di garanzia, siglati per *assurer les risques de prix dans les bourses de commerce au Japon et en Europe occidentale*<sup>371</sup>.

In termini più generali – riferendosi con ciò all'intera gamma de *les marchés financiers* – la dottrina ha rilevato come, già a partire dalla fine degli anni '80- si sia imposta l'esigenza di imporre nuove e più efficaci obbligazioni informative<sup>372</sup>. Non a caso, sono molteplici gli studi da parte della dottrina che hanno ad oggetto la trasparenza e l'informazione nel mercato finanziario; autorevole dottrina afferma che occorre operare una distinzione, dal momento che è possibile parlare di informazione sotto una duplice prospettiva: quantitativa e qualitativa<sup>373</sup>.

Più nello specifico, il diritto finanziario francese opera una *summa divisio* tra *produit classiques* e *produit complexes*, questi ultimi sono definiti così per via del fatto che presentano caratteristiche difficilmente comprensibili da un investitore non professionale e che, anche per via di questa circostanza, sono decisamente più

---

<sup>370</sup> A. GAUDEMET, *Les dérivés*, Paris, 2010, 3.

<sup>371</sup> G. CAMMAS, *La couverture de risque financière internationale et l'intermédiation financière. L'émergence nécessaire d'un nouveau droit financier*, Nice, 1995, 45.

<sup>372</sup> C. LOMBARDINI, *La protection de l'investisseur sur le marché financier*, Paris, 2012, 17 s.

<sup>373</sup> «L'information présente un double aspect: quantitatif et qualitatif. L'information doit être suffisamment exhaustive en tout cas comporter l'ensemble des éléments imposés par le texte. Et elle doit être claire, sincère et honnête: elle ne doit pas induire en erreur. L'importance de l'information est capitale sur le marché: elle leur permet d'être efficaces, le concept de Market efficiency se réfère sur le marché, à un prix qui reflète toutes les informations de marché disponibles. L'information participe, ainsi, de leur bon fonctionnement, car elle permet aux participants de prendre des décisions et donc de concourir à la formation des prix et indirectement, de guider le choix des autres investisseurs» T. BOUNNEAU, *op. cit.*, 450,

rischiosi<sup>374</sup>. Tra i *produit complexes* si annoverano, certamente, i prodotti finanziari derivati che, ovviamente, hanno le stesse caratteristiche in ogni ordinamento. La globalizzazione finanziaria ha imposto l'adozione dei medesimi modelli contrattuali<sup>375</sup>. A ciò si aggiunga la necessità di armonizzazione della materia che è alla base di tutte le Direttive e i Regolamenti europei emesse in materia economica-finanziaria. Ma, più in generale, la necessità di elaborare normative comuni è alla base dell'attribuzione di competenza esclusiva riservata dai Trattati all'Unione.

Un prodotto derivato è quel prodotto destinato a trasferire il rischio associato al valore di qualcosa in futuro, senza la cosa stessa. Questi strumenti poggiano le loro basi giuridiche sul termine sospensivo, sulla promessa unilaterale o sull'accordo di acquisto interno. Questi strumenti costituiscono una categoria autonoma basata su un processo del tutto singolare. I derivati sono destinati ad un'astrazione del valore di un bene sottostante; questo processo di astrazione è il tratto caratterizzante che li distingue che mirano a trasferire il rischio associato a una cosa, senza la cosa stessa, come il contratto di assicurazione o le garanzie di pagamento. I derivati devono rimanere essenzialmente indifferenti alla natura e allo schema della materia sottostante su cui si basano. Gli strumenti per il trasferimento dei rischi, i derivati, sono a loro volta fonte di rischio per le parti oltre che per i terzi che li hanno collegati. La parte che trasferisce un rischio alla sua controparte può non essere veramente esposta a questo rischio, cioè speculare sul verificarsi di un evento casuale. Allo stesso modo, la controparte che si assume la responsabilità del rischio trasferito potrebbe non essere in grado di assumersi quel rischio al pari di colui che lo ha trasmesso. I derivati sono prodotti caratterizzati da un alto grado di complessità e come si è diffusamente detto, possono generare (come è accaduto) crisi sistemiche. Per tale ragione, la tutela delle parti può essere ricercata nel diritto comune. Occorrono gli strumenti di tutela che sono propri della legislazione

---

<sup>374</sup> «*Considérés, par certains investisseurs, comme une alternative aux produits classiques dont le rendement est actuellement faible, ils ne sont pas sans dangers pour lesdits investisseurs*» T. BOUNNEAU, *op. ult. cit.*, 574 s.

<sup>375</sup> Per un approfondimento sul tema si veda un saggio illuminante in materia, F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza, mercato, globalizzazione*, Bari, 2004. Un ulteriore contributo estremamente interessante sul tema è il volume di G. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2011.

speciale, è ciò vale sia per la fase precontrattuale che per l'esecuzione del contratto<sup>376</sup>.

La fonte normativa della tutela dell'investitore è da rinvenire nella L. 533-4 e successivi de il *Code Monétaire et financier*. Partendo da un'analisi sinottica dei testi normativi, si comprende che il *Code de la consommation* prevede delle tutele meno rigorose rispetto al *Code Monétaire et financier*, ciò in virtù del fatto che i beni di consumo, come è ovvio, presentano un grado di complessità e rischiosità nettamente differente rispetto a quello degli strumenti finanziari. La prima forma di *mise en garde* è stata elaborata proprio i *futures* (già nel 1991)<sup>377</sup>.

---

<sup>376</sup> « L'importance économique des dérivés n'est plus à démontrer, mais leur analyse juridique reste pacellaire. Cette étude se propose d'y remédier. Elle repose sur l'hypothèse que les dérivés ont pour objet de transférer le risque associé à la valeur d'une chose dans le futur, sans la chose elle-même. À partir de cette hypothèse, les origines juridiques des dérivés peuvent être identifiées. Ces instruments reposent alternativement sur le procédé du terme suspensif, de la promesse unilatérale de contrat ou de l'accord de reprise interne; ce qui permet ensuite de les soumettre à une classification. Les dérivés identifiées et classées, la recherche de leur identité juridique devient possible. Elle fait apparaître que ces instruments constituent, non pas seulement une communauté de contrats unis par l'objet, mais également une catégorie autonome reposant sur un procédé singulier. Les dérivés ont pour objet d'abstraire la valeur d'une chose sous-jacente pour permettre aux parties d'y exposer leurs espérances ou leurs craintes sur l'avenir. Ce procédé permet de les distinguer des autres contrats qui ont semblablement pour objet de transférer le risque associé à une chose, sans la chose elle-même, comme le contrat d'assurance ou les garanties du paiement. Dans le même temps, il fournit un principe et des règles au droit positif: les dérivés doivent demeurer essentiellement indifférents à la nature et au régime de la chose sous-jacente sur laquelle ils reposent. Instruments de transfert de risque, les dérivés sont aussi une source de risque pour les parties et, au-delà, pour les tiers qui sont en relation avec elles. La partie qui transfère un risque à son cocontractant peut n'être pas réellement exposée à ce risque, c'est-à-dire spéculer sur la survenance d'un événement aléatoire. De même, le cocontractant qui se charge du risque transféré peut n'être pas en mesure de l'assumer comme celui qui le lui transmet. Quant au résultat, la défaillance de l'une des parties dans l'exécution de ses obligations pourra entraîner celle de plusieurs autres personnes en relation directe ou indirecte avec elle. En présence de dérivés, le risque de contrepartie mute en « risque de système », c'est-à-dire en risque pour le système financier tout entier. La protection des parties peut être recherchée dans le droit commun. Au stade de la formation des dérivés, la menace de la sanction a posteriori des vices du consentement ne suffit pas à elle seule à garantir l'intégrité de l'échange des consentements des parties: des mesures préventives sont indispensables, sous la forme d'incapacités et d'une information précontractuelle étendue. Au stade de l'exécution, le risque de contrepartie né des dérivés, en plus d'être généralement indéterminé, est susceptible de passer d'une tête sur une autre pendant le cours du contrat. Cette situation inhabituelle a conduit la pratique à développer des garanties réelles originales désignées sous le nom de « collatéral », qui font une large place à la technique fiduciaire et aux mécanismes d'ajustement de l'assiette». A. GAUDEMET, *op. ult. cit.*, 33.

<sup>377</sup> H. CAUSSE, *Impertinences sur l'obligation d'information et la responsabilité de l'intermédiaire financier*, Mélanges D. SCHMIDT, éd. Joly, 2005; L'investisseur, in *Liber amicorum J. CALAIS-AULOY*, *Etudes de droit de la consommation*, Dalloz, 2004, p. 261

Un'estrema conseguenza di questo principio è il c.d. obbligo a non contrarre, che è stato anche concretamente declinato dalla giurisprudenza<sup>378</sup>, nel caso in cui un contratto non sia in linea con la propensione al rischio, la conoscenza del mercato e le esigenze economiche connesse all'investimento dell'investitore.

## 2. Un inquadramento generale del diritto finanziario inglese

Il diritto dei contratti, al pari di tutte le partizioni fondamentali del diritto inglese, si è sviluppato mediante le pronunce giurisprudenziali. Di conseguenza, è nel *case law* che si deve indagare per ricercare i principi, gli istituti fondanti della materia. Ciò non decurta il rilevante ruolo che, gli interventi legislativi che si sono susseguiti nel tempo, hanno avuto nella definizione della disciplina. Al fine di comprendere l'*humus* giuridico del diritto anglosassone è bene ricordare come lo studio della casistica, sia sotto forma di esercizi pratici che di analisi delle sentenze, ha influenzato il *common law* che, al contrario del diritto continentale, "aderisce" alla realtà, al "particolare" di guicciardiniana memoria evitando così di cedere al "vizio" delle eccessive teorizzazioni, tipiche del diritto continentale<sup>379</sup>. Secondo una prospettiva storica, il primo vero e proprio "diritto dei contratti" si ebbe nel XVII

---

<sup>378</sup> «*Je vous conseille de ne pas conclure ce contrat et du reste je ne vous aiderai aucunement à le conclure, je ne serai pas votre intermédiaire pour cette opération*» Cass. com., 12 fév. 2008, n° 06-20835.

<sup>379</sup> «(...) *ciò perché quelle esperienze si regolano sul precedente, e quindi su regole giurisprudenziali (case law) più che non su leggi di (statute law) e perché la loro cultura è da sempre pragmatica. (...) La differenza che passa tra il classico civilian (giurista continentale) e il classico common lawyer (giusta d'oltre manica o d'oltre oceano) che esamina una questione è argutamente rappresentato dalla vignetta che raffigura il primo al comando di un telescopio e il secondo alle prese con un microscopio: ove scrutare le stelle (magari fisse) significa, allegoricamente, fare uso dei dogmi della tradizioni, e ingrandire le macchioline macroscopiche significa invece risalire dal singolo caso a una regola generale, ovvero a una regola applicabile nei casi simili che si presentano all'interprete. Il vizio continentale, essendo commisto spesso alle virtù, presenta però anche degli aspetti positivi: dà al civilian una capacità metodologica, la costruzione di concetti che appare utile, anzi necessaria per l'apprendimento del ragionamento giuridico ma gli conferisce anche oggi come nel Medioevo, la possibilità di partecipare alla koinè, al linguaggio specifico comune e alla cultura tecnica comune, che si registrava e si registra tuttora nei paesi di civil law. Nonostante la convergenza, nonostante i fattori di avvicinamento di cui si è parlato all'inizio, dobbiamo prendere atto che ancor oggi, malgrado le osmosi prodotte dal fluire del tempo, common law e civil law costituiscono sistemi radicati su fondazioni diverse e portatori di diverse mentalità: due costumi giuridici, se non opposti, certamente assai diversificati.*» G. ALPA- M. ANDENAS, *Fondamenti del diritto privato europeo*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. IUDICA, P. ZATTI, Torino, 2005, 86 ss..

secolo e, visti i crescenti scambi commerciali del Regno Inglese, nel nome di un sincretismo cultural-giuridico aveva importato principi di origine continentale. Storicamente, lo sviluppo di un corpo generale di norme giuridiche nel *common law* inglese è avvenuto attraverso il *case law* dei tribunali di common law e delle corti di *equity*<sup>380</sup>. Sebbene ormai gli interventi del legislatore, volti ad introdurre nuove norme o a modificare quelle elaborate in sede giurisprudenziale, siano frequenti gran parte del diritto inglese è ancora disciplinato dal *case law*.

La basi su cui poggia il diritto dei contratti inglese, in perfetta concordanza con i dettami delle ideologie liberali, sono il principio della libertà contrattuale (*freedom of contract*) e quello dell'autonomia contrattuale (*sanctity of contract*). Si tratta di dogmi che nel tempo hanno visto diminuire il loro peso specifico all'interno del diritto dei contratti, ma rimangono comunque capisaldi di una certa porzione di diritto anglosassone. Inoltre, per il diritto inglese l'uguaglianza sostanziale delle parti rappresenta un presupposto implicito nel contratto stesso, ragion per cui è posta una certa enfasi sul principio dell'autonomia delle parti<sup>381</sup>. Tra gli istituti

---

<sup>380</sup> Per una ricostruzione storica, si veda M. CARVALE, *Alle origini del diritto europeo. Ius commune, droit commun, common law nella dottrina giuridica della prima età moderna*, Bologna, 128 ss.; M. CARVALE, *Ordinamenti giuridici nell'Europa medievale*, Bologna, 322 ss.; M. CARVALE, *Storia del diritto nell'Europa moderna e contemporanea*, Bari, 2012, 146 ss.

<sup>381</sup> Più nello specifico, i capisaldi del contratto nel diritto inglese sono riconducibili a tre elementi. Il contratto nasce da un *agreement*, ovvero da un accordo che nasce dall'incontro tra l'*offer* e l'*acceptance* delle parti, che costituiscono un *bargain*, ovvero uno scambio avente contenuto economico. Perché sia vincolante tra le parti, è necessario che ciascuna promessa sia sostenuta da un corrispettivo, che può consistere tanto in una contropromessa, quanto in un *benefit* per il promissario o in un *detriment* per il promittente. Quando l'accordo contrattuale si è regolarmente concluso, deve essere rispettato in modo rigoroso, ogni intervento di modifica deve essere consensuale e limitato a ipotesi "patologiche" definite preventivamente. In alcuni casi è previsto che vengano inseriti nel regolamento contrattuale delle clausole che non sono state esplicitamente volute dalle parti; ciò può avvenire in via giudiziale (*terms implied in fact*), mediante un intervento legislativo (*by statute*), infine sulla base degli usi (*by custom*). A meno che non vi sia una previsione legislativa, l'intervento giudiziale è ritenuto eccezionale. Perché una clausola venga inserita in un contratto specifico e dettagliato, ciò deve risultare al fine di garantire l'efficacia commerciale (*business efficacy*) del contratto stesso. La clausola deve, dunque, essere necessaria per rendere il contratto operativo. Inoltre, l'inserimento deve essere effettuato tenendo conto delle circostanze effettive del caso, e deve essere chiaro e preciso. Nel caso dei contratti che, per il diritto continentale, vengono definiti tipici, il margine di intervento da parte del giudice per l'inserimento delle clausole contrattuali implicite è più ampio. Nel common law inglese, in cui manca la definizione di contratto tipico, gli *implied terms* operano in maniera del tutto analoga alle norme dispositive codicistiche dei sistemi continentali. Talvolta si tratta di clausole che si sono consolidate nella prassi giurisprudenziale, queste vengono incorporate in apposite previsioni legislative. In tali casi il richiamo alla libertà contrattuale delle parti è di natura (essenzialmente) enfatica. L.

utilizzati con maggiore frequenza in ambito contrattuale vi è il c.d. *promissory estoppel*, un istituto di *equity* che difficilmente può essere “compresso” entro i confini di una definizione univoca. La parte che ha fatto affidamento su una certa condotta, promessa o rappresentazione esplicita o implicita della controparte, affidamento che, successivamente, si scopre esser stato tradito, se decide di far valere i propri diritti in via “equitativa” può ricorrere al *promissory estoppel*.

La regola di equità è un’eccezione sotto il profilo sostanziale e processuale, poiché la proposta successiva risulta priva di *consideration*, in deroga al principio di common law secondo il quale i “contratti semplici” (diversi da quelli solenni “*under seal*”) sono validi solo se sono sostenuti da una *consideration*. Il rimedio ha natura discrezionale e non può essere adottato d’ufficio, d’altronde, al pari di tutti gli altri rimedi di *equity*, trova applicazione solo in circostanze particolari<sup>382</sup>.

La commistione di istituti, originariamente appartenenti al regime di *equity* o a quello di *common law*, è un processo che sembra non essersi mai arrestato nel tempo. Inoltre, è soprattutto in ambito contrattuale che si riscontrano maggiori convergenze con il diritto “continentale”. L’istituto della *misrepresentation*, ad esempio, è tipico del common law ma, nel tempo, è stato fortemente influenzato dall’*equity* e da diverse innovazioni legislative. Presenta una forte somiglianza con la nozione di vizio di volontà, difatti, al pari di questo, inficia il contratto. Letteralmente, il termine *misrepresentation* significa “rappresentazione errata” e l’effetto è quello di annullare (*voidable*) il contratto viziato; la sovrapposizione con le regole di equità fa sì che i giuristi inglesi spesso parlino di rescissione (*rescission* o *set aside*). Perché il rimedio possa essere invocato è necessario che la “*misleading statement*”, ergo l’affermazione nella quale la controparte ripone il proprio affidamento e che crea l’errata convinzione, si riferisca a fatti presenti o passati noti a una parte e comunicati all’altra. Le informazioni debbono essere rilevanti, tali da incidere sulla decisione della controparte di concludere il contratto in questione. Tuttavia, non è strettamente necessario che la *misrepresentation* si riferisca ad un

---

ANTONIOLLI DEFLORIAN, *I contratti dei consumatori nel diritto inglese fra common law e diritto comunitario: legal process e forme di tutela*, in Riv. del Dir. Civ., 2002, 780 ss.

<sup>382</sup> L. ANTONIOLLI DEFLORIAN, *op. ult. cit.*, 783 s.

elemento del contratto, l'istituto ha origine per rimediare a quelle situazioni in cui non poteva far uso dei rimedi contrattuali. Se la *misrepresentation* si riferisce a una clausola contrattuale (*term o collateral warranty*) la parte danneggiata potrà scegliere se agire in via contrattuale o mediante la *misrepresentation*, che rientra nella *law of torts*. Il diritto inglese, prima dell'inversione di marcia dettata dalle direttive comunitarie, si uniformava a un principio, dalla portata generale, che rimetteva a entrambe le parti l'obbligo di reperire le informazioni necessarie al fine di avere un'idea chiara e completa dell'investimento da effettuare. Per il sistema anglosassone ogni parte doveva attivarsi per reperire le informazioni che riteneva necessarie e sufficienti per siglare l'accordo. In tal caso la *misrepresentation* si sarebbe potuta avere solo nel caso in cui una o più affermazioni o comportamenti avessero indotto in errore la controparte; non bastando, in tal caso, un atteggiamento "semplicemente" reticente.

Ad ogni modo, tuttora, dolo e colpa rappresentano elementi soggettivi in grado di dar vita, nel primo caso, a una *fraudolent misrepresentation* che, oltre all'annullamento del contratto, comporterà anche il risarcimento del danno.

Di fronte ad atteggiamenti negligenti, colpevoli, sono state le corti di *equity* ad indicare il rimedio che, dapprima, consisteva unicamente nella rescission del contratto, negando alla parte danneggiata la possibilità di ottenere una qualche forma di risarcimento.

É nel 1967, con l'approvazione del *Misrepresentation Act*, che la *negligent misrepresentation* viene parificata alla *fraudolent*, ai fini della determinazione del risarcimento del danno. Storicamente, la distinzione tra *common law* e *equity* ha fatto sì che l'*innocent misrepresentation* (in assenza di dolo o colpa) fosse tutelabile solamente in *equity*, ciò comportava l'impossibilità di chiedere il risarcimento del danno, i *damages* erano considerati un rimedio di *common law*. Tale apparato rimediale è stato modificato nel 1967, concedendo così la possibilità alla parte

danneggiata di ottenere la *rescission* oppure, in alternativa, i c.d. *damages of rescission*, oltre a un indennizzo monetari<sup>383</sup>.

Sin qui gli istituti “generali” del diritto contrattuale. Ma vi sono norme, previsioni, realizzate per disciplinare gli obblighi di comportamento delle “*authorized person*”, tra i quali vengono annoverati anche gli intermediari finanziari. Il tutto è stato racchiuso nell’*Handbook of Rules and Guidance*, una sorta di testo “unico” che raccoglie tutte le *rules* emanate dalla *Financial Services Authority* (FSA), secondo quanto disposto dalle *Sections* n. 138 e 157 dal *Financial Services and Markets Act* (FMSA) del 2000. La sezione dell’*Handbook* rubricata “*New Conduct of Business Sourcebook*” (COBS) enuclea gli obblighi di comportamento. In materia, l’*Handbook* ha è stato oggetto di due importanti modifiche, la prima è stata necessaria per adeguare le regole alla MIFID I; la seconda, che risale al 3 luglio 2017, al fine di implementare anche la MIFID II<sup>384</sup>.

Ogni tipo di controversia, che coinvolga investitori e *authorized persons*, può essere devoluta, *in primis*, al *Financial Ombudsman*, e ciò a patto che il *petitum* sia inferiore a GBP 100.000. In ogni caso potrà essere devoluta alla competenza della magistratura ordinaria, secondo la canonica disciplina del *common law*<sup>385</sup>.

La maggior parte dei rimedi tipici del *common law* hanno natura risarcitoria. La violazione da parte degli intermediari finanziari delle norme contenute nel COBS può essere fatta valere dall’investitore a titolo di inadempimento contrattuale (*breach of statutory duty*), ciò in virtù del fatto che i doveri previsti dalla disciplina di settore integrano il regolamento negoziale delle parti. O tramite un’azione di *negligence*, che poggia le sue basi sulla violazione del *duty of care* da parte dell’intermediario. Ancora, nell’ambito di un’azione per *breach of statutory duties* ai sensi della *Sections* n. 150, occorre menzionare l’art. 138, che conferisce il potere di agire alle sole persone fisiche, escludendo quelle giuridiche<sup>386</sup>.

---

<sup>383</sup> Per un ampio ed esaustivo approfondimento del tema della *misrepresentation*, si veda J. CARTWRIGHT, *Misrepresentation*, Londra, 2002; ID. *Misrepresentation, mistake and non disclosure*, Londra, 2012.

<sup>384</sup> <http://fshandbook.info/FS/html/handbook/COBS/2/4>.

<sup>385</sup> P. CORTES, *The New Regulatory Framework for Consumer Dispute Resolution*, 2012, 122 ss.

<sup>386</sup> P. GILKER, *Research handbook on EU tort law*, Northampton, 2017

Occorre ribadire che è solo grazie al recepimento della MIFID il livello di tutela degli investitori si è innalzato, da un'analisi di casi decisi precedentemente si evince come il diritto anglosassone fosse restio a riconoscere ampio e diffusa tutela in capo agli investitori danneggiati dalla violazione delle regole di condotta da parte degli intermediari<sup>387</sup>.

---

<sup>387</sup> Estremamente interessante è il caso deciso dalla English High Court, che, nel caso in cui vi dovesse essere difformità tra quanto affermato oralmente dalla banca e quanto riportato nel contratto di investimento (nel caso in cui solo quest'ultimo indichi correttamente le caratteristiche dell'operazione finanziaria), l'intermediario finanziario non viene "discolpato", non viene meno la sua responsabilità per precedente falsa rappresentazione delle caratteristiche dell'investimento. La banca sarà condannata al pagamento del risarcimento del danno sofferto dall'investitore. Nel caso di specie, la banca aveva omesso, durante il colloquio orale avuto con il cliente, di indicare a quest'ultimo alcune tra le caratteristiche dell'investimento, aveva, ad esempio, tralasciato di indicare il livello di rischio dei titoli. Ai sensi di quanto disposto dal *Misrepresentation Act* del 1967, se il contratto viene stipulato a seguito di indicazioni menzognere, se la rappresentazione che una delle parti ha fornito non corrisponde al vero e ha omesso di fornire informazioni rilevanti ai fini della conclusione del contratto, la persona che ha posto in essere la falsa rappresentazione è responsabile del danno subito dalla controparte. «*Where a person has entered into a contract after a misrepresentation has been made to him by another party thereto and as a result thereof he has suffered loss, then if the person making the misrepresentation would be liable to damages in respect thereof had the misrepresentation been made fraudulently, that person shall be so liable notwithstanding that the misrepresentation was not made fraudulently, unless he proves that he had reasonable ground to believe and did believe up to the time the contract was made that the fact represented were true*» Il cliente afferma che, se solo fosse stato a conoscenza dei rischi cui sarebbe andato incontro, non avrebbe sottoscritto l'accordo. La banca nega tale impostazione, affermando che non vi era stata alcuna falsa rappresentazione e che il contratto aveva descritto in maniera particolareggiata tutte le caratteristiche dell'operazione finanziaria e che l'investitore non era stato indotto in errore. La Corte dà ragione all'investitore, affermando che la banca era colpevole di falsa rappresentazione. L'investitore non aveva motivo per credere che nel contratto, lo strumento finanziario, sarebbe stato descritto in maniera differente da come era stato tratteggiato durante la conversazione telefonica avvenuta precedentemente alla conclusione del contratto. La Corte afferma che le false rappresentazioni orali non vengono meno per il fatto che è stato successivamente stipulato un contratto scritto. L'investitore avrebbe dovuto essere messo a conoscenza delle divergenze che segnavano la distanza tra l'investimento offerto telefonicamente e quello confezionato nel contratto successivamente siglato. La banca aveva abusato del rapporto di fiducia che la legava al cliente, per tale ragione la Corte giudicava la banca colpevole e le imponeva di risarcire il danno sofferto al cliente. La banca è stata condannata al pagamento della somma che rappresenta la differenza tra il "quantum" investito dal cliente e il reale valore delle obbligazioni, per un totale di 244.000 dollari; si veda *P.I. Ltd v. A.N.Z. Banking Group Ltd*, deciso dalla English High Court (Commercial Court of the Queens Bench Division) del 25 maggio 2005.

In un altro caso, deciso dalla High Court of Justice, un investitore aveva sottoscritto l'acquisto di bond estremamente rischiosi e complessi. Questi era stato assicurato circa la bontà dell'investimento dall'intermediario, la sig.ra Ockwell, che gli aveva proposto l'affare. I prodotti in questione erano raccomandati dalla holding (ZIFA) a cui faceva riferimento l'*authorized person* in questione. Contestualmente alla firma dell'accordo, il risparmiatore aveva siglato una dichiarazione nella quale affermava di aver preso coscienza dei rischi connessi all'investimento. La pericolosità di quest'ultimo fu, col tempo, confermata dai fatti. I "moti" del mercato non hanno risparmiato l'investimento effettuato dal sig. Seymour. L'intermediario, pur essendosi attivato per tutelare l'investimento del risparmiatore, richiedendo informazioni presso il dealer, non riuscì ad evitare la perdita. La Corte aveva appurato che si trattava di un prodotto altamente rischioso, l'aleatorietà

### III.2.1 I prodotti derivati sottoscritti da enti locali: la prospettiva inglese comparata a quella italiana

Nel corso degli anni '80, la diffusione dei contratti derivati ha funestato la casse dell'Erario nel Regno Unito. Fece molto discutere in Inghilterra – al punto da divenire il *leading case* in materia- alla fine degli anni '80 il caso di della municipalità di Hammersmith (municipio della Città di Londra), le cui autorità stipularono diversi contratti derivati scommettendo su il ribasso dei tassi di interesse, ma l'avverso sviluppo dei tassi di interesse comportò una perdita per l'amministrazione locale. Nel 1991<sup>388</sup> l' *House of Lords*, dopo tre gradi di giudizio, ha affermato che gli Enti locali londinesi non avevano il potere di stipulare *swap* sui tassi di interesse, trattandosi di atti eccedenti le capacità di tali soggetti. In

---

tipica di quei bond non poteva essere compresa dall'investitore, privo di dimestichezza con le dinamiche del mercato finanziario. La società promotrice, stando alle regole del diritto comune, avrebbe potuto essere scagionata da responsabilità, ma secondo la previsione delle regole speciali stabilite dall'Autorità di vigilanza, doveva ritenersi negligente. Holding e intermediario erano, entrambi, considerati responsabili sulla base delle violazioni del "common law duty of care". La Corte escludeva la fondatezza della domanda che richiedeva il risarcimento del danno da stress; i giudici consideravano "fisiologica" una certa dose di inquietudine legata alla volubilità (e alla possibilità di default) endemica del mercato e dei *bonds*. Il caso *Seymour v. Ocwell e ZIFA*, deciso dalla High Court of Justice Q.B. Division il 13 maggio 2005

In un altro caso, deciso dalla High Court, si analizzava la causa originata dal trasferimento delle quote di fondi pensione, da parte di un dipendente di una società (sig. Shore) ad una nuova società, costituita dalla precedente. L'operazione era stata consigliata da un consigliere di amministrazione della società a cui era legato l'investitore. Il dipendente, prima di concludere l'attività, aveva richiesto un consulto ulteriore alla società finanziaria Sedgwick, la quale l'aveva rassicurato circa la solidità dell'operazione finanziaria. Non molto tempo dopo il valore del fondo si sgretolava. La Corte ha dichiarato che vi è stata violazione della FSA, e che tale violazione emergeva dal comportamento posto in essere successivamente dalla società finanziaria. Questa non aveva prontamente avvertito l'investitore dei rischi cui andava incontro. La Corte affermava che il consigliere di amministrazione e la società finanziaria avrebbero dovuto comportarsi "*with the skill and care to be expected of a reasonably competent financial adviser*", come indicato dal diritto comune. Al fine di accertare il grado di responsabilità richiesto la Corte ha preso in prestito le indicazioni dell'Autorità di vigilanza. Il giudizio aderisce ai "due livelli" che caratterizzano il diritto inglese. Viene invocato, "in prima istanza" il diritto comune, quasi a voler affermare una certa "generalità", una diffusa consapevolezza, degli obblighi che gravano in capo agli specialisti del settore finanziario. Il diritto speciale viene richiamato al fine di definire lo standard, il livello di diligenza a cui si sarebbero dovuti attenere sia l'amministratore della società che la società di consulenza finanziaria. Al termine di questa dissertazione, la Corte riteneva colpevoli entrambi i convenuti. *Shore v. Sedgwick Financial Services Ltd*, High Court, Q. B. Division, 8 novembre del 2007.

<sup>388</sup> La sentenza è pubblicata in *All England Report*, 1991, 545. In Italia la sentenza è stata pubblicata in *Foro it.*, 191, 309, con nota di G. CATALANO, *Swap, pregiudizi inglesi e (prospettive di) disciplina italiana*, e in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1991, 433, con nota di R. AGOSTNELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*.

seguito a tale pronuncia, è stato vietato alle autorità locali non di concludere dei contratti derivati, a prescindere da fatto che potessero perseguire finalità di copertura o speculative<sup>389</sup>.

Di seguito si analizzeranno due recenti pronunce, di primo e di secondo grado, emesse dalla *High Court* di Londra conclusione di un procedimento instaurato nel 2010 da *Dexia Crediop S.p.A.* contro il Comune di Prato, avente ad oggetto taluni contratti derivati stipulati tra il 2002 e il 2006<sup>390</sup>.

Orbene, nella sentenza di primo grado si ribadisce che la giurisdizione è affidata al foro londinese ai sensi della clausola compromissoria contenuta nell'*ISDA*<sup>391</sup> *Master Agreement* siglato dalle parti<sup>392</sup>. Applicando i principi sanciti in materia di

---

<sup>389</sup> In Italia si è giunti molto a dopo a disposizioni analoghe. Si veda il Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministero dell'interno n. 389 del 1° dicembre 2003 di attuazione dell'art. 41 della Legge n. 448/2001 (che ha regolato l'accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali) e la circolare del 27 maggio 2004 del Ministero dell'economia e delle finanze, che definisce le «linee guida» per assicurare un accesso al mercato dei capitali efficace, ordinato e prudente. Con la legge del 27 dicembre 2006, n. 296 (art. 1, commi. 736 e 737) è stato introdotto l'obbligo di comunicazione preventiva al Ministero del Tesoro. Con la legge del 24 dicembre 2007, n. 244 (art. 1, commi 381-384) - che è stata in seguito soppressa e riformulata dalla Legge 22 dicembre 2008, n. 203 (art. 3). Si veda, in proposito l'art. 62 del decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, come sostituito dalla citata Legge 203 del 2008 (cfr. in particolare i commi 3-5, 7, 8 e 10) - è stato introdotto l'obbligo di trasparenza, anche in bilancio. Nel 2008, con il decreto legge 25 giugno 2008, n. 112, si veda, in particolare, l'art. 62, c. 6, è stata vietata, in via transitoria, la stipula di nuovi contratti derivati fino al riordino della regolamentazione. Nel 2009, la legge 22 dicembre 2008, n. 203 (art. 3), è stata consentita la possibilità di ristrutturare i contratti derivati già esistenti a seguito di modifiche delle passività sottostanti. La legge di stabilità del 2014, con la legge 27 dicembre 2013, n. 147 (art. 1, c. 572), ha confermato in via permanente il divieto di stipulare nuovi contratti derivati o rinegoziare quelli in essere, eccezion fatta per la possibilità di: estinzioni anticipate di contratti derivati; riassegnazioni dei contratti a controparti diverse da quelle originarie senza modifiche ai termini e alle condizioni originarie; ristrutturare il contratto a seguito della modifica delle passività sottostanti; cancellare dai contratti derivati esistenti eventuali clausole di risoluzione anticipata mediante regolamento per cassa nell'esercizio di riferimento del relativo saldo. In dottrina si veda F. CAPRIGLIONE, The use of «derivatives» by Italian local authorities in public finance management. Still an issue, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, n. 2, 407 ss.; V. LEMMA, The derivatives of Italy, in *Law and economic yearly review*, 2013, n.2, 480 ss., S. AMOROSINO, *Spunti in tema di strumenti finanziari ed enti locali*, in *Il diritto dell'economia*, 2007, n.2, 413 ss.

<sup>390</sup> *High Court of Justice Queen's Bench Division Commercial Court of London, Dexia Crediop S.p.A. vs Comune di Prato*, 25 giugno 2015, n. 2010.

<sup>391</sup> L'ISDA è l'istituto di riferimento a livello mondiale per qualsiasi pratica o studio dei derivati. La sede principale è a New York, ma l'ente ha uffici in molti stati dove lo scambio di prodotti finanziari derivati è intenso (tra gli altri, Singapore, Hong Kong, Londra). I modelli predisposti dall'ISDA sono impiegati dalla maggioranza degli intermediari per il collocamento dei derivati, varietà di prodotti a cui sono ascritte le diverse fattispecie swap su tassi di interesse.

<sup>392</sup> In materia, è significativa una pronuncia della Sezioni Unite dove si precisa che, per le controversie di natura extracontrattuale, viene devoluta la giurisdizione al giudice italiano. Sezioni Unite ricordano preliminarmente come, alla luce della costante giurisprudenza tanto della Corte di

obbligazioni contrattuali dalla Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 e successivo Regolamento 539/2008, la norma italiana viene in rilievo in contratti disciplinati da una legge straniera. Il primo quesito posto al giudice inglese consisteva nel verificare se i contratti derivati potessero costituire o meno una forma di indebitamento ai sensi dell'art. 119, 6 co, della Costituzione. Il precetto costituzionale in questione prevede che gli enti locali possano ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento. Al vaglio del giudice è stata posta anche la questione relativa all'interpretazione all'art. 41, 2° co, della l. 448/2001 in relazione al c.d. principio di convenienza economica in caso di ristrutturazione del debito dell'ente locale<sup>393</sup>. Al riguardo, è stata sollevata l'argomentazione per cui, posto che il derivato alla data di sottoscrizione presenta generalmente un valore di *mark to market* negativo per l'ente<sup>394</sup>, tale circostanza non è stata resa nota alla parte<sup>395</sup>. La violazione degli obblighi informativi non viene esaminata nel caso di specie.

---

giustizia delle Comunità Europee quanto delle stesse Sezioni Unite della Cassazione, le clausole di proroga della competenza giurisdizionale vadano interpretate in senso rigorosamente restrittivo, e vadano distinte dall'accordo che è alla base del rapporto cui la clausola accede. a formula "*relating to this Agreement*", di cui all'art. 13 ISDA *Master Agreement*, non induca, nella sua letterale traduzione, il riferimento a tutte le controversie, sia contrattuali che extracontrattuali, comunque collegate all'adozione contrattuale degli strumenti derivati regolati dallo stesso contratto quadro. Piuttosto, secondo le Sezioni Unite, è sufficiente richiamare le regole ermeneutiche proprie del diritto interno, ed in particolare quelle di cui all'art. 1362, 1364 e 1370 cod. civ., per concludere in senso diametralmente opposto, ossia che la suddetta clausola, proprio per il suo senso letterale, estende la sua efficacia alle sole controversie attinenti al contratto, non anche a quelle di natura extracontrattuale, in relazione alle quali la giurisdizione italiana si fonda sull'art. 5, n. 3, del Regolamento. CASS., SS. UU., 18 settembre 2014, n. 19675

<sup>393</sup> Si tratta di disposizioni normative che impongono agli Enti Locali, ai Comuni nello specifico, di porre in essere unicamente operazioni semplificate, ciò al fine di evitare di concludere contratti più articolati che, in linea di principio, potrebbero minare la stabilità di dette istituzioni. Cfr. F. CAPRIGLIONE, *The use of «derivatives» by Italian local authorities in public finance management. Still an issue*, cit., pp. 407 ss. Il tema è trattato anche dalla High Court chiamata a decidere di una controversia che ha ad oggetto la cessione - da parte di una banca italiana (i.e. Intesa Sanpaolo SpA, ad un'altra tedesca (i.e. HSH Nordbank AG, «the Claimant») - di un *interest rate swap* stipulato da un Comune italiano nella forma del *plain vanilla*, la sentenza è stata commentata da V. LEMMA, *What's better than "plain vanilla"?* (nulla, se essa è alla base della correttezza operativa), *op. cit.*, 102. Si veda anche CORTE DEI CONTI, Sezioni riunite, *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, predisposta per l'Audizione del 18 febbraio 2009 davanti alla VI Commissione del Senato della Repubblica.

<sup>394</sup> Sul punto sono utili le ricostruzioni di D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa e tit. di cred.*, 2011, pt. 1, 604 ss.

<sup>395</sup> Si tratta di contratti conclusi prima del 2007, dunque prima dell'entrata in vigore della MIFID I, dunque l'obbligo di *disclosure* non era così ampio.

La terza tematica analizzata dal giudice è quella relativa all'interpretazione da dare alle previsioni di cui all'art. 3 del Decreto Ministeriale 389/2003 in tema tra gli altri di valori del *cap* e del *floor* rispetto ai derivati con strutture *collar*<sup>396</sup>.

Il giudice, esaminate queste tematiche nella prima parte della sentenza conclude affermando che *«there were non contraventions of Italian government law. It follows that it is not necessary to investigate wheter some of all the breaches alleged by Prato would have rendered relevant swapa invalid or unenforceable»*. Dunque, dal momento che la sottoscrizione degli *swaps* da parte del Comune di Prati non viola la disciplina legislativa italiana in materia, le difese sollevate da Prato in relazione a dette tematiche, inclusi gli argomenti secondo cui Prato non aveva i poteri per stipulare gli *swaps* in questione, sono conseguentemente infondati<sup>397</sup>.

Nel prosieguo della trattazione la Corte applica l'art. 30, 6° e 7° co, T.u.F., data la mancata inclusione nei suddetti contratti della clausola relativa al diritto di recesso a favore dell'investitore, dichiara nulli in contratti: *«For all of the reasons I conclude that under Italian law each of the swaps contravened article 30.6 T.u.F. It follows that in principle italian law would entitle Prato to the benefit of article 30.7 T.u.F.»* Nel paragrafo 128, prima di addentrarsi nelle ragioni del decidere, la Corte aveva premesso che *«[t]he task for the Court is to evaluate the expert evidence of Italian law and to predict the likely decision of the highest court in the relevant Italian system of law if this case had been litigated there on each of the points in dispute. As explained below, these courts are the Council of State for administrative law matters and the Court of Cassation for civil law matters»*. Il dispositivo è in linea con quanto dichiarato: la decisione aderisce a una giurisprudenza che, dopo l'interpretazione data dalle Sezioni Unite nel 2013, si sta affermando con crescente vigore nelle corti italiane. L'interpretazione estensiva

---

<sup>396</sup> Si tratta di strumenti adottati per circoscrivere l'esposizione massima del Comune abbinati all'acquisto degli *swaps*.

<sup>397</sup> Si veda il paragrafo 207 della sentenza. Alla medesima considerazione giunge il giudice inglese nella pronuncia commentata da V. LEMMA, *What's better than plain vanilla? (Nulla, se essa è alla base della correttezza operativa)*, *op. cit.*, 102, dove l'A. precisa che nel corso del giudizio è *«risultata centrale la verifica della legittimazione del Comune e, dunque, della rispondenza delle negoziazioni di cui trattasi al dettato regolamentare (che, come si è precisato, delimita in àmbiti ben definiti la possibilità dei Comuni di accedere a tali strumenti finanziari)»*

dell'applicazione dell'art. 30 T.u.F. è stata infatti ribadita — con forza — dalla III Sezione della Corte di Cassazione e anche da una lunga serie di decisioni di merito<sup>398</sup>.

In appello<sup>399</sup> la decisione viene ribaltata poiché mutano i presupposti: non si può invocare l'art. 3 co. 3 della Convenzione di Roma<sup>400</sup> e, di conseguenza, applicare la legge italiana, il T.u.F. nello specifico. La Corte di Appello in Inglese adotta questo medesimo principio anche in un altro caso<sup>401</sup>.

Con riguardo alla sentenza relativa all'ente italiano, la Corte ritiene che « *there is at once an international element rather than a domestic element associated with any particular country [...]* Once an international element comes into the picture, Article 3(3) with its reference to mandatory rules should have no application [...] to break the exclusive connection of the transaction with Italy»: l'utilizzo di un ISDA Master Agreement, in particolare la sua natura internazionale, «*self-evidently not connected with any particular country and is used precisely because it is not intended to be associated exclusively with any such country*»; il fatto che l'utilizzo della forma *Multicurrency-Cross-Border* prevede il coinvolgimento di più di un Paese o di una valuta e il fatto che l'accordo fosse stato firmato in lingua inglese; di poi, l'utilizzo del *back to back* con finalità di copertura con capitali esteri. La Corte

---

<sup>398</sup> Nella sentenza il termine utilizzato è «*rescind*», che può tradursi in recesso, F. DE FRANCHIS, voce *Rescission*, in *Dizionario giuridico*, Milano, 1984. Sul tema si veda TRIB. ROMA, 13 aprile 2016; TRIB. MANTOVA, 3 novembre 2015, n. 1036; TRIB. RIMINI, 9 gennaio 2015; APP. PALERMO, 6 luglio 2010; *contra* e, quindi, per una lettura restrittiva dell'art. 30 t.u.f. e per il concetto di “collocamento” li richiamato: TRIB. VICENZA n. 1110 del 26 ottobre 2012, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, 34, con nota di V. RENZULLI, *I limiti della disciplina del diritto di recesso nell'offerta fuori sede e il problema dell'applicazione “sostanziale” delle regole di condotta nella valutazione di adeguatezza dei contratti derivati*, 40 ss.; TRIB. TORINO, 3 novembre 2010; APP. MILANO, 24 giugno 2010 e 28 febbraio 2011, entrambe con nota di F. ACCETTELLA, *Sui contratti di collocamento di strumenti finanziari concluso fuori sede ex art. 30, comma 6°, T.U.F.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 343. Per una esaustiva disamina dei diversi orientamenti cfr. M. DE MARI, *Recenti sviluppi del diritto di recesso nell'offerta fuori sede di strumenti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2014, 876 ss., oppure ancora l'ordinanza CASS., 21 giugno 2012, n. 10376 con la quale la I Sezione ha rimesso la questione alle Sezioni unite.

<sup>399</sup> *15th June 2017.: Decision of the London Court of Appeal in relation to the proceedings between Dexia Crediop and the Comune di Prato*

<sup>400</sup> La Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 (80/934/CEE), ratificata anche dall'Inghilterra, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, non permetteva di derogare alle norme imperative di diritto italiano (art. 3, comma III) secondo le quali gli *swap* erano nulli (*unenforceable*) (“*the mandatory rule defence*”).

<sup>401</sup> *Banco Santander Totta SA v. Companhia de Carris de Ferro de Lisboa SA* [2016] EWHC 465 (Comm).

precisa che il periodo di *cooling -off of withdrawal period* non opera, secondo il diritto inglese, quando l'iniziativa per la stipula del contratto è stata del cliente. Inoltre, la Corte precisa che i margini applicati nei contratti di *swap* sono del tutto legittimi e non esistono "costi impliciti".

## Conclusioni

La MiFID II (Direttiva 2014/65/UE) rappresenta l'ultima, fondamentale tappa del percorso intrapreso dal legislatore europeo nella regolazione del mercato finanziario. Contemporaneamente all'emanazione della Direttiva, è entrato in vigore il regolamento n. 600/2014/UE (c.d. MiFIR) del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014. Il testo, come si è detto, poggia le sue basi sull'esigenza di garantire in capo all'investitore la più ampia informazione possibile in ordine al prodotto che sta per acquistare. In termini più generali, la MiFID II condivide lo scopo originario della direttiva del 2004 (MiFID I, direttiva 2004/39/CE) e ne conferma le scelte di fondo. L'obiettivo è infatti lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori. Risparmiatori e imprese di investimento hanno la facoltà, rispettivamente, di investire e prestare servizi di investimento, a livello transfrontaliero; il legislatore ha semplificato le modalità e ha posto condizioni identiche per tutti gli Stati dell'Unione. Come già nella direttiva del 2004, sono previste varie disposizioni che, in quanto ispirate al dovere di agire nel miglior interesse del cliente, garantiscono una corretta, ampia, adeguata informazione per gli investitori, si occupano dei potenziali conflitti di interesse tra le parti e richiedono una più specifica attività di *profilatura* del risparmiatore<sup>402</sup>.

---

<sup>402</sup> Il considerando 71 della direttiva chiarisce quale sia la finalità e l'ambito di applicazione della *Product Governance*, sottolineando in particolare la necessità per le imprese di investimento di identificare preventivamente quale sia la categoria di clienti di riferimento (clientela target) per la quale determinati prodotti e servizi finanziari sono stati concepiti e alla quale possono essere offerti e raccomandati: (71) Gli Stati membri dovrebbero provvedere affinché le imprese di investimento agiscano nel migliore interesse dei clienti e siano in grado di rispettare gli obblighi stabiliti dalla presente direttiva. Le imprese di investimento dovrebbero conseguentemente comprendere le caratteristiche degli strumenti finanziari offerti o raccomandati nonché istituire e riesaminare politiche e disposizioni efficaci per identificare la categoria di cliente alla quale fornire i prodotti e i servizi. Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari garantiscano che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti, adottino provvedimenti ragionevoli per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato e riesaminano regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono e il loro rendimento. Le imprese di investimento che offrono o raccomandano ai clienti strumenti finanziari che non sono state loro a realizzare dovrebbero disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le pertinenti informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del

Inoltre, al fine di rafforzare la fiducia nel sistema finanziario, sono inclusi nell'ambito di applicazione della MiFID II, settori in precedenza non regolamentati e viene altresì adottato un sistema più completo di vigilanza e di applicazione delle regole. Difatti, l'ESMA<sup>403</sup>, l'EBA (per i depositi strutturati) e le autorità di vigilanza nazionali (Consob e Banca d'Italia) avranno la facoltà di vietare o limitare la distribuzione di taluni prodotti finanziari; in particolare, tali autorità potranno valutare nel merito i prodotti offerti e potranno vietare su base temporanea la loro commercializzazione e lo svolgimento di qualunque altra attività qualora ritengano che essi possano compromettere la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e gli interessi degli investitori.

Una tra le novità più rilevanti apportate dalla MiFID II è il ruolo centrale affidato all'attività di consulenza. In tema di consulenza finanziaria, la MiFID II conferma l'importanza della consulenza come servizio di investimento alla clientela *retail*. Il legislatore europeo, nell'emanazione della Direttiva, tiene in grande considerazione il fatto che, rispetto al 2004, i mercati finanziari siano divenuti ancora più complessi.

Il principale cambiamento è rappresentato dall'introduzione della consulenza "indipendente". L'indipendenza dell'intermediario è determinata dal fatto che questi non riceva alcun compenso, diretto o indiretto, dalle imprese per le quali vende i prodotti; pertanto, nella valutazione che questi fa tiene esclusivamente conto delle esigenze dell'investitore e del *migliore possibile* tra i prodotti offerti dal mercato. Difatti, quando l'intermediario fornisce una consulenza in materia su base indipendente, è tenuto a valutare una congrua gamma di strumenti finanziari

---

prodotto che offrono o raccomandano. Tale obbligo dovrebbe applicarsi senza arrecare pregiudizio alla valutazione dell'adeguatezza o idoneità che le imprese di investimento dovranno successivamente effettuare nella fornitura di servizi di investimento a ciascun cliente, sulla base delle sue esigenze, caratteristiche e obiettivi personali.

Al fine di garantire che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati soltanto se sono nell'interesse del cliente, le imprese di investimento che offrono o raccomandano il prodotto realizzato da imprese non soggette ai requisiti in materia di governance dei prodotti di cui alla presente direttiva o da imprese di paesi terzi dovrebbero anch'esse disporre di meccanismi adeguati per ottenere informazioni sufficienti sugli strumenti finanziari in questione.

<sup>403</sup> Public consultation of the Commission, "Review of Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)", 8.12.2010, 63; F. DELLA NEGRA, The effects of the ESA;'s Powers on Domestic Contract Law, in M. ANDENAS, G. DEIPENBROCK (eds), Regulating and Supervising European Financial Markets, Springer International Publishing, 2016.

disponibili sul mercato, che devono essere sufficientemente diversificati tra loro al fine di garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti. L'*advice* non deve essere limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento stessa o da soggetti che con essa intrattengono stretti legami o rapporti legali o economici tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata. Di poi, al fine di evitare il ricorso a pratiche che, in passato, hanno determinato l'insorgenza di conflitti di interesse, l'intermediario "indipendente" non può accettare onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima – gli unici che il consulente indipendente può accettare – che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. Nel caso in cui l'impresa di investimento riceva degli incentivi, dovrà immediatamente trasferirli al cliente, con il divieto che tali somme vadano a compensazione della parcella di consulenza che il cliente dovrà pagare<sup>404</sup>.

Un'ulteriore, rilevante, novità introdotta dalla MiFID II è la creazione di sistemi di negoziazione organizzati (*organised trading facilities* – OTF) che si collocano in una posizione mediana rispetto ad un mercato regolamentato – come la borsa – e ad un sistema multilaterale di negoziazione – gestito direttamente (e internamente) da un'impresa di investimento. La nascita di questa piattaforma risponde al fine di limitare il ricorso al *dark pool*: la borsa elettronica che consente la possibilità di effettuare operazioni in forma anonima. L'intento del legislatore è evidente: limitare l'esistenza di *zone franche* non regolamentate e scongiurare l'adozione di pratiche "opache". Viene, dunque, creata una piattaforma che rappresenterebbe il giusto compromesso tra l'esigenza di controllo e regolamentazione e la necessità di doversi conformare ad un numero minore di regole. La MiFID e il MiFIR hanno

---

<sup>404</sup> M. COSSU, *L'attivismo degli investitori istituzionali in Italia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2017, 398 ss.

ridefinito l'organizzazione della funzione di negoziazione degli strumenti finanziari derivati nella prospettiva non già della protezione del risparmiatore anonimo dal rischio d'impiego, bensì della realizzazione di uno scenario regolamentare funzionale alla formazione di un mercato razionale che esprima un prezzo del prodotto, riflesso della quotazione del rischio del sottostante sul mercato. In tale prospettiva si inquadrano: la previsione regolamentare di una nuova sede di negoziazione, *Organized Trading Facilities*, destinata all'esecuzione degli ordini sui derivati su base discrezionale; l'obbligo di negoziazione dei derivati standardizzabili e caratterizzati da un mercato liquido nei sistemi multilaterali, quali i *Regulated Markets*, *Multilateral Trading Facilities* e *Organized Trading Facilities*; (iii) l'armonizzazione della disciplina *pre e post-trade transparency* al fine di non compromettere la formazione dei prezzi<sup>405</sup>.

Con specifico riguardo al decreto di recepimento della MiFID II, occorre precisare che, probabilmente, alcune disposizioni relative agli obblighi degli intermediari sono rimaste inalterate e mantengono l'impostazione originariamente adottata con il recepimento della MiFID I oppure, sembrano proporre uno standard di tutela meno elevato rispetto a quello contemplato nel testo della MiFID II. Si pensi, ad esempio, all'art. 24 *bis*, rubricato "*Consulenza in materia di investimenti*", nel caso di specie il legislatore italiano avrebbe potuto introdurre un riferimento più specifico ai rischi connessi all'investimento, così come indicato dall'art. 24 co. 4 lett. b)<sup>406</sup>. La scelta di non includere questo paragrafo non sembra essere particolarmente coerente, soprattutto se si tiene conto del fatto che l'articolo in questione è stato traslato nel testo di recepimento italiano e, l'assenza della lett. b), potrebbe apparire una omissione. Tale assenza è ancor meno giustificabile se si considera la crescente complessità del mercato finanziario e degli strumenti in esso scambiati e se si parte dal presupposto in virtù del quale le (recenti) crisi finanziarie

---

<sup>405</sup> P. LUCANTONI, *Il mercato dei derivati. Note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2017, 182 ss.

<sup>406</sup> Art. 24 co. 4 lett. b): le informazioni sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte devono comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento di cui al paragrafo 2.

– come si è già avuto modo di dire nel secondo capitolo - sono state determinate anche dalla scarsa comprensione dei rischi insiti nei prodotti finanziari acquistati<sup>407</sup>. Di poi, l'art. 25 della MiFID II prevede un livello di tutela più elevato in capo all'investitore, con (più) specifici obblighi in materia di adeguatezza, valutazione dell'idoneità e informazioni al cliente. Il legislatore italiano non ha recepito detti standard di tutela, preferendo mantenere inalterato le disposizioni del T.u.F.

Per quanto attiene alle risoluzioni delle controversie mediante strumenti ADR il Considerando n. 151, prevede che: *“Ai fini della protezione dei clienti e senza pregiudizio del loro diritto di adire le vie legali, è opportuno che gli Stati membri provvedano affinché gli organismi pubblici o privati siano istituiti ai fini della composizione extragiudiziale delle controversie, per cooperare nella risoluzione delle vertenze transfrontaliere, tenendo conto della raccomandazione 98/257/CE della Commissione e della raccomandazione 2001/310/CE della Commissione. Quando attuano le disposizioni relative ai reclami e alle procedure di ricorso per le composizioni extragiudiziali, gli Stati membri dovrebbero essere incoraggiati ad utilizzare i meccanismi di cooperazione transfrontaliera esistenti, in particolare la rete per la risoluzione extragiudiziale delle liti transfrontaliere in materia di servizi finanziari (FIN-NET).”*. La rete FIN-Net, è un *network* promosso dalla Commissione Europea nel 2001, in attuazione della propria Raccomandazione 98/257/CE del 30 marzo 1998 riguardante i principi applicabili agli organi responsabili per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo, per la risoluzione delle controversie in materia finanziaria, volta a favorire lo sviluppo e la cooperazione dei sistemi di *alternative dispute resolution* (ADR) nell'ambito dell'Area economica europea attraverso organismi ADR che sono responsabili di gestire le controversie tra consumatori e fornitori di servizi finanziari, cioè le banche, le compagnie di assicurazione e le imprese di

---

<sup>407</sup> Sul tema si rimanda, *ex multis*, a D. SMITH, *The Age of Instability: The Global Financial Crisis and What Comes Next*, Profile Books, Londra, 2010; F. CAPRIGLIONE - G. SEMERARO, *Financial crisis and sovereign debt: the European Union between risks and opportunities*, in *Law and economics review*, 2012; F. COLOMBINI - A. CALABRÒ, *Crisi globale e finanza innovativa. Irrazionale creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito*, Torino, 2009; R. MASERA, *The great financial crisis. Economics, regulation and risk*, Roma, 2009.

investimento. Dall'analisi della Direttiva MIFID e della Direttiva MIFID II appare evidente come il riferimento alla risoluzione delle controversie in materia di “servizi di investimento” in esse contenuto non si esaurisca con l'attività degli organismi ADR laddove già operanti, ma abbia una portata di gran lunga più ampia, arrivando ad interessare anche le singole Autorità di regolamentazione del mercato finanziario dei Paesi membri e ciò, ancora di più, dopo il recepimento della Direttiva 2013/11/UE; infatti, l'oggetto delle Direttive MIFID è quello di disciplinare le imprese la cui abituale attività consista nel prestare servizi, ovvero effettuare attività di investimento a titolo professionale all'interno di un mercato regolamentato e di un sistema multilaterale di negoziazione nell'ambito di una più ampia accezione di negoziazione organizzata. La MIFID II rafforza l'utilizzo degli strumenti ADR, con un coinvolgimento diretto dell' ESMA, prevedendo all'art. 75 che: *“Gli Stati membri garantiscono l'istituzione di procedure efficaci ed effettive di reclamo e di ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie in materia di consumo relative alla prestazione di servizi di investimento e di servizi accessori da parte delle imprese di investimento, avvalendosi, se del caso, degli organismi esistenti. Gli Stati membri garantiscono inoltre che tutte le imprese di investimento aderiscano a uno o più organi che attuano tali procedure di reclamo e ricorso. Gli Stati membri assicurano che tali organismi collaborino attivamente con le rispettive controparti negli altri Stati membri nella composizione delle controversie transfrontaliere. Le autorità competenti comunicano all'ESMA le procedure di reclamo e di ricorso di cui al paragrafo 1 disponibili nella loro giurisdizione. L'ESMA pubblica un elenco dei meccanismi extragiudiziali sul suo sito web e ne cura l'aggiornamento”*<sup>408</sup>.

Si è già fatto cenno alle peculiarità del sistema europeo, dove il legislatore si spende al fine di predisporre una serie di tutele al fine di preservare il risparmiatore da scelte incongrue rispetto alla propria predisposizione al rischio. La via maestra da

---

<sup>408</sup> N. SOLDATI, *L'evoluzione delle procedure adr in ambito bancario e finanziario nella disciplina dell'unione europea*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2016, 943 ss.; V. MIRRA, *I sistemi di Alternative Dispute Resolution trovano nuovo vigore: il recepimento della Direttiva ADR e l'introduzione del nuovo «Arbitro per le Controversie Finanziarie»*, in *Rivista dell'arbitrato*, 2016, 697.

seguire è rappresentata dalla corretta, completa e chiara informazione al fine di condurre l'investitore verso il compimento della scelta più idonea<sup>409</sup>. Secondo J. Whitman, citato da un autorevole esponente della dottrina internazionale, «*l'Europa si sta avvicinando verso un nuovo punto di svolta: dal produzionismo europeo — che si incentra sulla protezione del consumatore — al consumismo statunitense — che garantisce il consumatore attraverso l'efficienza di mercato*<sup>410</sup>». In verità, la Carta dei Diritti Fondamentali potrebbe (*rectius* dovrebbe) realizzare una “costituzionalizzazione” del consumatore, e detta costituzionalizzazione — direttamente operata dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea — potrebbe costituire il rimedio da adottare per arginare le conseguenze delle eccessive aspettative riposte nell'integrazione di mercato come modo per promuovere la giustizia sociale<sup>411</sup>.

Un altro elemento che deve essere preso in considerazione è quello di un possibile superamento del netto confine tra regole di condotta e di validità<sup>412</sup>. Come è noto, le Sezioni Unite affermano che la violazione delle regole di comportamento non può comportare l'invalidità virtuale del contratto. La Corte rileva che le regole del

---

<sup>409</sup> Detta impostazione non è stata esente da critiche, in dottrina vi è stato chi ha negato la correttezza di detta impostazione. A. ZOPPINI, *Le domande che ci propone l'economia comportamentale ovvero il crepuscolo del «buon padre di famiglia»*, in *Oltre il soggetto razionale Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di G. ROJAS ELGUETA e N. VARDI, in *Studies in law and social studies*, Roma, 2014, 11 ss., che è partito dall'analisi dei risultati cui è giunta una particolare branca dell'economia, quella comportamentale, al fine di affermare che il comportamento del consumatore non è, necessariamente, mosso da calcoli rigorosi e logici; l'investitore non compie scelte, effettivamente, consapevoli. Per una più completa e approfondita disamina sul punto, si veda quanto riportato nel terzo paragrafo del primo capitolo, rubricato “Intermediario e investitori”.

<sup>410</sup> H. MICKLITZ, *Il consumatore: mercatizzato, frammentato, costituzionalizzato*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, fasc.3, 2016, pag. 859

<sup>411</sup> L'A. prosegue affermando che «*la Corte di giustizia europea ha ed avrà molto spazio per plasmare la costituzionalizzazione del diritto privato europeo e, ottimisticamente parlando, per indicare dei “principi generali” che serviranno a collegare i frammenti sparsi e disorganizzati del diritto europeo. La dottrina avrà il compito di capire se il consumatore costituzionalizzato costituisce solamente un'altra variante nella storia della protezione del consumatore o se invece tale nozione ci conduce ad una nuova pagina nella storia del diritto privato europeo, del diritto privato costituzionale che trascende il confine statale grazie alla Carta dei diritti fondamentali e senza dimenticare la convenzione europea dei diritti umani*», H. MICKLITZ, *op. cit.*, 865. Sul punto si veda, altresì, anche G. ALPA, *Dal diritto privato al diritto pubblico. Parte seconda*, Modena, 2017, 50 ss.

<sup>412</sup> Il tema, trattato nelle sentenze 2674 e 2675 del 2007, è stato approfondito nel corso del secondo capitolo, nel paragrafo dedicato alla “Tutela dell'acquirente”.

T.u.F. hanno carattere imperativo, ma la violazione delle stesse non rappresenta un elemento sufficiente per dimostrare la nullità. Di poi, le Sezioni Unite dichiarano che il dovere di buona fede, e più in generale tutti i doveri di comportamento, sono immancabilmente legati alle circostanze del caso concreto e non possono assurgere a requisiti di validità. In verità, si potrebbe affermare che le regole di comportamento non si risolvono, esclusivamente, in quelle di buona fede<sup>413</sup> e che, forse, vengono tralasciate anche delle esigenze di giustizia sociale nell'adottare la soluzione prospettata nel 2007 dalle Sezioni Unite. La buona fede, che rappresenta la diretta specificazione di quanto contemplato dall'art. 2 della Costituzione, investe ogni rapporto, ogni contatto sociale, dal momento che trova la sua fonte nella legge, e non nel rapporto obbligatorio. «*La violazione della regola di buona fede non ha attitudine soltanto a fungere come “regola di comportamento”, [...] ma anche come regola di validità*<sup>414</sup>». Parte della dottrina ritiene fuorviante il ricorso a generalizzazioni, pertanto la violazione delle regole di buona fede non determina solo il risarcimento del danno, ma a questa conseguenza può aggiungersi anche l'invalidità del contratto. Inoltre, distinguere le regole di comportamento dalle norme imperative che possono determinare la nullità del contratto sulla base di quanto disposto dall'art. 1418 1° co. cod. civ., è un postulato la cui ragione logica, sistematica e assiologica è messa in dubbio da una parte della dottrina<sup>415</sup>. Pertanto, «*la scelta della soluzione rimediabile, a maggior ragione in costanza di norme senza sanzione, dipende dal criterio di ragionevolezza, dalla analisi della vicenda del rapporto e dalla valutazione della sua congruenza e adeguatezza al soddisfacimento degli interessi lesi*». Inoltre, in numerosi casi il legislatore prevede la nullità nell'ipotesi di violazione di una regola c.d. di condotta. Pertanto, valutare se la violazione di una regola di comportamento sia idonea a determinare la validità dell'atto, è il frutto di una valutazione che deve essere compiuta dall'interprete, cui spetterebbe il compito di verificare che il comportamento sia fonte di invalidità, di

---

<sup>413</sup> R. NATOLI, *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, 173.

<sup>414</sup> F. DI SABATO, *Società in generale, società di persone*, in *Trattato di Diritto Civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. PERLINGIERI, 2005, 72.

<sup>415</sup> G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo europeo*, Napoli, 2013, 120 s.

risarcimento, di invalidità e risarcimento, nonché di altri esiti più adeguato alla fattispecie concreta. Occorrerebbe, pertanto, dare rilevanza al *giusto rimedio*<sup>416</sup>.

Il futuro sarà (forse) migliore del passato. La CONSOB e la Banca d'Italia hanno investito sull'educazione finanziaria come materia di insegnamento nelle scuole. Essere preparati per meglio affrontare le sfide del futuro è un imperativo categorico per l'umanità intera. La pensava così Antonio Gramsci, che amava rivolgersi alle giovani generazioni affermando: «*Studiate, perché avremo bisogno di tutta la vostra intelligenza*».

---

<sup>416</sup> P. PERLINGIERI, *Il "giusto rimedio" nel diritto civile*, in *Giusto proc. civ.*, 2011, 1 ss.; G. PERLINGIERI, *Alla ricerca del "giusto rimedio" in tema di certificazione energetica. A margine di un libro di Karl Zacharie*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, 665; ID., *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo europeo*, *op. cit.*, 31 ss.



## Bibliografia

Abriani N., Di cosa parliamo quando parliamo di derivati? Quasi una conclusione, in I contratti «derivati». Dall'accordo alla lite, a cura di U. MORERA e R. BENCINI, Bologna, 2012

Agostinelli R., Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante, in Banca, borsa e tit. cred., I, 1997

Albanese A., Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutele per gli investitori delusi, in Corriere giuridico, 1, 2008

Alpa G. (a cura di), I nuovi confini del Diritto Privato Europeo, Milano, 2016

Alpa G. e Capriglione F. (a cura di), Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, tomo I, Padova, 1998;

Alpa G., Diritto Privato Europeo, Milano, 2016;

Alpa G., I prodotti assicurativi finanziari, in Il nuovo codice delle assicurazioni private. Commento sistematico, a cura di S. Amorosino e L. Desiderio, Milano, 2006.

Alpa G., Il contratto. Fonti, teorie e metodi, in Trattato di Diritto Civile e Commerciale, diretta Cicu, Messineo, Sclesinger, Milano, 2014;

Alpa G., La c.d. giuridificazione delle logiche dell'economia di mercato, in Rivista trimestrale di diritto processuale civile, III, 1999, 725.

Alpa G., La certezza del diritto nell'età dell'incertezza, Napoli, 2006;

Alpa G., La responsabilità civile. Parte generale, Torino, 2010, 162

Amato G., Il mercato nella Costituzione, in AA. VV., La Costituzione economica, Padova, 2003;

Ambrosini R., Titoli obbligazionari di tipo speciale, in Società, 1991

Amorosino S., Spunti in tema di strumenti finanziari ed enti locali, in Il diritto dell'economia, 2007, n.2;

Angelici C., Alla ricerca del "derivato", Milano, 2016;

Annunziata F., La disciplina del mercato mobiliare, Torin, 2014, 125 ss.

Annunziata F., La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2015.

Antonucci A., L'assicurazione fra impresa e contratto, Bari, 1997

ASCARELLI T., Aleatorietà e contratti di borsa, in Banca, borsa e tit. cred., 1958

Ascarelli T., Sul concetto unitario del contratto di assicurazione, in Saggi Giuridici, Milano, 1949

Ascarelli T., Varietà di titoli di credito e investimento, in Problemi giuridici, II, Milano, 1959

Attanasio F., Prospetto informativo e responsabilità della Consob, Napoli, 2010;

Autelitano F., commento alla sentenza della Corte di Cassazione n. 12138/2009, in I Contratti, 2009,

Autelitano F., Contratti derivati e collegamento negoziale, in I Contratti, 2012

Autelitano F., La natura imperativa delle regole di condotta degli intermediari finanziari, in I contratti, XII, 2008

Baldassarre A., voce Iniziativa economica privata, in Enciclopedia del diritto, Milano, 1971

Baldinelli C., Sub art. 12, in Commentario al T.u.b., a cura di F. Capriglione, Padova, 2001

Balestra L., Alea del contratto e alea normale, Padova, 2000

Barcellona E., Strumenti finanziari derivati, in Il Testo Unico della Finanza, M. Fratini-G. Gasparri (a cura di), Torino, 2012;

Bauman Z., La società sotto assedio, Bari, 2003

Bellucci G., Critica del monetarismo e dei derivati del credito, Roma, 2014,

Benacchio G., Diritto privato della comunità europea, Padova, 2004;

Bersani G., La responsabilità degli intermediari finanziari, Torino, 2009

Betti E., Teoria generale delle obbligazioni, Milano, 1953

- Bianca C. M., La nozione di buona fede quale regola di comportamento contrattuale, in Riv. dir. civ., 1983, I;
- Bianchi B., Il mercato italiano dei futures (MIF): problematiche di avvio e prospettive, in Rass. econ., 1992
- Bilancia P., Modello economico e quadro costituzionale, Torino, 1996
- Bin M., Definizioni e classificazioni generali, in BIN (a cura di), Commentario al Codice delle Assicurazioni, Padova, 2006
- Blandini A., Sub art. 12, in Commentario t.u.b., a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina e V. Santoro, Milano, 2010
- Boselli A., voce "Alea", in Novissimo dig. it., Milano, 1958
- Bottazzi G., Nota critica in tema di numeri indici dei prezzi azionari, in Rivista dei dottori commercialisti, 2001
- Bouneau T., Regulation bancaire et financière européenne et internationale, in Droit de l'union européenne, dirigée par F. Picod, Bruxelles, 2016
- Bugiolacchi L., I prodotti finanziari assicurativi: considerazioni in tema di qualificazione giuridica e disciplina applicabile, in Resp. civ. e prev., 2011
- Bussoletti M., La posizione del possessore di obbligazioni convertibili, in Riv. dir. comm., 1980, I
- Bussoletti M., Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili, in Riv. dir. comm., 1988, I
- Buttaro L., In tema di svalutazione monetaria nell'assicurazione sulla vita, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1971
- Buttaro L., voce Assicurazione, in Enc. dir., III, 1958
- Cachellor E., Un mondo di bolle. La speculazione finanziaria dalle origini alla «new economy», Roma, 2009
- Calvosa L., sub art. 2420 bis, In Comm. Niccolini-Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004
- Camedda A., La tutela precontrattuale dei sottoscrittori di polizze linked stipulate prima delle riforme del T.u.F, in Banca, borsa e tit. cred., 2014, II

Campobasso G. F., I prestiti subordinati nel diritto italiano, in AA. VV., Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato, a cura di G. B. Portale, Torino, 1988, 354 ss;

Campobasso G. F., Le obbligazioni di società, in Dig. Comm., X, Torino, 1994, 285 s.;

Campobasso G., Diritto commerciale, vol. 3, Milano, 2008

Campobasso G., Le Obbligazioni, in Trattato delle Società per Azioni, diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, vol. 5, Torino

Campobasso G.F. (diretto da), Testo Unico della Finanza, Torino, 2002;

Candian A. D., I contratti di capitalizzazione, in I contratti del commercio dell'industria e del mercato finanziario, F. GALGANO (a cura di), III, Torino, 1995

Candian A. D., Il nuovo codice delle assicurazioni e la disciplina civilistica del contratto di assicurazione: tendenze e "resistenze", in Contr. e Impr., 2005

Capaldo G., Contratto di swap e gioco, in Riv. dir. priv., 1997;

Capaldo G., Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap, Milano, 1999

Caprara U., Borse merci e mercati a termine di Borsa, Milano, 1978;

Capriglione F. (a cura di), L'ordinamento finanziario italiano, I, Padova, 2010;

Capriglione F. (diretto da), Il Codice delle Assicurazioni Private, Padova, 2007,

Capriglione F., (a cura di), L'ordinamento finanziario italiano, II, Padova, 2010;

Capriglione F., Crisi a confronto: 1929/2009. Il caso Italiano, Padova, 2009;

Capriglione F., Diritto delle banche e degli intermediari finanziari, a cura di F. Capriglione, Bari, 2003;

Capriglione F., Gli stress test delle banche europee: una tempesta prima di un 'nuovo ordine' del mercato finanziario. Il caso Italia, in Federalismi, 2014

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;

- Capriglione F., I prodotti di un sistema finanziario evoluto, (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime), in Banca, borsa e tit. cred., 2008,
- Capriglione F., Il recepimento della seconda Direttiva CEE in materia bancaria. Prime riflessioni, Roma, 1993;
- Capriglione F., Intermediari finanziari, investitori e mercati. Il recepimento della MIFID, Padova, 2008;
- Capriglione F., Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici, Padova, 2008
- Capriglione F., L'ordinamento finanziario italiano, Padova, 2005
- Capriglione F., La problematica relativa al recepimento della MiFID, in La nuova normativa MiFID a cura di M. de Poli, Padova, 2009;
- Capriglione F., 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;
- Capriglione F., Nuova finanza e sistema italiano, Torino, 2016, 73;
- Capriglione F., Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza, in Riv. trim. dir. e proc. civ., 2016;
- Capriglione F., The use of «derivatives» by Italian local authorities in public finance management. Still an issue, in Law and Economics Yearly Review, 2013;
- Caputo Nassetti F. - Carpenzano G. - Giordano G., I derivati di credito. Aspetti civilistici, contabili e fiscali, Milano, 2001;
- Caputo Nassetti F. - Fabbri A., Trattato sui contratti derivati di credito Aspetti finanziari, logiche di applicazione, profili giuridici e regolamentari, Milano, 2001;
- Caputo Nassetti F., I contratti derivati finanziari, Milano, 2011,
- Caputo Nassetti F., L'insostenibile leggerezza dell'essere contratti derivati, in Giust. Civ., 2016
- Caputo Nassetti F., Profili civilistici dei contratti derivati, Milano, 1997;

- 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., Dai “valori mobiliari” agli strumenti finanziari, in *Riv. soc.*, 1996;
- Carbonetti F., *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, 1992;
- Carota L., La cartolarizzazione dei crediti, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. GABRIELLI. R LENER, Torino, 2010
- Carriero G. L., Crisi bancarie, tutela del risparmio e rischio sistemico, in *Analisi giuridica dell’economia*, in *Studi e discussioni sul diritto dell’impresa*, 2, a cura di R. LENER, U. MORERA, F. VELLA, 2016
- Carriero G., La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, XXIII, 2009
- Casella L., *Le obbligazioni convertibili*, Milano, 1983
- Cassandro G., Genesi e svolgimento storico del contratto di assicurazione, in *Enc. Dir.*, III, 1958, p. 421;
- Cassese S., *La nuova Costituzione economica*, Bari, 2006
- Caterini E., *Lineamento di diritto civile italo-europeo. Dal mercato alla persona*, Napoli, 2009
- Causse H., Le droit financier, le départ du droit de la consommation?, in *40 ans de droit de la consommation*, dir. D. Mainguy et M. Depince, Montpellier, 2015, 3;
- Cavallo Borgia R., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Milano, 1978,
- Cavallo Borgia R., Nuove operazioni dirette all’eliminazione del rischio di cambio, in *Contr. impr.*, 1988
- Cesarano F., *Gli accordi di Bretton Woods: la costruzione di un ordine monetario internazionale*, Bari-Roma, 2001
- Cesari R., Derivati ed Enti locali: verso una convergenza degli aspetti giuridico-finanziari, in *Riv. dir. banc.*,

- Cesari R., Mark-to-Market, valutazioni di convenienza economico-finanziaria e giurisprudenza, in Riv. dir. banc., [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 7, 2012;
- Chiomenti F., Cambi di divise a termine, in Riv. dir. comm., 1987
- Chionna V., L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato finanziario rispetto a una società, in Banca borsa e tit. cred., 2005
- Clarizia R., Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari e obblighi di informazione, in Riv. it. leasing, 1992
- Coccia N., Depositi e obbligazioni bancari, in Analisi giuridica dell'economia, in Studi e discussioni sul diritto dell'impresa, 2, a cura di R. Lener, U. Morera, F. Vella, 2016
- Collins H., 'The Constitutionalization of European Private Law as a Path to Social Justice?' in H.-W. MICKLITZ (ed), The Many Concepts of Social Justice in European Private Law, Cheltenham: Edward Elgar, 2011
- Collins H., 'The Constitutionalization of European Private Law as a Path to Social Justice?' in H.-W. MICKLITZ (ed), The Many Concepts of Social Justice in European Private Law, Cheltenham: Edward Elgar, 2011
- Corrias P., Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa, Milano, 2011
- Corrias P., Contratto di capitalizzazione e attività assicurativa, Milano, 2011
- Corrias P., I contratti di assicurazione sulla vita e di capitalizzazione (art. 176-181), in Il nuovo codice delle assicurazioni (commento sistematico), S. Amorosino, L. Desiderio (a cura di), Milano, 2006
- Corrias P., Responsabilità civile e assicurazione, in Riv. dir. civ., 2011, II
- Corsi F., La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari, in Giur. Comm., 2003
- Cossu P., Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale, in Banca, borsa, tit. cred., 2006
- Costi R. - Enriques L., Il mercato mobiliare, in Tratt. Dir. comm., diretto da G. Cottino, VIII, Padova, 2004
- Costi R., I prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione, in I prodotti finanziari bancari ed assicurativi (in ricordo di Gaetano Castellano), Milano, 2008;

- Costi R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, 513;
- Cottino G., *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*, in *Giur. it.*, 2008;
- Couret A.- Le Nabasque H., *Droit financier*, Paris, 2008;
- Crisafulli V., *La Costituzione e le sue disposizioni di principio*, Milano, 1952.
- Culp C.L., *Risk Transfer: Derivatives in Theory and Practice*, New York, 2004
- D. Basosi, *Finanza e petrolio*, Venezia, 2012; L. MAUGERI, *Petrolio*, Milano, 2001.
- D'Alfonso G., *Responsabilità da prospetto informativo*, Napoli, 2010;
- D'Angelo F., *L'intermediario assicurativo nel contesto del mercato finanziario: quale concorrenza?* In *Giur. comm.*, 2004
- Dalhuisen J. H., *Contract and Movable Property Law*, Oxford, 2013.
- D'apollo L., *Tutela sostanziale e processuale dell'investitore finanziario a fronte del comportamento scorretto dell'intermediario*, in *Il civilista*, 2, 2012;
- Dash M., *La febbre dei tulipani. La più grande crisi economica della storia*, Milano, 2009
- De Castello V., *Il procedimento indiretto nell'emissione di obbligazioni*, in *Contr. e impr.*, 1994
- De Mari M.- Spada L., *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005
- De Martini A., *L'eccessiva onerosità nell'esecuzione dei contratti*, Milano, 1954
- De Nova G., "Dieci voci" per una tavola rotonda su "il nuovo diritto dei contratti", in *Materiali e commenti sul nuovo diritto dei contratti*, a cura di G. VETTORI, Padova, 1999, p. 815;
- De Poli M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, *passim*, in particolare nei primi capitoli;
- De Poli M., *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2001
- del Prato E., *I regolamenti privati*, Milano, 1988

- Delfini F., *Autonomia privata e rischio contrattuale*, Milano, 1999
- Di Brina L., *La disciplina dei prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione*, in *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, a cura di L. De Angelis e N. Rondinone, Torino, 2008;
- Di Chio G., *Prodotti finanziario assicurativi, tutela dell'investitore e valutazione del rischio*, in Calliano O. M. (a cura di), *Informazione trasparenza nei contratti asimmetrici bancari, finanziari e assicurativi e del diritto del consumatore europeo*, Torino, 2013;
- Di Donna L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Milano, 2013;
- DI Donna L., *Obblighi informativi precontrattuali. I. La tutela del consumatore*, Milano, 2008
- Di Gaspare G., *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2003
- Di Gaspare G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, 2011
- Di Giandomenico TG.- Riccio D., *I contratti speciali: I contratti aleatori*, in *Trattato di Diritto Privato*, (diretto da) M. Bessone, Torino, 2005
- Di Majo A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, *Banca borsa*, 1993, I, 294;
- Di Majo A., *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1993, I, 294;
- Di Majo A., *Libertà contrattuale e dintorni*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1995, 17;
- Di Majo A., *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore*, in *Corr. giur.*, 2005
- Di Raimo R., *Dopo la crisi, come prima e più di prima. Il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica*, in *Swap tra banche e clienti*, a cura di D. MAFFEIS, Milano, 2014,
- Di Sabato F., *Società in generale, società di persone*, in *Trattato di Diritto Civile del Consiglio Nazionale del Notariato*, diretto da P. PERLINGIERI, 2005, 72.
- Donati A., *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, II, Milano
- Donati A., Volpe Putzolu G., *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2014

- Durante F., *Intermediari finanziari e tutela degli investitori*, Milano, 2009
- Fabiano A. G., *La riforma della disciplina delle polizze linked nelle disposizioni del tuf e dei regolamenti di attuazione: le ragioni di una scelta*, in *Dir. economia assicur.* (dal 2012 *Dir. e Fiscalità assicur.*), fasc.2, 2012
- Fabiano A., *Natura giuridica e disciplina delle polizze «unit linked» prima e dopo la riforma del T.u.F.*, in *Nuova giur. civ.*, 2009
- Facci G., *Operazioni finanziarie non adeguate e doveri di informazione dell'investitore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007
- Fanelli G. *Le assicurazioni*, in *Trattato Cicu-Messineo*, vol. 36.1, Milano, 1973;
- Fanelli G., *Assicurazione sulla vita e intermediazione finanziaria*, in *Ass.*, 1986, I
- Fanelli G., *La «summa divisio» delle assicurazioni private: riflessioni su un vecchio problema*, in *Foro it.*, 1962, IV, p. 64;
- Farenga L., *Manuale di diritto delle assicurazioni private*, Torino, 2015
- Faucegla G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Giur. comm.*, 1995, III
- Favale R., *Forme "extralegali" e autonomia negoziale*, Napoli, 1994, p. 30 ss.;
- Ferrari Zumbini R., *Testi unici*, in *Enc. Giur. Treccani XXXI*, Roma, 1994, 3; A. Pizzorusso, *Lezioni di diritto costituzionale*, Roma, 1984
- Ferrarini G., *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, Bologna, 1988
- Ferrarini G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1988;
- Ferrarini G., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1988
- Ferrero E., *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992
- Ferri G. B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano
- Ferri G., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2006

- Ferro Luzzi P., La cartolarizzazione: riflessioni e spunti costruttivi, in *Bancaria*, 2001, I
- Foschini M., *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2012;
- G. Domenichini, Le obbligazioni convertibili in azioni, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 1993
- Gabrielli E. e Lener R. I contratti del mercato finanziario, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, 40
- Gabrielli E., *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1986, I
- Gabrielli E., *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009
- Gabrielli E., *Tipo negoziale, prevedibilità dell'evento e qualità della parte nella distribuzione di rischio contrattuale*, in *Giur. it.*, 1986
- Gabrielli G., *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009;
- Gaggero P., *Trasparenza del contratto e rimedi di autotutela*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, II, 2013;
- Gaggero P., *Trasparenza del contratto e rimedi di autotutela*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, II, 2013,
- Galasso G., *Options e contratti derivati*, in *Contr. e impr.*, 1999
- Galgano F., *Diritto civile e commerciale*, I, 1, Padova, 2004
- Galgano F., *Diritto civile e commerciale*, Vol. 2, 2004
- Galgano F., *Il «prodotto misto» assicurativo finanziario*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1988
- Galgano F., *Il contratto di intermediazione finanziaria*, a cura di F. Galgano e F. A. Roversi Monaco, *Le nuove regole del mercato finanziario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, 2009
- Galgano F., *Il nuovo diritto societario*, Padova, 2003
- Galgano F., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005

- Galgano F., *Le insidie del linguaggio giuridico. Saggio sulle metafore del diritto*, Bologna, 2010;
- Galgano F., *Le società per azioni*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, VII, Padova, 1974;
- Galgano F., *Le verità nascoste sotto bella menzogna*, in *Sociologia del diritto*, 3, 2009
- Galgano F., *Trattato di Diritto Civile*, Padova, 2003;
- Gambaro A., *I beni*, in *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, (diretto da) A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni, P. Sclesinger, Milano, 2012
- Gambini M., *Il nuovo statuto del consumatore europeo: tecniche di tutela del contraente debole*, in *Giur. merito*, 2004;
- Gambino A., *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita (le polizze vita come prodotti finanziari)*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I
- Gambino A., *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964
- Gambino A., *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice bancaria ed assicurativa*, in *Ass.*, 2007
- Gambino, *Linee di frontiera tra operazioni di assicurazioni e bancarie e nuove forme tecniche dell'assicurazione mista sulla vita a premio unico*, *Assicurazioni*, 1993;
- Gandini C., *Sub art. 40*, in *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, G. Patersotti, M. Ricolfi (a cura di), Padova, 2000
- Gardella A., *Il bail in ed il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo unico di risoluzione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015;
- Gardella A., *Il bail in ed il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo unico di risoluzione*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015
- Gaudemet A., *Les dérivés*, Paris, 2010;
- Giannotti C., *La cartolarizzazione dei crediti: rischi e regolamentazione*, Roma, 2005

- Girino E., I contratti derivati, Milano, 2010;
- Girino E., Opzioni sintetiche, in Amm. fin., 1993
- Giuliani F. M., I «titoli sintetici» tra operazioni differenziali e realtà del riporto, in Dir. prat. trib., 1992, I
- Gobbi G., L'assicurazione in generale, in Annali di economia dell'Università Bocconi, Milano, 1938
- Gobio Casali P., Prodotti assicurativi finanziari: disciplina normativa, qualificazione giuridica e tutela informativa del risparmiatore, in Giust. Civ., 2010
- Grossi P., Itinerari tra moderno e pos-moderno, in Riv. trim. dir. e proc. civ., 2012
- Guaccero A., Investimento finanziario e attività assicurativa nella prospettiva dell'informazione del risparmiatore, in Giur. Comm., 2003, I;
- Guadagno S., La natura delle polizze unit linked e la disciplina applicabile, in Nuova Giur. Civ., 2015
- Houthakker H. S., Williamson P. J., The economics of financial Markets, Oxford, 1996
- Inzitari B. - Piccinni V., La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari, Padova, 2008;
- Inzitari B., Swap (contratto di), in Contr. impr., 1988;
- Irrera M., L'assicurazione: l'impresa e il contratto, nel Tratt. dir. comm. diretto da G. Cottino, X, Padova, 2011;
- Irti N., L'ordine giuridico del mercato, Bari, 1998;
- Iudica F., La responsabilità degli intermediari finanziari, Milano, 2011;
- Iudica F., La responsabilità degli intermediari finanziari, Milano, 2011
- Johnson N., Due è facile, tre è complessità. Dal caos agli investimenti in borsa, Bari, 2009
- La Sala E.- Bruno F., Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata, in Soc., 2009

La Torre A, Le radici dell'assicurazione nell'esperienza della mutualità, in Cinquant'anni col diritto (Saggi). Volume II: Diritto delle Assicurazioni, Giuffrè, 2008.

Lemma V., Commento sub articolo 41 del Codice delle Assicurazione Private, in Il Codice delle Assicurazioni Private, F. Capriglione (diretto da), Padova, 2007, Tomo I, Vol. 1

Lemma V., La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per un'insolvenza obbligatoria? in Riv. Trim. dir. ec., 2016, II

Lemma V., The derivatives of Italy, in Law and economic yearly review, 2013, n.2;

Lemma V., What's better than "plain vanilla"? (nulla, se essa è alla base della correttezza operativa), Riv. trim. dir. dell'econ., 2014,

Lener R., Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di condotta degli strumenti finanziari, in Banca, borsa e tit. cred., 2016;

Lener R., Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di condotta degli strumenti finanziari, in Banca, borsa e tit. cred., 2016

Lener R., Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario, Milano, 1996

Lener R., L'offerta al pubblico di fondi pensione, polizze assicurative e e strumenti finanziari in prospettiva italiana e comparata, in O. TROIANO (a cura di), Verso una disciplina europea del contratto di assicurazione?, Milano, 2006;

Longo A., La distribuzione di prodotti assicurativi: una regolamentazione ancora in itinere, in La distribuzione di prodotti finanziari bancari e assicurativi, a cura di A. Antonucci e M.T. Paracampo, 2008;

Lucchini Guastalla E., Danno agli investitori e responsabilità delle autorità di vigilanza e degli intermediari finanziari, in Resp. civ. e prev., 2005

Maffeis D., Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati, in Banca, borsa e tit. di cred., 2012

Maggiolo M., Servizi e attività di investimento, in Trattato di diritto civile e commerciale, già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, continuato da Sclesinger, Milano, 2012, 128

- Maggiolo M., Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione, in Trattato di diritto civile e commerciale a cura di P. SCHLESINGER, Milano, 2012
- Mak C., Constitutional Aspects of European Private Law: Freedoms, Rights and Social Justice in the Draft Common Frame of Reference, Centre for the Study of European Contract Law Working Paper Series No. 2009/05;
- Mansutti F., La più antica disciplina del contratto di assicurazione: le Ordinanze sulle sicurtà marittime, in Assicurazioni, 2008
- Manzella A., Melograni P., Paciotti E., Rodotà S., Riscrivere i diritti in Europa, Bologna, 59 ss.;
- Mazzuoccolo L., Dal contratto di assicurazione ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, in I prodotti finanziari assicurativi. Un'analisi ragionata della giurisprudenza. (a cura di) L. ZITIELLO, Milano, 2014,
- Mceldowney J. F., The constitution and the financial crisis in the UK: Historical and Contemporary lessons; in Constitutions in Global Financial Crisis, Surrey, 2014;
- Melis F., Origini e sviluppi delle assicurazioni in Italia (sec. XIV-XVI), Roma, 1975.
- Merusi F., Commento all'art. 47 della Costituzione, in G. BRANCA (a cura di), in Commentario della Costituzione (art. 45-47) Rapporti economici, Bologna-Roma, 1980
- Messineo F., voce Contratto derivato – Subcontratto, in Enc. dir., X, Milano, 1962
- Miani S. (a cura di), I prodotti assicurativi, Torino, 2010;
- Minervini E., La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori), in Banca, borsa e tit. cred., 1997, I, 96 ss.;
- Minervini G., Le obbligazioni convertibili in azioni, in Società, associazioni, gruppi organizzati, Napoli, 1973
- Miola M., Assicurazione e mercato finanziario, in Diritto e giurisprudenza, 2000
- Molinari G., Il prodotto misto assicurativo finanziario, in Resp. civ. prev., 1992
- Montalenti P., La riforma del diritto societario: profili generali, in Riv. dir. comm., 2003

- Morelato E., Neoformalismo e trasparenza contrattuale, in *Contr. e impr.*, 2005, p. 592 ss.
- Natoli R., Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei mercati finanziari, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, 173.
- Navarretta E., Principio di uguaglianza, principio di non discriminazione e contratto, in *Riv. dir. civ.*, 2014,
- Nazzaro A. C., La causa delle polizze unit e index linked, in *Dir. del merc. assic. e finanz.*, 2016
- Nicolò R., Alea, in *Enc. Dir.*, Milano, 1958
- Notari M., Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi, in *Banca Borsa e tit. di credito*, I, 2003
- Nucci M., Credit default option, in *Contr.*, 2006
- Oldani C., I derivati finanziari. Dalla Bibbia alla Enron, Milano, 2009
- Panzarini E., Il contratto di opzione, I, *Struttura e funzioni*, Milano, 2008
- Partesotti G., La copertura delle riserve tecniche, in *Ass.*, 1995
- Patroni Griffi U., I contratti derivati: nozione, tipologia e peculiarità del contenzioso, in *Riv. dir. banc.*, 2012
- Pecennini F., Assicurazione, in *Comm. cod. civ.* Scialoja e Branca, Galgano F. (a cura di), Bologna- Roma, 2011
- Pellegrini M., Le imprese di investimento, in *L'ordinamento finanziario italiano a cura di F. Capriglione*, II, Padova, 2005
- Pepe A., La giurisprudenza nella responsabilità degli intermediari finanziari, in *Corr. Giur.*, I, 2008
- Perlingieri G., L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo europeo, Napoli, 2013
- Perlingieri P., Il "giusto rimedio" nel diritto civile, in *Giusto proc. civ.*, 2011
- Perlingieri G., Alla ricerca del "giusto rimedio" in tema di certificazione energetica. A margine di un libro di Karl Zacharie, in *Rass. dir. civ.*, 2011

- Perlingieri P., *Forma dei negozi e formalismo degli interpreti*, Napoli, 1987;
- Perrone A., *Distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F.S. Martorano e V. De Luca, Milano, 2008;
- Perry G. F., *The post reform. Guide to derivatives and futures*, Hoboken, New Jersey, 2012.
- Pino A., *L'eccessiva onerosità nell'esecuzione dei contratti*, Padova, 1963
- Piras A., *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008
- Piras E., *Il ruolo delle polizze unit linked nella previdenza complementare*, in *Resp. civ. e prev.*, 2010
- Piras E., *Polizze "index linked" collegate ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2012, II
- Pisani Massamormile A., *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. soc.*, 2003
- Polidori S., *Discipline della nullità e interessi protetti*, Napoli, 2001
- Pontremoli R., *La copertura delle riserve tecniche nei decreti legislativi nn. 175 e 175/1995*, in *Ass.*, 1995
- Portolano A., *Commento sub art. 25-bis*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, I, p. 447 ss.;
- Portolano A., *sub art. 127*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, Torino
- Preite D., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici*, in *Dir. comm. int.*, 1992
- Presti G., *Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 2010
- Racioppi F. e Brunelli I., *Commento allo Statuto del Regno, I*, Torino, 1909
- Raiti L. M., *The derivate Products company*, in *AA. VV., The Handbook of Derivatives and synthetics*, (a cura di) R.A. Klein, Cambridge, 1994

- Rampini F., *L'impero di Cindia*, Milano, 2007
- Raviolo G., *Da Bretton Woods ai mutui subprime*, Roma, 2009;
- Rescigno G. U., voce *Costituzione economica*, in *Enciclopedia giuridica*, Roma, 2001
- Rimini E., *Contratti di swap e operatori qualificati*, in *Giur. comm.*, 2004
- Rispoli Farina M., *La crisi dei mercati finanziari e la riforma dei sistemi di vigilanza. Europa e Usa in bilico tra politiche di salvataggio e prospettive effettive di riforma*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010
- Rodotà S., *La carta come atto giuridico e documento politico*, di A. Manzella, P. Melograni, E. Paciotti, S. Rodotà, *Riscrivere i diritti in Europa*, Bologna
- Rolli R., *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008
- Roppo V., *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001;
- Roppo V., *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale, genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001;
- Rordorf R., *La tutela del risparmiatore: nuove norme, problemi vecchi*, in *Dir. comm. soc.*, 2008
- Rosapepe R., *Cenni in tema di responsabilità degli intermediari finanziari, in Impresa bancaria e crisi dei mercati finanziari*, (a cura di) A. PRINCIPE, Napoli, 2010
- Rossetti M., *Polizze «linked» e tutela dell'assicurato*, in *Assic.*, 2002, I
- Rossetti M., *Polizze indicizzate e sequestrabilità dell'indennizzo*, in *Ass.*, 2001
- Rovelli L., *Le obbligazioni indirettamente convertibili*, in *Soc.*, 1991
- Rucellai C., *Cartolarizzazione sintetica e credit default swap*, in *Giur. Comm.*, 2012
- Russo C., *Trasparenza e informazione nel contratto di assicurazione. La prospettiva dell'analisi economica del diritto*, Padova, 2001;

- Russo C., *Trasparenza e informazione nel contratto di assicurazione. La prospettiva dell'analisi economica del diritto*, Padova, 2001
- Russo C., *Trasparenza e informazione nel contratto di assicurazione. La prospettiva dell'analisi economica del diritto*, Padova, 2001
- Sacco R., *Il contratto*, in *Tratt. Di dir. civ.*, (diretto da) R. SACCO, Torino 2004
- Saccomanni F., *Nuove regole e mercati finanziari*, in *Bancaria*, 2009.
- Salanitro N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1996, 235; E. RIGHINI, *I valori mobiliari*, Milano, 1993
- Salvi C., *Capitalismo e diritto civile. Itinerari giuridici dal Code civil ai Trattati europei*, Bologna, 2015;
- Sangiovanni L. V., *La Cassazione sull'equiparazione delle polizze unit linked a strumenti finanziari*, in *Corr. Giur.*, 2013
- Sangiovanni V., *I contratti derivati fra normativa e giurisprudenza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2010
- Santoro Passarelli F., *La causa del contratto di assicurazioni*, in *Studi sulle assicurazioni. Raccolti in occasione del cinquantenario dell'Istituto nazionale delle assicurazioni*, Milano, 1963
- Santoro Passarelli F., *Rischio e bisogno nella previdenza sociale (Prolusione romana)*, Milano 1948, ora in *Saggi di diritto civile*, Napoli, 1961
- Sartori F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004
- Scalfi G., *Alea*, in *Dig. Civ.*, 1987
- Scalfi G., *Gli articoli 1460 e 1461 del codice civile ed il contratto di assicurazione*, in *Foro it.*, 1968,
- Scalfi G., *I contratti di assicurazione. L'assicurazione danni*, Torino, 1991
- Scalfi G., *L'assicurazione tra rischio e finanza*, Milano, Giuffrè, 1992;
- Scalfi G., voce *Assicurazione (contratto di)*, *Digesto*, 1987
- Schelling F., *Lettere sul dogmatismo e il criticismo*, Milano, 1795;

- Schettino F., Impignorabilità delle polizze index linked: la funzione previdenziale delle polizze di assicurazione sulla vita, in *Dir. fisc. assic.*, 2011
- Sciarrone Alibrandi A., Prodotti misti e norme a tutela del cliente, in *Società, banche e crisi d'impresa*, diretto da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, A. Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014;
- Sclesinger V., Natura e limiti della responsabilità delle Autorità, in *Regolazione e garanzia del pluralismo*, in *Quaderni della rivista trimestrale e diritto e procedura civile*, Milano, 1997;
- Serra A., Le operazioni dei mercati mobiliari: prospettive degli anni Novanta, in *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni Novanta*, (a cura di) MINERVINI, Milano, 1987
- Signorelli F., Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi, Milano, 2006
- Siri M., Rischio finanziario, assicurazione sulla vita ed esclusione dal patrimonio fallimentare, *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.3, 2014;
- Spagnesi E., Aspetti dell'assicurazione medievale, in AA. VV., *L'assicurazione in Italia fino all'Unità. Saggi storici in onore di Eugenio Artom*, Giuffrè, 1975.
- Swan E. J., *Building the Global Market. A 4000 Year History of Derivatives* Londra, 2000
- Tarolli R., Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives, in *Giur. comm.*, 2008, I
- Valenzano G., *I contratti differenziali di borsa su divisa estera*, 1929, Roma
- Valle L., *Il contratto future*, Padova, 1996
- Venosta F., Profili del neoformalismo negoziale: requisiti formali diversi dalla semplice scrittura, in *Obbl. e contratti*, 2008
- Volpe Putzolu G., Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento, in *Giur. comm.*, 1984, I,
- Ziller J., La tutela del risparmio tra obiettivi e competenze dell'Unione europea, in *Diritto dell'economia*, 1, 2008;
- Zitiello L., *I prodotti finanziari assicurativi*, Milano, 2014;

Zoppini A., Il contratto asimmetrico, tra parte generale, contratti di impresa e disciplina della concorrenza, in *Il diritto europeo dei contratti fra parte generale e norme di settore*, a cura di E. Navarretta, Milano, 2007

Zoppini A., Le domande che ci propone l'economia comportamentale ovvero il crepuscolo del «buon padre di famiglia», in *Oltre il soggetto razionale Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, a cura di G. ROJAS Elgueta e N. Vardi, in *Studies in law and social studies*, Roma, 2014

*Ringrazio il Prof. Luca Di Donna, per aver creduto in me sin dal principio e per tutto quello che mi ha insegnato.*

*Ringrazio il Prof. Massimo Brutti, per il suo esempio, oltre che per i suoi insegnamenti.*

*Ringrazio la Prof.ssa Laura Moscati, il Prof. Enrico del Prato ed il Prof. Andrea Di Porto, per avermi coinvolto in così tante e interessanti iniziative scientifiche.*

*Ad maiora, semper*