
FRANCESCO BOCHICCHIO

LE ANTINOMIE DEL DIRITTO DEI DERIVATI:
PROPOSTA DI SOLUZIONE

A

SOMMARIO

1. IL DIRITTO DEI DERIVATI TRA APPROCCIO SISTEMATICO E PROFILI CONTINGENTI: GLI ABUSI SU STRUMENTI DERIVATI – CONSIDERAZIONI GENERALI: MERI INCONVENIENTI PRATICI O ANTINOMIE?	2
1BIS. SEGUE: GLI ABUSI IN STRUMENTI DERIVATI DA PATOLOGIA A FISIOLOGIA.....	5
2. DERIVATI OTC: ESECUZIONE DEI DERIVATI E RICAVI PER LA BANCA; CONDIZIONI E LIMITI – CONDIZIONI E LIMITI ALLA LUCE DEL REGOLAMENTO UE 648/2012.....	6
3. DERIVATI: PROFILI DI STABILITÀ E PROFILI DI CORRETTEZZA, UN NESSO CONFLITTUALE?.....	8
4. CDS: NATURA GIURIDICA E LIMITI ALLA SPECULAZIONE.....	9
5. CDS E TITOLI PUBBLICI: IL LIMITE DELL’INTERESSE PUBBLICO.....	10
6. I NUOVI SCENARI DELLA DISCIPLINA E DIFFICOLTÀ PER UN INQUADRAMENTO SISTEMATICO DEI DERIVATI E DEI CDS.....	10
7. SPUNTI PER UN NUOVO INQUADRAMENTO DEI DERIVATI E PER UNA REVISIONE DELLA NORMATIVA SUI SERVIZI DI INVESTIMENTO PER GLI INVESTIMENTI SPECULATIVI.....	11

1. Il diritto dei derivati tra approccio sistematico e profili contingenti: gli abusi su strumenti derivati – Considerazioni generali: meri inconvenienti pratici o antinomie?

Gli strumenti derivati sono una categoria di strumenti finanziari, i quali a loro volta sono forme di investimento di massa, tendenzialmente ma non necessariamente suscettibili di negoziazione diffusa, e costituiscono l'oggetto delle attività dei servizi di investimento (prima servizi di intermediazione mobiliare), riservate, ove svolte professionalmente nei confronti del pubblico, alle banche ed alle S.I.M.

Gli strumenti derivati hanno ad oggetto beni od entità finanziarie o reali esterni al contratto: in altri termini, l'investimento finanziario avviene non mediante acquisto di tale bene od entità ma mediante raggiungimento di un risultato economico, positivo o negativo che sia, in dipendenza dell'esito dell'andamento dello stesso bene o entità, vale a dire del valore di questa alla data di esecuzione; tale bene od entità resta estraneo al contratto ed alla sfera di determinazione delle parti. Conseguentemente, gli stessi sono eseguiti, con il pagamento del differenziale della quotazione in capo al cliente o all'intermediario a seconda dell'esito negativo o positivo dell'andamento del bene od entità alla data di esecuzione: possono essere di copertura o speculativi a seconda che i beni di cui al contratto siano o no nel patrimonio dell'investitore; nel caso di derivati speculativi, il rischio di perdita può essere anche superiore e di molto, per l'effetto leva, al patrimonio conferito dal cliente all'intermediario.

Il risultato economico è in dipendenza dell'andamento del bene o entità e ciò sembra pari a qualsiasi investimento finanziario: la vera caratteristica dei derivati, che li distingue dagli altri investimenti, è ravvisata da un orientamento autorevole nella presenza del differenziale, sopra descritta. Ma è da replicare che il differenziale attiene alle modalità, e quindi non assurge a livello di elemento costitutivo della fattispecie, essendo un suo mero indice, evidentemente non esaustivo, ma solo presuntivo: l'elemento costitutivo è rappresentato dall'impossibilità di determinare l'andamento del bene, che resta al di fuori del potere delle parti, e questo è un dato vincolante; il differenziale, in tale ottica, è un elemento naturale conseguente alla caratteristica essenziale, ma l'innovazione finanziaria può evidentemente individuare altri elementi di esecuzione del contratto, ferma restando la caratteristica essenziale appena descritta.

Quanto testé detto vale per tutti i contratti di investimento finanziario a termine in cui non si può uscire dall'investimento prima del termine, ma la differenza è che solo nel derivato il rilievo assoluto e incondizionato del valore del bene alla data di esecuzione è conferito dalla completa estraneità delle parti al bene, al di fuori della sfera giuridica delle parti stesse, a differenza dei contratti a termine dove il venditore a termine è per l'appunto proprietario del bene in questione. "Medio tempore" il venditore a termine non può incidere sull'investimento, come nel derivato sembrerebbe di dire, ma la differenza è che nella vendita a termine il venditore non è completamente indifferente alle sorti del bene prima del termine, non essendo certamente univoca la sua estraneità al rischio contrattuale "medio tempore", e soprattutto il contratto di vendita a termine contiene tutti gli elementi essenziali con particolare riferimento all'oggetto ed al suo prezzo, mentre nel derivato il valore è al buio fino all'esecuzione. Il contratto a termine è un contratto di investimento dall'oggetto ben determinato e quantificabile, indifferente alle variazioni di mercato, mentre nel derivato è proprio la futura variazione dei mercati che determina il valore.

Non si può dire che la natura derivativa sia presente in tutti gli investimenti finanziari, o meglio è da precisare che tale affermazione ammesso che abbia un fondamento è circoscritta al campo economico senza alcuna rilevanza giuridica: ed infatti, negli altri contratti la natura derivativa è l'obiettivo delle parti che nel puntare ad un valore economico quale assoluto e puro intendono sì astrarre dalle vicende del bene e dalla sua gestione ma continuano ad operare per mezzo di tali vicende e di tale gestione per raggiungere il risultato e quindi possono anche arrivare a strumentalizzare ed a travisare le stesse ma senza evidentemente prescindere da loro,

mentre nel derivato e solo nel derivato l'astrazione è proprio nella realtà effettuale delle cose, in quanto il risultato prescinde da tali vicende e dipende solo dal mercato e quindi esclusivamente da vicende esterne al contratto; il mercato, a differenza degli altri contratti di impresa, ha un'efficacia esclusiva di determinazione del valore, senza passare per un'attività delle parti.

In tutte le operazioni di investimento le parti vogliono speculare vale a dire vogliono lucrare della differenza tra valore di acquisto e di vendita, ma in tutti gli altri contratti la speculazione è impura in quanto dipendente dalla gestione dell'investimento, mentre solo nei derivati è pura in quanto tale da astrarre dalla gestione dell'investimento. Quindi, la distinzione tra derivati speculativi e derivati di copertura attiene ad elementi ulteriori rispetto alla natura del contratto: in base a tale natura tutti i derivati sono speculativi, speculativi in modo puro ed assoluto (1).

La speculazione è ritenuta così meritevole di tutela dall'ordinamento in quanto può essere di sostegno ai mercati ma solo nei derivati è pura e ciò spiega le discussioni sulla "meritevolezza" di una speculazione pura: ebbene, la questione è stata risolta drasticamente dall'ordinamento, che ha superato ogni dubbio evidenziando che ai derivati non si applica l'eccezione di gioco e scommessa di cui all'art. 1933 c.c. (art. 23, 5° comma, d. lgs. n. 58/98); appena entrata in vigore la prima normativa italiana organica di regolamentazione dei mercati finanziari e delle attività economiche ivi svolte (l. n. 1/91), alcune sentenze di merito milanesi negarono protezione alla pretesa dell'intermediario di ottenere l'esecuzione della prestazione del cliente in perdita per i derivati speculativi, alla luce del ricorso da parte del cliente stesso all'eccezione di gioco e scommessa; il problema fu subito chiarito a livello normativo, come visto con la previsione ora contenuta nell'art. 23, comma 5°, d. lgs. n. 58/98, ed è soluzione fondata dovendosi evidenziare l'impossibilità di utilizzare tale eccezione contro l'intermediario, che infatti svolge un'attività per antonomasia protetta, in quanto riservata "ex lege" a soggetti rientranti in categorie individuate per l'appunto per legge (2).

A prima vista, il sistema legislativo si presenta completo e senza aporie e antinomie: la previsione di categorie specifiche di derivati si rivela esaustiva della categoria generale, e il potere delle Autorità di introdurre altre categorie create dalla fantasia della prassi ha tutte le caratteristiche tali da chiudere il cerchio in presenza di eventuali falle; la tutela giuridica della speculazione fornisce una chiara indicazione della valutazione di merito e quindi dell'impostazione di fondo e politica dell'ordinamento. In definitiva, i derivati hanno le caratteristiche, "prima facie" almeno, da un punto di vista strettamente giuridico, proprie di qualsivoglia categoria di strumenti finanziari, senza specificità apprezzabili. Che gli stessi possano essere speculativi ed anche speculativi in modo abnorme è un fattore tale da inquietare gli interpreti, ma verrebbe voglia di dire solo perché questi sono conservatori e tali da basarsi su pregiudizi, ignorando l'impianto della norma che considera pienamente fisiologico l'elemento speculativo, anche se particolarmente accentuato ed addirittura anche se puro. Pertanto, sempre a prima vista, l'individuazione di una natura propria dei derivati rispetto agli altri strumenti finanziari non può che essere del tutto inutile, quale tentativo dell'interprete di sovrapporsi al legislatore: in particolare la discussione sul differenziale quale elemento essenziale o no della categoria degli strumenti derivati si rivela superflua (3).

Ma già restando sul piano della sola superficie, è facile verificare che questa appena formulata sarebbe una conclusione del tutto frettolosa, come rivelano alcuni elementi non trascurabili.

L'art. 31, 2° comma, reg. Consob n. 11522/98, precedente all'entrata in vigore della direttiva "MiFID", disponeva che per gli operatori qualificati, ivi comprese le persone giuridiche i cui esponenti avessero attestato il possesso di esperienza in materia finanziaria, non si applicavano importanti strumenti di tutela dei risparmiatori.

A fronte di contratti derivati anche speculativi ed altamente rischiosi, i legali rappresentanti di piccole e medie imprese (ed anche enti locali) sottoscrivevano sempre tale dichiarazione. Era valida ed efficace tale dichiarazione? Si è scatenato un dibattito serrato in giurisprudenza, in via di massima favorevole alla validità ed all'efficacia della clausola, salvo verifiche in concreto in caso di macroscopica non rispondenza al vero. Chi scrive ritiene la clausola invece sempre valida ed efficace visto che è dall'apparente veridicità, avendo ad oggetto

operatori che non possono mai prescindere da scelte finanziarie complesse. Né si può ritenere che operazioni speculative soprattutto se di importo abnorme si collochino al di fuori dell'oggetto sociale della società quale esercizio di attività finanziaria, visto che si tratta di operazioni strumentali: è un profilo di responsabilità e non di attinenza all'oggetto sociale. Tale clausola non giustifica peraltro lesione dei principi generali di correttezza e trasparenza, di modo che non può legittimare contratti in cui non sia chiara la natura speculativa o di copertura e non siano chiari i meccanismi fondamentali determinativi degli obblighi delle parti. La giurisprudenza si sta indirizzando in tal senso. L'attuale normativa non prevede più una dichiarazione siffatta, però i controlli di conformità al profilo di rischio non sono univoci: valgono quindi le considerazioni di cui sopra.

Parimenti, si prospetta il problema della validità dei contratti derivati in cui il meccanismo di rischi e di possibili benefici sia totalmente sperequato a carico del cliente: da parte di chi scrive si è configurata da tempo un'ipotesi di nullità del contratto per illiceità di causa concreta. Tale impostazione sta ricevendo conferme da parte della giurisprudenza.

Parimenti delicate sono le ipotesi di conflitto di interessi in caso di derivato in cui l'intermediario si copra da rischio già in propria posizione: occorre verificare, per accertare la presenza di abusi, se tale posizione fosse in modo agevole e conveniente smobilizzabile o se fosse immobilizzata.

Stesso discorso vale per i contratti derivati di credito ("CDS"), in cui il titolare di un credito, privato o intermediario, acquista garanzia del credito da un intermediario: nonostante la loro natura assicurativa, e nonostante la mancanza del differenziale, li si è assimilati espressamente ai contratti derivati, o meglio li si è inseriti, in virtù di norma espressa, tra i contratti derivati, rendendo così possibile la stipula di CDS a fine speculativo, vale a dire l'acquisto di copertura da parte di non è titolare del credito, con l'inapplicabilità dell'eccezione di gioco e scommessa. Ciò non sarebbe stato possibile se i CDS fossero fatti rientrare nel diritto assicurativo, che preclude la stipula di un contratto di assicurazione per importo superiore all'effettivo rischio dell'assicurato. Visto il loro influsso sulla stabilità dei Paesi sovrani, occorre verificare se la stipula di contratto oltre certi limiti sia compatibile con il ruolo degli intermediari e quindi se sia prospettabile ed anche dagli effetti non devastanti una nullità per illiceità della causa concreta.

Sono tutti temi di grande delicatezza, vista la difficoltà di approccio ai derivati, alla luce della loro natura speculativa, della loro conseguente natura aleatoria e quindi della totale astrazione da posizioni sottostanti (il tutto come detto legittimato dall'art. 23, comma 5°, che esclude l'applicazione di gioco e scommessa ai derivati conclusi da intermediari nell'ambito dei servizi di investimento).

In pratica la conclusione apodittica di cui sopra, della mancanza di problematiche giuridiche peculiari dei derivati rispetto alla categoria degli strumenti finanziari, si rivela frettolosa e non in grado di rendere conto di numerose problematiche, in cui si giunge a conclusioni del tutto diverse.

L'interprete deve quindi cedere alle contingenze dei vari particolari casi, rinunciando a una visione sistematica?

Una visione sistematica richiede evidentemente una completa rivisitazione della materia: in via preliminare occorre verificare se le contingenze dei singoli casi dipendano solo da un'insufficienza della disciplina rispetto alle dinamiche finanziarie concrete o se invece ricorrano vere e proprie antinomie giuridiche.

Il punto va visto in termini non solo di contratto alieno, vale a dire di contratto che deroga a istituti giuridici, anche in via generalizzata, come recentemente in modo autorevole sostenuto, ma di configurazione giuridica della speculazione pura, che è un concetto profondamente estraneo ai nostri strumenti giuridici. La deroga generalizzata appartiene al piano dell'autonomia privata, salvo limiti di norme inderogabili, mentre la speculazione pura costituisce una prova di astrattezza totale dell'autonomia privata, che si deve confrontare con l'essenzialità della causa nel nostro ordinamento (artt. 1352, 1343 e 1418, c.c.) (4).

1bis. Segue: gli abusi in strumenti derivati da patologia a fisiologia.

Ciò detto in astratto, le carte sono state addirittura scombinare in quattro e quattr'otto: la problematica giuridica, già tutt'altro che univoca, nonostante le apparenze e il tentativo del legislatore di legittimare del tutto la speculazione, rendendola un elemento ordinario dell'operatività in strumenti finanziari, è stata del tutto alterata dagli elementi economici nel loro divenire turbolento.

Il ricorso ai derivati speculativi è diventato abnorme, preponderante nell'ambito delle attività finanziarie "tout court", le quali sono a loro volta preponderanti rispetto alle attività reali. Così operando, le banche d'affari internazionali hanno trascinato l'intero Occidente nella crisi del 2008, la più devastante di tutte, nonostante le apparenze anche di quella del '29 del secolo scorso, costringendo l'erario americano a correre in loro soccorso, con un esborso straordinario: dopo sono riuscite, con la loro forza, a bloccare ogni tentativo di riforma, per riprendere imperterrite nella loro azione in grado di portare la finanza speculativa a fagocitare l'economia mondiale.

E' sorto quindi il grande problema dell'insolvenza nell'esecuzione dei derivati, insolvenza idonea a gettare in crisi devastante i mercati.

Ma non solo, adesso le Banche hanno impiegato la finanza speculativa, anche per tramare contro gli Stati sovrani deboli: hanno stipulato in massa e in quantità abnormi "credit default swap", "CDS", strumenti derivati di credito, come detto di dubbio inquadramento tra i derivati, che la migliore dottrina (Emilio Girino) ritiene non rientrare nella categoria dei derivati, in quanto mancanti del differenziale, ma adesso per legge qualificati come derivati (in Italia dal 2007).

I CDS sono contratti con cui un soggetto vende ad un altro la garanzia del credito: hanno natura assicurativa, ma il diritto assicurativo prevede che non ci si possa assicurare per un valore superiore al proprio rischio (di qui il divieto di assicurarsi sulla vita di altro non consenziente, come immortalato dai "noir" americani); pertanto, la copertura sarebbe potuta essere acquistata solo da chi deteneva il credito in portafoglio; facendo rientrare i "CDS" nei derivati, si consente l'acquisto della protezione a chi non ha il titolo in portafoglio scommettendo e speculando contro il debitore, con effetti abnormi nel caso di debito pubblico.

Le società di "rating" che danno voti pessimi in pagella agli Stati deboli oggetto della speculazione delle banche d'affari con cui sono oggettivamente collegate (le banche d'affari insolventi nel 2008 godevano, al momento del tracollo, del miglior "rating" possibile), effettuano, male, la loro attività di valutazione economica o partecipano a un disegno illecito?

E più in genere: le banche d'affari che scatenano i mercati contro gli Stati sovrani esercitano sempre un'attività protetta o esorbitano dal loro ambito per esercitare un'attività che è un "quid novi", un qualcosa di abnorme e spaventoso? Come si può ritenere che si rientri in un ambito di economia ordinaria, in cui l'attività è sottratta al giudice penale? Chi scrive è garantista e quindi fermamente contrario a scorciatoie in materia penale, ma è chiaro che il problema sussiste e merita, anzi richiede, (profonda) riflessione.

Ma la riflessione è più ampia: qual è la situazione giuridica in mancanza di una norma espressa che preveda, alla luce delle patologie testé accennate, che le operazioni speculative, se aventi ad oggetti beni o entità collocati in Europa, devono essere effettuate nel rispetto dei limiti quantitativi e qualitativi fissati dalle Autorità e la violazione di detti limiti configura gli estremi del reato, provoca il commissariamento della banca violatrice e la requisizione dei mezzi finanziari utilizzati? In mancanza di tale norma, la finanza e la speculazione finiscono con il configurare un'attività economica al di fuori di ogni limite. Qual è la valutazione giuridica?

Si deve evidentemente affrontare il problema al di fuori della questione della funzionalizzazione sociale dell'iniziativa privata, problema che fu posto a Weimar e in Italia nel dopoguerra, e che è sempre stato visto in termini collegati ad un passaggio ad un sistema economico diverso: o meglio un collegamento può anche essere ravvisato, ma in modo estremamente generale e non in termini di nesso indissolubile.

Adesso è da prendere invece atto che il sistema capitalistico comporta un'attività d'impresa autoreferenziale e tale da travisare il proprio ruolo. Si tratta di riportare l'impresa al proprio ruolo, con limiti e controlli, qualitativi e quantitativi. Si può veramente escludere che i derivati in cui l'intermediario finanziario esorbita dal suo ruolo di impresa esercente attività

protetta, per svolgere un dominio non più economico ma anche politico, senza investitura e legittimazione (Salvator Allende accusò la ITT, grande multinazionale americana delle telecomunicazioni, di boicottare il Governo democratico socialista, e il risultato fu il colpo di stato di Pinochet, ora le democrazie possono essere abbattute con mezzi meno cruenti e più sofisticati), sono illeciti (illiceità della causa concreta o dell'oggetto, a seconda che l'abuso riguardi la funzione del contratto o il solo aspetto quantitativo)?

Ma anche ad ammettere l'illiceità, quali sono le conseguenze: la nullità dell'intero contratto o si può pensare a nullità parziale con sostituzione sulla falsariga dell'art. 1339 c.c.? Il discorso è ampio e richiede una ricostruzione complessiva del diritto dei contratti. Il discorso è analogo, nei casi sopra visti, nei casi in cui l'intermediario induca il cliente a stipulare il contratto derivato in termini di totale fraintendimento della consapevolezza del volere dello stesso cliente (casi della piccola impresa e dell'ente locale).

Una situazione così complessa conferma che in materia non vi sono affatto punti fermi, e che quelli che appaiono tali, per merito soprattutto di attenta e acuta dottrina (Emilio Girino), non sono tali, in quanto le insufficienze legislative da un lato e dall'altro e la degenerazione assoluta del fenomeno rendono il quadro legislativo stesso certamente non obsoleto ma del tutto parziale, non solo nelle singole manifestazioni ma nello stesso impianto.

Nel silenzio, fragoroso e assordante, del legislatore interno il legislatore comunitario ha risposto intervenendo su due dei problemi principali, quello dell'insolvenza e quello dei CDS.

Gli interventi sono meritori, come si vedrà, ma parziali, in modo che aumenta il disorientamento di fronte a una normativa frammentaria e in grado di colpire alcune punte rilevanti, senza una visione d'insieme.

Qui, l'interprete, senza sostituirsi al legislatore, può porre le basi per una visione d'insieme in grado di risolvere in via giudiziaria i problemi più rilevanti, e di indicare al legislatore stesso la via per un intervento completo.

Ma non si può neppure tentare di arrivare ad un corretto inquadramento della problematica se non si parte dalla serena consapevolezza che i derivati siano una categoria contrattuale in cui il diritto sembra perdere la sua ragione d'essere e cedere il passo alla tecnica e quindi a valutazioni ragionevoli e di contenimento delle conseguenze, senza applicare i propri principi, generali o no che siano. Il diritto dei contratti viene ad essere disapplicato e ciò non è una conseguenza dell'essere i derivati una forma di contratto alieno, in cui vi sono schemi contrattuali predisposti dalle parti private in grado di sottrarsi ai vari ordinamenti, in quanto questa è una situazione comune a tutta la globalizzazione, con il trionfo delle regole oggettive del commercio internazionale e il declino dello Stato-nazione, che riguarda tutto il diritto dell'economia, ma è una caratteristica propria dei derivati, vale a dire di un contratto di per sé non suscettibile di essere inquadrato negli schemi giuridici, alla luce della sua natura di investimento dalla speculazione pura. Di qui la necessità di una rivisitazione degli schemi giuridici nel rispetto dei principi fondamentali. La rivisitazione degli schemi giuridici e quindi di una nuova costruzione del contratto in generale trascende i limiti della presente indagine, prodromica a mò di premessa ad un'analisi "ex professo": qui preme evidenziare i punti critici e proporre i punti di vista prodromici di tale nuova ricostruzione, che sarà saggiata preventivamente in relazione proprio ai contratti derivati, rispetto a cui il presente scritto costituisce l'introduzione. (5)

2. Derivati OTC: esecuzione dei derivati e ricavi per la banca; condizioni e limiti – condizioni e limiti alla luce del Regolamento UE 648/2012.

Sul primo aspetto, quello di rischio di insolvenza, è intervenuto il Regolamento comunitario (n. 648/2012 del 4 luglio 2012, con decorrenza 16 agosto 2012) con un sistema di compensazione, che è obbligatoria, tra le opposte posizioni in derivati e precisamente in "swap", che non sono negoziati sui mercati regolamentati, e sono quindi trattati su un mercato non regolamentato, c.d. OTC (dal mercato americano dove sono sorti, c.d. "over the counter"). Non tutti i derivati OTC sono ammessi al sistema, ma solo quelli la cui ammissione riduce il rischio sistemico, quindi i derivati in cui il rischio di credito sulla controparte è maggiore di quello di regolamento dell'operazione. Il sistema è retto da apposite controparti centrali (CPP), che agiscono come acquirente nei confronti di ciascun venditore e come venditore nei confronti

di ciascun acquirente. Sono previsti rigorosi requisiti soggettivi degli organi, patrimoniali, organizzativi, e di attività (con i margini di garanzia, nonché un Fondo di garanzia), il regime di autorizzazione, i controlli pubblici comunitari e nazionali, i rapporti con Paesi terzi, le sanzioni pecuniarie anche elevatissime. Di particolare interesse si rivela la previsione di un registro pubblico per avere un'evidenza delle operazioni e quindi dei derivati.

Si è così abbandonata la tentazione, presente in molti ambienti, di imporre la quotazione dei derivati non di copertura sui mercati regolamentati: è una proposta velleitaria, in quanto lo "swap", quale forma di investimento sofisticata, è per forza di cose individualizzata, o meglio lo deve essere; è stato totalmente erroneo, e foriero delle conseguenze deteriori che si sono prodotte, fare dello "swap" un prodotto di massa, con tanto di "budget" (come poi emerso nelle istruttorie dei procedimenti penali). Per le stesse ragioni, non può essere accettata l'idea che ogni tanto emerge di applicare la normativa sulla sollecitazione al pubblico risparmio, in contrasto con la natura dei derivati, che non sono una forma standardizzata di investimento finanziario e non lo possono essere, nemmeno quando hanno lo stesso oggetto, a pena di altrimenti di violare il principio fondamentale sopra visto di estraneità delle parti alla gestione dell'investimento, estraneità che non tollera una proposta standardizzata, con la quale chi la effettua interviene nella gestione dell'investimento condizionandone gli aspetti essenziali nel momento in cui incide sul prezzo, e quindi sull'oggetto (su ciò si tornerà in sede finale). Le negoziazioni in conto proprio sono utilizzate di fatto come collocamento, in quanto standardizzate sia pure senza trasparenza, in modo che la mancata applicazione della normativa sulla sollecitazione sembra un formalismo a carico del cliente. E' da replicare invece che la natura standardizzata delle negoziazioni rivela un profilo di dubbia liceità, tale da richiedere rimedi: la sola trasparenza è certamente un progresso nella regolamentazione, ma quando tale da avere ad oggetto una situazione illecita corre il rischio di essere distorsiva e di dare una parvenza addirittura di legittimazione, il che è certamente non fondato, ma comunque idoneo ad aumentare travisamenti e distorsioni.

L'esigenza di tutelare i risparmiatori, non deve condurre a conclusioni contrarie alla natura delle operazioni, in quanto il mercato deve essere regolamentato ed in maniera anche estremamente incisiva e rigorosa, senza fermarsi ad un'ottica di mere regole del gioco e di neutralità, ma la regolamentazione non può rivelarsi in contrasto con l'oggettività delle operazioni e dell'attività, a pena di non realismo e di velleitarismo.

La compensazione opera per gli intermediari finanziari e anche per privati non intermediari ove esposti in derivati e questo è un segno di realismo. Ciò ovviamente per i soli casi in cui è consentito ai non intermediari di operare in derivati, vale a dire assumendo la veste di clienti, ovvero quali offerenti solo per i casi di operatività non professionale nei confronti del pubblico.

Nei casi di operatività nei confronti del pubblico la stipula di derivati è riservata agli intermediari: la tesi dottrinale secondo cui i derivati sono offerti in emissione, e l'emissione di strumenti finanziari non è riservata, mentre sono riservate le attività aventi ad oggetto titoli già emessi da terzi (negoiazione, raccolta ordini, gestione, consulenza), non può essere accolta, in quanto trascura che lo strumento derivato è uno strumento finanziario che fa riferimento ad altri beni o elementi relativi a investimenti finanziari, è uno strumento finanziario "per relationem" che incorpora il valore di altra attività finanziaria, e quindi la sua stipula ha tutte le caratteristiche dell'operatività in strumenti di terzi, nel concreto negoziazione in conto proprio (6).

Il limite della normativa è duplice: da un lato si agisce sulle conseguenze e sugli effetti dei derivati, ma non sulla loro conclusione anche se realizzata in modo abnorme e per importi stratosferici.

Dall'altro non si incide sulla facoltà del cliente di uscire dal contratto derivato in qualsiasi momento prima della scadenza: facoltà non esistente "in rerum natura" visto che il derivato non è negoziato su mercati regolamentati; peraltro, le esigenze di tutela del cliente rendono necessario fornire a questi strumenti di salvaguardia e di "liquidabilità". I testi dei "contratti derivati" prevedono tale facoltà di uscita, con previsione del prezzo di uscita, c.d. "mark to market". La clausola di uscita non è un atto di liberalità a favore del cliente, ma è una necessità per evitare al cliente di essere e restare prigioniero di un investimento anche dalle possibilità rovinose.

Pertanto, il “mark to market” deve avere criteri rigorosi ed oggettivi di determinazione: il prezzo di uscita deve essere univocamente determinabile.

Ma non solo: è del tutto illecita la clausola che inserisce nel prezzo di uscita commissioni a favore della Banca, più o meno mascherate. I derivati sono offerti in negoziazione in conto proprio, con la conseguenza che si applica la regola che la Banca non possa ricevere commissioni, essendo l'unica forma di ricavo possibile quella rappresentata dagli utili delle negoziazioni: la Banca, poiché è controparte del cliente, soddisfa un proprio interesse e ogni commissione sarebbe priva di causa e quindi indebita. Il divieto esplicito di tali commissioni per la negoziazione in conto proprio in genere era prevista fino al Reg. Consob n. 11522/98 compreso.

Ora con il Reg. Consob n. 16190/2007 il divieto non è previsto ma è innegabile che sia ricavabile dai principi generali. Un'opinione estremamente diffusa legge la comunicazione Consob del 2 marzo 2009, n. 9019104, che prevede la massima trasparenza e la massima correttezza dell'intermediario nella determinazione delle commissioni su prodotti illiquidi, quale statuizione della legalità delle commissioni.

Tale opinione potrebbe anche essere accolta per la fase della conclusione del derivato, dove il prezzo di offerta è rimesso all'autonomia delle parti e la Banca può determinarlo come vuole: pertanto, la commissione può essere utilmente configurata quale componente del prezzo di offerta, rimesso all'autonomia delle parti, trattando di operatività in mercati non regolamentati e quindi con mancanza di un prezzo di mercato.

Nel prezzo di uscita si tratta al contrario di tesi da respingere in quanto il prezzo deve essere pre-determinato in modo oggettivo e non soggettivo, a pena di trasformare il “mark to market” in una forma di clausola penale, intesa in senso atecnico perché manca l'inadempimento, il che è inammissibile proprio perché manca l'inadempimento e perché rende arbitrario il prezzo di uscita, venendo meno all'esigenza di predeterminazione oggettiva. Ma non solo: la commissione, quale importo percentuale e considerevole e non solo quale contenuto rimborso spese, unico che potrebbe essere giustificato per gli oneri di operatività subiti dalla Banca con l'uscita prematura del cliente dal contratto, ponendo la Banca in condizioni di ottenere risultato positivo in qualsiasi momento di mercato, stravolge l'operatività della negoziazione in conto proprio azzerando ogni rischio dell'intermediario o comunque limitandolo fortemente ed assicurandogli il diritto ad un risultato positivo, quale che sia l'andamento del mercato; un negoziatore non può avere un risultato positivo a prescindere dall'andamento del mercato. Il Consiglio di Stato risulta pervenuto, recentemente, a conclusioni opposte per i derivati con enti locali: sono conclusioni da respingere per le ragioni dette.

In numerosi casi è la Banca che si avvale della facoltà di uscita preventiva: su ciò si tornerà “infra”. E' da anticipare che in questo caso l'applicazione delle commissioni a favore della Banca si rivela non solo illecita ma frutto di un abuso gravissimo proprio da un punto di vista soggettivo, con arbitrio ed abuso eclatanti (7).

3. Derivati: profili di stabilità e profili di correttezza, un nesso conflittuale?

La crisi del 2008, devastante e tale da mettere in ginocchio tutto l'Occidente, ha spinto l'ordinamento a intervenire per prevenire il rischio di stabilità, rischio ormai non più dell'intermediario solo, ma vero e proprio rischio sistemico. Si vedrà nel corso dell'applicazione se la normativa sia efficace. Più di qualche dubbio può sorgere, come visto. Al momento, occorre soffermarsi sugli aspetti sistematici.

La stabilità è il vero e proprio valore fondamentale del sistema finanziario: senza stabilità gli altri vengono automaticamente vero.

Gli oceani di inchiostro sul rapporto tra stabilità da un lato e dall'altro correttezza e trasparente meritano una ri-scrittura.

Il realismo, irrinunciabile, non deve però diventare cinismo.

Si è veramente sicuri che intermediari soggetti ad una normativa di stabilità rigorosa ma non ad una di correttezza siano stabili? Si è veramente sicuri che la correttezza debba essere sacrificata alla stabilità?

Ma di più: i segni che si stanno manifestando in Italia di muoversi nel senso di tale sacrificio sono frutto di una scelta politica assunta sulla base di una ponderazione degli interessi in gioco, e soprattutto sulla base di una norma che la consente?

Le tesi, espresse anche da dottrina di alto livello (Raffaele Lener, in chiave economica Paolo Savona), secondo cui la tutela del cliente da derivati abusivi è inammissibile in quanto paternalista e perché la natura abusiva di un rischio finanziario è impossibile da determinare univocamente, possono essere accettate? Ma soprattutto tengono conto della natura dei derivati e della natura pura del rischio (8)?

4. CDS: natura giuridica e limiti alla speculazione.

Con il secondo intervento, Reg. UE n. 236/2012 del 14 marzo 2012, che è entrato in vigore il 1° novembre dello stesso anno, si sono vietati i “CDS”, e altre forme finanziarie aventi ad oggetto titoli pubblici di Paesi comunitari se speculativi. Ciò salvo sospensione del divieto nel caso in cui lo stesso divieto infici la correttezza dell’andamento dei debiti sovrani, con particolare riferimento al tasso d’interesse e al buon esito dell’emissione del loro debito e quindi, in via più generale, all’influenza dei CDS sull’andamento di tale debito, e salvo esenzioni nel caso, affatto speculare, in cui i “CDS” non siano in grado di alterare il mercato di tale debito, nonché nel caso di CDS stipulato da intermediario convenzionato con lo Stato interessato. Le sanzioni e gli accordi con i Paesi estranei all’Europa le cui banche stipulino derivati (come l’America, ma non solo l’America, ci si riferisce anche alla Cina ed a tutti gli altri Paesi) sono rimessi ai singoli Stati membri sotto il coordinamento delle Autorità comunitarie.

La normativa è, nonostante la natura farraginoso del sistema di sospensioni ed esenzioni, molto seria e rigorosa e segna un’inversione di tendenza. L’obiettivo è quello di proteggere gli Stati sovrani dell’Europa e l’Unione europea dalla finanza internazionale e dalle sue tendenze ultra-speculativa che proprio con i CDS ha messo in ginocchio Grecia e Italia. Si protegge quindi la sovranità statale e dell’Europa, con particolare riguardo al sostegno, nell’ambito di questa, dei Paesi sovrani più deboli. Tale obiettivo spiega perché la normativa sia circoscritta ai derivati su crediti nei confronti di Stati sovrani e non sia estesa a tutti i derivati e nemmeno a tutti i derivati creditizi.

Ma il quadro che emerge dalla normativa non è lineare: la normativa ammette espressamente che la finanza speculativa, con particolare riguardo all’utilizzo degli strumenti derivati (che sono la forma più sofisticata e perfezionata e più rischiosa) e assimilati, è in grado di alterare i prezzi e l’andamento dei mercati e di distorcerli, e questo è un suo presupposto del tutto indefettibile sia in quanto rappresenta la fattispecie di fatto che si vuole impedire, sia in quanto l’applicazione della normativa non si giustifica in assenza concreta della stessa. In pratica, i mercati, in mano alla speculazione finanziaria, sono del tutto inefficienti e dai prezzi inattendibili. Perché intervenire solo sul mercato del debito pubblico e non sugli altri mercati? Perché lasciare questi mercati in una situazione di totale inefficienza ed arbitrio?

La distinzione tra settore pubblico da salvaguardare e settore privato da lasciare in mano alla finanza ultra-speculativa e rovinosa è del tutto infondata nel momento in cui non tutela alcuni mercati, anzi tutti tranne uno. E’ evidente che ci si pone il problema della salvaguardia dell’economia pubblica e della sovranità pubblica che la globalizzazione, con la dematerializzazione, delocalizzazione, concentrazione dei capitali, ha completamente leso e intaccato. I poteri economici privati non solo hanno eliminato l’invasione dello Stato e dei poteri pubblici nei loro confronti ma hanno addirittura invaso le competenze di questi, e solo su tali fenomeni si vuole intervenire, senza permettersi il lusso di una regolamentazione completa e globale dell’economia ed anche della sola finanza, che domina l’economia.

Pur entro tali limiti, è una normativa del tutto apprezzabile, che pone le basi per cui lo Stato e le istituzioni pubbliche, anche comunitarie, riprendano il loro ruolo sovrano, con particolare riguardo ad una politica economica, la cui mancanza è stata devastante: l’importante è eliminare i fattori distorsivi dell’economia pubblica. In definitiva, è il primo segno di una inversione di tendenza nelle dinamiche economiche europee: certamente occorre prima vedere la sua concreta effettività, con particolare riguardo all’America ed agli altri Stati extraeuropei da un lato e dall’altro alle sanzioni. Ma, quello che conta è che è una norma illogica nella sua parzialità, illogica ma in modo forse doveroso, in quanto una sua estensione presuppone una

visione generale degli interventi sull'economia, visione generale al momento prematura. Fatto sta che è un'illogicità che da un punto di vista strettamente giuridico non può essere considerata irrilevante.

La normativa, in via sistematica, fornisce un segno importante all'inquadramento dei CDS nell'ambito dei derivati, alla luce dell'ambito della normativa stessa, che riguarda le forme di speculazioni sui titoli pubblici (9).

5. CDS e titoli pubblici: il limite dell'interesse pubblico.

Da un punto di vista giuridico sorge una domanda inquietante: poiché, come si è visto, la normativa si basa sul presupposto che i CDS speculativi, ove stipulati in massa, possono incidere sul debito pubblico e sul suo prezzo, come si può escludere che ciò non avvenga per gli altri derivati sugli altri beni, anche non finanziari? Se il dubbio non è fuori luogo da un punto di vista squisitamente economico (si pensi ai casi balenati del grano e del petrolio), le conseguenze giuridiche sono, almeno potenzialmente, dirompenti. Come si può ritenere che il sistema dei prezzi sia, in presenza di derivati speculativi in massa, attendibile e che non si possa arrivare alla conclusione che i prezzi sono determinati in modo preventivo da terzi, gli intermediari finanziari, al di fuori delle regole dell'art. 1349 c.c., con conseguente nullità dei contratti cui ovviare con una sostituzione imperativa di prezzi determinati dalla mano pubblica ex art. 1339 c.c.?

In particolare, si può ritenere che l'incidenza della speculazione finanziaria sui prezzi dei beni reali sia solo di fatto e non giuridica?

In un'economia non concorrenziale ma oligopolistica, le singole parti non sono suscettibili di determinare i prezzi dei contratti, stabiliti dai cartelli e dalle posizioni dominanti: ma quando è lo stesso mercato in cui non vi è l'incontro di domanda ed offerta, sia pur sbilanciata dalla mancata concorrenza, a determinare i prezzi, fissati in altro mercato, l'irrilevanza giuridica non viene quanto meno ad essere messa fortemente in discussione (10)?

6. I nuovi scenari della disciplina e difficoltà per un inquadramento sistematico dei derivati e dei CDS.

La razionalità delle normative esaminate è quanto meno dubbia, nonostante la natura meritoria di alcuni degli interventi, e non poteva il risultato essere diverso, vista la parzialità degli interventi stessi e la fragilità dell'impianto generale in cui gli stessi si inseriscono.

I prodigi della tecnica finanziaria, uniti alla mancanza di controllo efficaci sull'economia e sulla finanza mondiale, sembrano confermare che la civiltà della tecnica, dopo aver messo in crisi tutte le grandi costruzioni intellettuali e la possibilità stessa di un ordine del sistema capitalistico (Emanuele Severino), ha reso definitiva la crisi del diritto stesso (Pietro Rossi, M.Fioravanti).

La materia dei derivati è illuminante: il ricorso di Giudici e Arbitri, in maniera sempre più ricorrente, a perizie tecniche, lungi dal rappresentare un mezzo di arricchimento del Giudizio, sembra rivelarsi una forma di abdicazione del Diritto ai propri compiti.

E si tratta di forma di abdicazione dalla dubbia ammissibilità, in quanto in evidente contrasto con i principi dell'ordinamento e con norme espresse. Che senso ha affidare al perito l'enucleazione dell'oggetto contrattuale del derivato, se di copertura o speculativo e comunque di individuazione del rischio effettivo, di fronte all'univoco disposto dell'art. 1370 c.c., secondo il quale in caso di dubbio vale l'*interpretatio contra stipulatorem*?

Il vero è che il nostro ordinamento trova non facilmente ammissibile, e non solo negli effetti come nella categoria del contratto alieno recentemente formulata in modo autorevole, un contratto in cui si fa astrazione totale dalla causa e non in via solo temporanea come nei titoli di credito in base al principio "solve et repete", ma stabile e consolidata. Basti pensare che la distinzione, fondamentale ai fini di tutela del risparmiatore, se il derivato sia di copertura o speculativo, emerge non dal contratto ma solo dal confronto con il patrimonio del cliente, vale a dire se in questi sono presenti beni speculari a quelli del derivato. La derogabilità dell'essenzialità della causa a favore della forma trova un limite nella sindacabilità sulla fonte dell'attribuzione, sindacabilità che nei derivati sembra mancare "in limine" vista la natura pura del rischio.

Non è che, in momenti di crisi, il re sia nudo e quindi occorra rassegnarsi all'incertezza, o peggio ancora alla mancanza di punti fermi consistenti nonostante lo splendido tentativo di

Emilio Girino? Il sindacato sul rischio e sull'assenza di causa concreta su quale elemento con cui raffrontare il rischio concreto si incentra? E' di sicuro un elemento di limite dell'arbitrio: ma ciò in un'ottica di razionalizzazione o di navigare a vista?

A questo punto occorre individuare i principi fondamentali del diritto dei mercati finanziari di investimento, senza fare riferimento, se non in via di mero completamento, a formule come la correttezza, la buona fede, l'alta diligenza, la trasparenza e la mancanza di abuso, così come utilizzate, vale a dire come principi autonomi di valutazione dell'assetto negoziale, in quanto le stesse hanno senso quale integrazione di principi "aliunde" riconosciuti, mentre invece nel nostro caso sembra si navighi a vista. Si fissino almeno i principi per costruire una bussola scientificamente idonea (11).

7. Spunti per un nuovo inquadramento dei derivati e per una revisione della normativa sui servizi di investimento per gli investimenti speculativi.

E' compito irrinunciabile del giurista, non arrendersi di fronte all'irrazionalità del sistema, ma ricomporre i pezzi dispersi del mosaico in vista ed in funzione di una diversa razionalità.

Si è visto che la tesi, di Emilio Girino, dell'essenzialità del differenziale perché vi sia un derivato incontra l'ostacolo nella norma interna che qualifica come derivati i CDS, privi del differenziale.

Non è un ostacolo insormontabile, in quanto il principio di eguaglianza formale di cui all'art. 3, 1° comma, Costituzione, vieta di fornire trattamento omogeneo a situazioni disomogenee.

Tuttavia, una serie di elementi, come visto, conducono a qualificare i CDS quali derivati: sono derivati tutti gli strumenti finanziari utilizzati in un'operazione di investimento il cui oggetto sia esterno al contratto stesso. Il concetto del differenziale può essere recuperato quale uno degli elementi che dimostrano che l'oggetto dell'investimento è preso in considerazione non per l'utilità intrinseca ma solo quale parametro di riferimento per determinare l'entità dell'esborso. La giurisprudenza di legittimità ordinaria e costituzionale che recentemente ha stabilito il nesso, la sua indispensabilità, tra derivato e differenziale può essere letta in tal senso. La natura pura del rischio non è un elemento economicistico come pur affermato ma ha precisa rilevanza giuridica.

Da qui occorre partire per una ricostruzione giuridica della fattispecie: la presenza della speculazione pura, con la correlata astrattezza, tale da mettere in discussione la presenza di una causa meritevole mostra chiaramente che la riconduzione armonica dei derivati tra gli strumenti finanziari non è sufficiente; ciò mostra l'inadeguatezza degli istituti tradizionali del codice civile, così come comunemente intesi.

Occorre rivedere il concetto di causa di cui alla disciplina dei contratti, che i derivati sembrano mandare in definitiva e irreversibile crisi. Il riconoscimento, espresso per legge, della meritevolezza di un contratto dalla speculazione pura mostra che l'astrattezza va completamente rivista: la causalità richiede non la necessità della fonte di un determinato schema, ma la necessità della presenza di una fonte di una determinata operazione economica (12).

Il concetto di causa astratta, replicativo del concetto di tipo, va respinto radicalmente a favore di quello di causa concreta: ma si deve andare oltre i limiti raggiunti dalla pur meritoria giurisprudenza di merito citata, in quanto il concetto di causa concreta non si affianca a quello di causa astratta ma lo sostituisce. La causa non si identifica nel tipo, nemmeno a livello astratto, ma è ben distinta da questi: ad una prima formulazione a-tecnica, la causa consiste nell'utilizzo del tipo, per esempio compravendita, nelle concretezze dell'oggetto e del conseguente ruolo dell'operazione da un punto di vista economico-sociale. Il tipo fornisce il punto di partenza imprescindibile, ma non di più, in quanto costituisce lo schema approntato dall'ordinamento, in via preventiva nei contratti tipici e di volta in volta nei contratti atipici, che le parti possono utilizzare per i loro interessi. In particolare, nel ramo finanziario, nei contratti di investimento la causa è fornita dall'utilizzo di uno schema tipico –mandato, compravendita, sottoscrizione in emissione- per una valorizzazione ottimale del patrimonio del cliente. Ad un affinamento della formulazione la causa costituisce quindi l'insieme, "rectius" il fulcro, degli elementi essenziali dell'operazione concreta. Pertanto, la causa non è mai assimilabile ad un motivo, anche quando

comune ed essenziale, ma è quell'elemento caratterizzante l'essenza dell'operazione economica: questa va ovviamente intesa con riferimento all'attività merceologica, e quindi l'oggetto è essenziale quale presupposto per la configurazione della causa –non a caso proprio nei contratti di investimento la funzione di valorizzazione del patrimonio del cliente richiede quale condizione imprescindibile la presenza dello strumento finanziario quale oggetto-. Sempre in affinamento dell'approssimazione la causa è rappresentata dall'elemento essenziale dell'operazione economica intesa nella sua oggettività, vale a dire dal ruolo rivestito dall'operazione nella realtà economico-sociale: così in un contratto di compravendita la causa non è lo scambio di cosa contro prezzo e nemmeno da quella concreta cosa contro quel concreto prezzo ma lo scambio di un bene per uno specifico utilizzo di quest'ultimo contro prezzo. In definitiva, sempre in via di approssimazione, la causa è distinta sia dal tipo, che fornisce solo lo schema entro cui si cala la causa, sia dal motivo in quanto conta l'utilizzo specifico del bene e non vi è alcun rilievo di intenti soggettivi, come invece nella concezione della causa quale una funzione economico-individuale.

Si può andare avanti nell'approssimazione: la causa, come visto, consiste nell'utilizzo di un determinato oggetto per una determinata modifica alla realtà economico-sociale preesistente: ciò spiega come mai proprio nei contratti di investimento la causa sia comune in presenza di tipi diversi. La causa è l'insieme degli interessi obiettivati in atto. L'interesse è la relazione tra un bisogno e un bene. In tale ottica, il bene rimane sullo sfondo come presupposto essenziale della causa per conferirle sempre quell'obiettività necessaria.

Proprio nell'andare avanti nell'approssimazione, la causa è ben distinta sia dalla funzione economico-individuale sia dal contenuto contrattuale. E' distinta dalla funzione economico-individuale in quanto si rende autonoma dai bisogni e dai motivi e acquisisce valenza obiettiva in cui l'operazione seleziona e filtra i bisogni individuali. La causa è l'interesse obiettivato e costituisce il cuore dell'operazione. E' un'ottica seriale e di massa che contraddistingue tutti i contratti, in particolare proprio quelli di impresa, quali quelli in esame, in cui la presenza dell'impresa quale offerente i beni e i servizi al pubblico degli utenti è un presupposto essenziale del contratto. E' distinta anche dal contenuto, altrimenti si risolverebbe nel contratto intero: il contenuto contraddistingue il contratto nella sua struttura e nel suo aspetto statico, mentre la causa contraddistingue il contratto nella sua funzione e nel suo aspetto dinamico di mutamento della situazione economico-sociale delle parti, è la ragione del mutamento, senza la quale il contratto non senso. Il contenuto è il mutamento, la causa è ciò che provoca il mutamento. In definitiva, si può definire la causa quale funzione economico-sociale concreta e obiettiva dell'operazione, vale a dire quale sintesi degli interessi obiettivati in atto e determinanti del mutamento della realtà economico-sociale preesistente (13).

Il contratto è nullo se manca la ragione o se la stessa è illecita. Di fronte all'obiezione che non vi è mutamento senza ragione, in modo che l'inesistenza della causa resta un'ipotesi di scuola, è facile obiettare che la ragione vi sarà sempre ma può essere sempre apparente e tale caso configura gli estremi della mancanza di causa. Di fronte all'obiezione che l'illiceità della funzione distinta dall'illiceità del contenuto è incomprendibile, è facile replicare che il mutamento può anche essere lecito ma con una ragione illecita che provoca altri elementi strutturali illeciti: per esempio, frode alla legge, simulazione e negozio indiretto in cui vi sono altri elementi non obiettivati in atto. In via più generale, si tratta dell'idoneità dell'atto a stravolgere il mutamento in senso vietato, e nei contratti di impresa di durata ciò è normale, con l'impresa che tende a trasferire in qualsiasi momento propri rischi sul cliente.

Con tale nuova concezione della causa conta l'operazione nella sua oggettività., che è il senso dell'autonomia privata, vale a dire la dimensione oggettiva degli interessi fondamentali sottostanti al contratto. La mancanza di causa, che produce nullità (art. 1418, 2° comma, c.c.), consiste nella mancanza di senso dell'autonomia privata, vale a dire quando l'operazione economica è solo apparente e non provoca alcuna variazione effettiva alla situazione economico-sociale preesistente. La causa è contraria all'ordine pubblico, che è il caso più controverso di illiceità della causa con nullità del contratto (gli altri due sono violazione di norme imperative e contrasto con il buon costume, art. 1343 c.c.), quando il suo senso economico contrasta con i principi fondamentali dell'ordinamento, tra cui nei contratti di impresa l'imperatività della tutela

degli interessi fondamentali medi di ciascuna parte, quali propri del concreto e specifico utilizzo del bene (14).

Nei contratti di investimento in strumenti finanziari, la causa consiste nell'investimento di somme per cogliere opportunità lucrative dei mercati finanziari quali offerte da terzi imprenditori. La stessa è quindi caratterizzata dal concreto rapporto tra benefici attesi e rischi corsi: la sua esistenza va radicalmente esclusa nel caso di mancata rilevanza del nesso, vale a dire quando i benefici attesi sono in realtà insussistenti e impossibili. La sua liceità è quindi esclusa quando il nesso è squilibrato e rimessi a presupposti caratterizzati da arbitrarietà dell'intermediario.

E' questa un'analisi di merito? La differenza tra minima rilevanza necessaria e convenienza dell'operazione può essere colmata da un intervento delle Autorità nell'ambito dei loro poteri di correttezza: la Consob sembra avere respinto il ricorso a teorie probabilistiche in quanto inutilizzabili nel concreto. Non si è in grado di entrare nel merito della questione, di natura tecnico-finanziaria, anche se l'elemento probabilistico fornisce quanto meno un'idea preziosa della consistenza del nesso tra rischi corsi e benefici attesi: fatto sta che un criterio va in via indefettibile individuato (15).

Nel venire proprio ai derivati, si possono fissare in via generale i punti da dimostrare poi mediante un'analisi apposita.

Un rischio puro e assoluto deve avere determinati requisiti, se no manca assolutamente il senso dell'operazione e questa è priva di qualsivoglia elemento di razionalità economica, nel senso che una persona si assume un rischio anche abnorme senza la possibilità di un vantaggio potenzialmente correlato: se è puro nessuno deve essere in grado di influenzarlo e se qualcuno lo influenza vi è abuso. Inoltre deve avere quale corrispettivo un beneficio atteso altrettanto puro ed assoluto: se questi viene limitato, il nesso viene alterato. La realizzazione del rischio piuttosto che del beneficio deve dipendere dai mercati e quindi dalla correttezza delle previsioni, e non da alterazioni e condizionamenti del beneficio. Non vi devono essere elementi tali da incidere sullo stesso e da alterarlo. Ma non solo: occorre anche verificare come la banca, intermediario corretto e qualificato, lo determini. Se la determinazione del nesso tra rischio e beneficio atteso del cliente è equilibrata ma tale da dipendere da valutazioni del mercato dei capitali da parte della banca, sia inizialmente che successivamente mediante modifica diretta o indiretta, le valutazioni in questione devono essere portate a conoscenza dei clienti in modo compiuto. L'intermediario offre ai clienti i propri servizi affinché questi colgano al meglio le possibilità dei mercati e quindi i vantaggi delle banche devono venire dalla professionalità nell'indirizzare al meglio i clienti: l'assunzione di rischi in proprio da parte delle banche deve provocare loro vantaggi non a danno dei clienti con operazioni per questi rovinose ma in quanto i rischi assunti dai clienti siano coerenti con i programmi di investimento dei clienti stessi. Le valutazioni effettive a monte delle decisioni delle banche devono essere a base delle decisioni dei clienti e coerenti con i piani di investimento di questi. Proprio perché il rischio è puro la banca non deve alcun interesse che sia tale da indurla a traslare sul cliente il rischio stesso gravante su di sé o su soggetti collegati.

In definitiva, il punto giuridico fondamentale è questo: la banca deve proporre ai clienti un nesso rischio/interesse potenzialmente equilibrato e rispetto a cui la banca stessa non abbia interessi estranei: le valutazioni razionali a base delle proposte della banca devono avere senso anche per il cliente (16).

Altro elemento essenziale è rappresentato dall'oggetto: proprio la materia dei contratti di investimento mostra che l'oggetto non va inteso in senso globale quale contenuto o posto in relazione all'obbligazione discendente dal contratto quale prestazione, ma rappresenta il substrato della funzione concreta e quindi va inteso quale bene della vita, ivi compreso un servizio, ceduto da un parte all'altra in cambio di altro bene o servizio.

L'oggetto è non determinabile, con nullità del contratto, tutte le volte in cui il bene della vita viene fissato in modo non obiettivo ma rimesso all'iniziativa costante di una delle parti: quindi, nel caso di derivati, tale situazione si verifica in relazione al valore di uscita o comunque di esecuzione del contratto quando l'impresa è in grado di influire sul "mark to market". Vi è parimenti illiceità dell'oggetto quando l'intermediario non è in grado di influire sul "mark to

market” ma può definire le ricchezze sottostanti allo stesso “mark to market” in virtù di controllo sul mercato finanziario di riferimento o di concerto con altri.

Se i derivati, stipulati in massa in una determinata direzione, influiscono sui prezzi dei valori finanziari od anche reali sottostanti, i contratti relativi ai derivati stessi hanno causa illecita in quanto incompatibile con quella lecita in quanto in contrasto con l'essenza dei contratti di investimento, ed infatti tale da utilizzare i mezzi degli investitori per ragioni che nulla hanno di attinente ad un investimento finanziario.

I contratti relativi ai beni sottostanti non sono condizionati in quanto manca nel nostro ordinamento una concezione dell'oggetto del contratto che vada oltre le negoziazioni e l'incontro tra domanda ed offerta, e ricerchi il valore effettivo del bene (17).

In caso di vizi della causa e dell'oggetto quale sopra descritti si verifica ipotesi di nullità del contratto: la nullità non è totale e quindi non investe l'intero contratto, in quanto la valorizzazione ottimale dell'investimento, elemento essenziale “ope legis” della causa concreta, richiede l'intervento “conformativo” e ortopedico dell'ordinamento, vale a dire la correzione del contratto, anche relativamente a elementi essenziali in quanto la struttura propria dei contratti di investimento è tale che i contenuti economici possono anche essere scorporati e suddivisi: la sostituzione può avvenire con elementi ragionevoli forniti dalle autorità di controllo. Il meccanismo di legge è quello della nullità parziale di cui agli art. 1339 e 1419, Il comma, c.c..

La recente discussione sulla possibilità di ricavare casi di nullità dei contratti di investimento in casi non espressamente previsti dalla legge, che si riferiscono solo ai vizi di forma, risolta dalla Suprema Corte sin dal 2007, con importanti decisioni della Sezione Unite, di escludere casi di nullità per vizi comportamentali dell'intermediario, idonei a provocare risarcimento del danno o annullamento, può trovare un solido alternativo punto di vista: vi è nullità, anche in caso di vizio di comportamenti delle parti, ogniqualevolta siano violati la causa o l'oggetto nel senso sopra visto: il ricorso alla nullità parziale evita “in limine” la possibilità del cliente di approfittarsi della situazione, in modo da ottenere la restituzione del capitale investito maggiorato degli interessi, manlevandolo completamente del rischio degli investimenti anche se la perdita non dipende dal vizio contrattuale.

Il meccanismo della nullità parziale si rivela suscettibile di esser utilizzato anche nei casi di nullità per vizi della forma, con la conseguenza che la nullità relativa prevista espressamente dalla norma, azionabile solo dal cliente, dagli effetti dirompenti in quanto tali da esaltare premiare comportamenti opportunistici dei clienti, può così essere adeguatamente corretta (18).

La natura aleatoria del derivato non esclude controlli sul rischio una volta che si parta dall'inquadramento, previsto per legge, dei derivati nell'ambito degli strumenti finanziari e si intenda tale inquadramento non quale fine a sé stesso ma quale elemento essenziale della causa contrattuale concreta.

La tesi che esclude controlli sostanziali sul rischio dei derivati speculativi è erronea: l'art. 23, 6° comma, esclude l'ammissibilità dell'eccezione di gioco e scommessa per i derivati anche speculativi conclusi nell'ambito dei servizi di attività di investimento; è una norma essenziale che legittima la speculazione se compiuta da un intermediario, quindi non solo secondo le regole di correttezza e alta diligenza, oltre che di trasparenza, propri dello stesso, ma nell'ambito di offerta di servizi a clienti al fine di consentire loro di cogliere al meglio le opportunità lucrative dei mercati.

In definitiva, i derivati speculativi sono ammessi e tutelati dall'ordinamento solo in quanto la loro causa concreta sia quella di consentire ai clienti di cogliere al meglio le opportunità lucrative dei mercati, e in via correlata, il loro oggetto sia determinato in modo rigorosamente oggettivo.

L'alternativa è secca: se si vogliono escludere i derivati da controlli sostanziali, occorre porli al di fuori dei servizi di investimento: la normativa di tali servizi è emanata nell'ambito della tutela costituzionale del risparmio (art. 47); la comprensione in tale tutela della speculazione, irriducibile al risparmio, è giustificata solo se la speculazione è strumentale al risparmio ed a favorirlo sostenendo i corsi, no se è del tutto arbitraria. Se si vuole andare in questa seconda direzione, occorre avere il coraggio di separare la speculazione dai servizi di investimento e a consentire sì agli intermediari di svolgerla ma imponendo loro di adottare

modalità e addirittura individuare locali separati da quelli dei servizi di investimento. L'attività finanziaria non può essere assimilata a quella di una sala giochi. Se al cliente si offrono operazioni rovinose, non si deve suscitare nello stesso l'affidamento in un svolgimento secondo regole proprie dell'intermediazione finanziaria (19).

⁽¹⁾ Sul punto magistrale e inappuntabile è la definizione con qualificazione di GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 202 ss.. Non facilmente comprensibile la posizione di E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo*, in *Banca borsa tit cred.*, 2012., p. 541 ss., che critica l'impostazione di Girino, proprio per la mancanza del differenziale in alcuni casi di derivati, quali i CDS, su cui si dirà nel testo, ma poi a ricorre a criteri di stampo "economicistico", come la presenza della negoziazione del rischio o comunque della sua "monetizzazione" e la possibilità che il rischio possa essere estraneo alla sfera giuridica di entrambi i contraenti, p. 558, criteri che sono anche generali e di dubbia delimitazione di fattispecie: la "monetizzazione" del rischio è presente in tutti i contratti finanziari, la possibilità che il rischio sia estraneo alla sfera giuridica di entrambe le parti, proprio perché possibilità e non necessità - e ciò viene chiarito espressamente dall'a. - non sembra stringente, e nel merito l'estraneità al rischio è iniziale, ma come in moltissimi contratti finanziari, per esempio quelli in conto terzi, ma non successiva in quanto poi il rischio entra nel contratto. E' quindi preferibile far riferimento al concetto di non controllo del rischio come nel testo. Per Trib. Grosseto, 19 febbraio 1996. in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, II, p. 353. , in caso di morte del venditore a termine, in successione cadono i titoli e non il prezzo; in senso contrario F. PAGANI, *Pronti contro termine e morte del creditore a termine, nota a tale sentenza*, p. 357 ss..

⁽²⁾ Sui dubbi giurisprudenziali sorti sulla base della normativa in essere tra il 1991 (l. n. 1 del 1991) ed il 1996 (d. lgs. n. 415 del 1996) – e ci si permette di evidenziare che la soluzione alla fine adottata da legislatore era stata anticipata in *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato finanziario tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, I, p. 593 ss.-, GIRINO, *I Contratti derivati*, cit. alla nota 1, p. 244 ss. I dubbi sull'ammissibilità di una speculazione pura vengono quindi superati e non appaiono più prospettabili: di diverso avviso invece E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi, market failure o regulation failure*, in *Banca borsa tit cred.*, 2009, I, p. 652 ss.; su posizione radicalmente opposta, CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 1997, p. 2011, *passim*, p. 647 ss, che considera gli strumenti derivati meritevoli di tutela in quanto tali.

⁽³⁾ Illuminante l'atteggiamento in tal senso di CAPUTO NASSETTI. cit. a nota 2, p. 1 ss.

⁽⁴⁾ Sui derivati stipulati con imprese ed enti locali, l'orientamento dominante era nel senso che una dichiarazione da parte del legale rappresentante della sussistenza dei requisiti di esperienza in materia finanziaria in capo alla persona giuridica era valida ed efficace. Trib. Venezia, 25 ottobre 2007, in *Il Caso.it*, 2007, I, p. 1120, «il tenore letterale della norma di cui all'art. 31 reg. Consob 11522/98 e la differente disciplina prevista per le persone fisiche e le società e le persone giuridiche non rientranti nella prima categoria di soggetti portano ad escludere che anche per tali soggetti il possesso dei requisiti di operatore qualificato debba essere documentato. Ne consegue che gli operatori finanziari, in tale ipotesi, non hanno l'obbligo di verificare l'effettiva sussistenza del possesso della specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari dichiarata dal legale rappresentante della società»; App. Milano, 12 ottobre 2007, in *Corriere del merito*, 2007, nr. 12, p. 1401 «la dichiarazione in ordine al possesso di una 'specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari' prevista dall'art. 31 del Reg. Consob n. 11522/1998 può essere contenuta nel contratto quadro, posto che la norma non prescrive che tale dichiarazione debba essere rilasciata con scrittura separata. Il tenore letterale dell'art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 e la differente disciplina prevista per le persone fisiche e le società non rientranti nella prima categoria di soggetti in possesso di determinati requisiti di professionalità, porta ad escludere che il possesso dei requisiti di operatore qualificato debba essere documentato anche con riferimento alle società ed alle persone giuridiche in genere. Deve quindi escludersi che gli intermediari finanziari abbiano l'obbligo di verificare l'effettiva sussistenza della specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari dichiarata dal legale rappresentante della società»; Trib. Milano, 20 luglio 2006, in *Il Caso.it*, 2006, I, p. 1014, «l'art. 31, comma 2° del Reg. Consob 11522/1998 consente al legale rappresentante di società di capitali di rilasciare una dichiarazione che ha effetto liberatorio per l'intermediario in relazione agli obblighi su di lui incombenti allorché il cliente non vanti specifiche competenze in materia. La norma riconduce in sostanza alla responsabilità di chi amministra, ed esprime nella realtà giuridica la volontà della società, gli effetti di una tale dichiarazione, come avviene nella generalità della gestione, ordinaria o straordinaria che sia»; Trib. Mantova, 9 giugno 2005, in *Il Caso.it*, 2005, I, p. 66, «ove il legale rappresentante di una società di non piccole dimensioni abbia dichiarato che la stessa è in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari ai sensi dell'art. 31, reg. Consob n. 11522/98, non trova applicazione il disposto di cui all'art. 28 del medesimo regolamento»; «non sono applicabili le disposizioni relative agli obblighi informativi dell'intermediario di cui agli artt. 28, 30, commi 2° e 3° e 36° del reg. Consob n. 11522 del 1998 nel caso in cui il legale rappresentante di una società abbia dichiarato, ai sensi dell'art. 31, n. 2 del citato regolamento, la propria 'competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari' ed abbia eseguito sia pur sporadicamente operazioni in contratti di swap», Trib. Milano, 6 aprile 2005, in *Il Caso.it*, I, p. 56; Trib. Rimini, 25 marzo 2005, in *Dejure*, 2005 «ove il legale rappresentante di una società a responsabilità limitata abbia sottoscritto la dichiarazione di cui all'art. 31 Reg. Consob di possedere una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, l'intermediario è esonerato dall'effettuare ulteriori verifiche sull'effettivo possesso delle specifiche competenze del cliente»; *contra*, Trib. Torino 27 gennaio 2000, in *Giur. it.*, 2001, c. 442 ss; Trib. Milano, 21 febbraio 1995, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, II, p. 442 «sono invalide ed irrilevanti le mere clausole di stile con cui l'investitore dichiara, pur non essendolo, di essere 'operatore qualificato' a causa di una cattiva informazione dovuta ad un comportamento negligente (o chissà doloso) dell'operatore finanziario»; Trib.

Milano, 3 aprile 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, p. 36, con nota di CHIONNA, *L'accertamento della natura di «operatore qualificato» del mercato finanziario rispetto ad una società*, e in *Giur. comm.*, II, 2005, p. 530, con nota di RIMINI Rimini, *Contratti di swap e «operatori qualificati»*, la mera dichiarazione dell'investitore, il quale affermi per iscritto di essere in possesso di una specifica competenza in materia di operazioni in strumenti finanziari, non è di per sé sufficiente per attribuire al dichiarante la qualifica di investitore qualificato, occorrendo comunque l'accertamento di determinati requisiti oggettivi e soggettivi»; Trib. Novara, 18 gennaio 2007, n. 28, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 157, nota di LEMMA, *«la dichiarazione attestante la qualifica di operatore qualificato, resa ai sensi dell'art. 31 reg. Consob, deve essere corroborata da elementi di positivo ed obiettivo riscontro e non è di per sé sola sufficiente ad esonerare l'intermediario dal rispetto dei doveri di informazione e di protezione dell'investitore. Diversamente opinando, si verrebbe ad ammettere che i diversi standard di comportamento degli intermediari e l'eventuale applicazione di uno statuto protezionistico in favore degli operatori non qualificati sia fondata non sulla qualità ed esperienza professionale dell'investitore bensì su di un giudizio reso da colui le cui qualità dovrebbero invece essere verificate»*; Trib. Torino, 20 luglio 2007, n. 5930, in *Guida al dir.*, 2007, n. 45, p. 89, con nota di SCOTTI CAMUZZU, *«il tenore letterale e la struttura lessicale della norma di cui all'art. 31, comma 2, Reg. Consob n. 11522/98 evidenzia il possesso di una specifica competenza in materia di operazioni in strumenti finanziari come prerequisito della sia pur necessaria dichiarazione scritta. A tale conclusione si perviene anche in considerazione del fatto che la norma regolamentare è stata emanata in attuazione della delega contenuta nell'art. 6, comma 2°, d. lgs. n. 58/98 che demanda alla Consob di disciplinare, tra l'altro, il comportamento da osservare nei rapporti con gli investitori, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi allo scopo di assicurare che i comportamenti degli intermediari siano concretamente rispondenti alle diverse esigenze di tutela dei singoli investitori. Ne consegue che, poiché la tutela dell'investitore deve essere effettiva, la dichiarazione relativa al possesso di una specifica esperienza rilasciata dal legale rappresentante di una società non può essere generica e limitarsi a ripetere il tenore letterale della norma ma deve contenere elementi tali effettivamente indicativi di tale esperienza e competenza»*; Trib. Torino, 20 luglio 2007, n. 5928, in *Guida al dir.*, 2007, p. 45, *«anche l'investitore società o persona giuridica, per essere considerato operatore qualificato ai sensi e per gli effetti dell'art. 31 Reg. Consob n. 11522/98, deve effettivamente possedere la specifica competenza e l'esperienza richieste per comprendere i rischi connessi all'operazione finanziaria che intende porre in essere. Seppur in grado di comprendere il funzionamento di base di uno strumento finanziario quale l'Interest swap rate, l'amministratore di una società industriale di piccole dimensioni non è tenuto ad essere in possesso di nozioni ed esperienza tali da consentire una analisi critica delle informazioni ricevute, della loro correttezza formale e sostanziale, nonché della fondatezza su cui le soluzioni suggerite si basano. Né è possibile ritenere che lo stesso possieda l'insieme di strumenti e nozioni necessari per valutare, sia al momento della sottoscrizione sia successivamente, il 'fair value' di prodotti finanziari complessi e dei rischi insiti nella tipologia di investimenti in questione»*; Trib. Rovigo, 3 gennaio 2008 in *Il Caso.it*, I, p. 1094, *«poiché il reg. Consob n. 11522/98 è stato emanato proprio al fine di circostanziare e dettagliare le condotte in cui si estrinseca il dovere di informazione attiva e passiva dell'intermediario e che gli obblighi informativi hanno la principale finalità di assicurare una effettiva, e non presuntiva consapevolezza delle caratteristiche dello strumento acquistato, la dichiarazione di cui all'art. 31 del citato regolamento non può essere intesa come una mera autocertificazione, dovendo per contro ricorrere in concreto il possesso di una conoscenza specifica che consenta al giudice di ritenere il consenso prestato come pienamente consapevole. Ne consegue che la dichiarazione in esame non può limitarsi a ripercorrere il testo della norma, ma deve allegare e riportare elementi circostanziati (quali operazioni intraprese, negozi, professionalità acquisita, studi effettuati) da cui dedurre che il contraente fosse effettivamente in grado di comprendere la natura del negozio sottoscritto»*; Trib. Vicenza, 12 febbraio 2008, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, p. 203 ss., con nota di TATOZZI, *La nozione di operatore qualificato tra vecchie incertezze interpretative e nuovi assetti normativi*, p. 205 ss., secondo cui la banca non è esentata da una verifica di merito. Trib. Torino, 11 marzo 2008, n. 11853, in *Il Caso.it*, I, p. 1237, *«la mancanza del contratto quadro, per vizio di forma richiesta ad substantiam, non può che comportare la nullità dell'ordine. Né è d'altra parte applicabile al caso di specie l'art. 31, comma 113 del Regolamento Consob n. 11522/1998, posto che l'attore, pur essendo direttore della filiale presso la quale sono stati negoziati i titoli, non può essere considerato 'operatore qualificato'. L'art. 31 del suddetto Regolamento di attuazione stabilisce infatti che debbono essere considerati operatori qualificati le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabili dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare: l'attore, direttore della filiale presso la quale sono state eseguite le operazioni, per quanto ben lungi dall'essere un soggetto inesperto, non risponde peraltro a siffatti requisiti di talché non può farsi luogo all'esclusione della operatività della normativa che prescrive la forma scritta dei contratti di investimento»*. Anche Trib. Napoli, 20 giugno 2011, n. 7791, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, p. 814 ss, con nota conforme di M.CAMPOBASSO, *Classificazione dell'investitore come «cliente professionale» e imputazione di conoscenza*, p. 800 ss.. Per Trib. Udine, 13 aprile 2010, in *Banca borsa tit. cred.* 2011, p. 504 ss, con note adesive di GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, p. 509 ss., e di PIRAS, *Operazioni inadeguate su derivati e dichiarazione di operatore qualificato: tutela dell'investitore ex art. 700 c.p.c.*, la dichiarazione comporta una mera inversione probatoria; nello stesso senso Trib. Forlì, 14 aprile 2010, Trib. Rimini, 28 maggio 2010, nonché Cass., 26 maggio 2009, n. 2138, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II, p. 265 ss., con nota di BARILLA', *Lo status di operatore qualificato a società o persone giuridiche sui contratti di intermediazione di banca e borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, p. 281 ss..

La possibilità di dichiarazione del legale rappresentante attestante il possesso dei requisiti di esperienza in materia finanziaria, quale condizione necessaria e sufficiente per l'esenzione dall'applicazione di molte importanti norme era prevista, nella precedente normativa, dall'art. 31 reg. Consob approvato con deliberazione n. 11522 del 1° luglio 1998 e successive modificazioni ed integrazioni: ora con l'attuale normativa, reg. Consob approvato con deliberazione del 29 ottobre 2007, n. 16190, non è sufficiente l'indicazione scritta del cliente, ma è necessaria la sussistenza di requisiti sostanziali, art. 35, allegato n. 3, parte II.

Su tale giurisprudenza, GIRINO, cit. a nota 1, p. 308 ss. effettua un'analisi accurata della casistica, mostrando le aperture a favore di un atteggiamento meno formalistico.

LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011, *passim*, sostiene invece che l'orientamento giurisprudenziale è complessivamente a favore di una visione sostanzialistica.

Sui controlli di correttezza (conforme Trib. Lecce, 9 maggio 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012II, 881 ss.), che arrivano fino alla nullità della causa concreta, ci si permette di rimandare a *Operatività in strumenti derivati con investitore professionale. I limiti apportati dalla normativa di settore e dall'oggetto sociale dell'investitore*, in *Dir. banca merc. finanz.*, 2005, p. 247 ss., massime p. 271 ss.; anche *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del mercato finanziario*, in *Contratto e impresa*, 2009, p. 305 ss.. Sul contratto alieno è d'uopo il rimando a G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2010, *passim*: Id., *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, Padova, 2011, *passim*.

In senso diverso dal testo, sulla sussistenza di profili di violazione dell'oggetto sociale in tali derivati, M.BIANCA, *Oggetto sociale e clausole generali nella disciplina delle società di capitali*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto societario*, a cura di Merluzzi e Tantini, in *Tratt. dir. comm. dir pubbl. econon.*, diretto da Galgano, vol. LXI, Padova, 2011, p. 73 ss..

⁽⁵⁾ Per la problematica citata nel testo è d'uopo il rimando a G. ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008, *passim*, sviluppando il discorso già intrapreso in *Il conflitto endemico*, Milano, 2003, *passim*.

⁽⁶⁾ Sulla problematica GIRINO, cit. a nota 1, p. 433 ss.. La tesi sulla non riserva dell'operatività in strumenti derivati è da ascrivere a CAPUTO NASSETTI, cit. nota 2, p. 67, tesi criticata ma seguita da E.BARCELLONA, cit. nota 2, p. 652 ss. Sulla problematica della negoziazione in mercati non regolamentati, SASSO, *L'impatto sul mercato dei derivati OTC*, in *Giur. Comm.*, 2012, p. 899 ss.

⁽⁷⁾ Sul "mark to market" esemplare la trattazione di GIRINO, cit. nota 1, p. 455 ss.. In senso contrario al testo sul "mark to market", Consiglio di Stato, sez. V, 27 novembre 2012. Sulla comunicazione Consob n.90919104/2009, GIRINO, *L'inspiegabile riduzione della trasparenza sul rischio: realtà normativa ed equivoci europeisti*, relazione a Convegno Federconsumatori del 18 gennaio 2013 a Roma, *Tutelare il risparmio dei cittadini per consentire il risanamento del Paese.*,

⁽⁸⁾ La tesi criticata nel testo di inammissibilità di controlli di merito sui derivati e in particolare sul meccanismo di rischio e sulla sua congruità è sostenuta da un punto di vista economico da SAVONA. *Sugli effetti macroeconomici dei contratti derivati*, 2010, *passim*, e da un punto di vista giuridico da R.LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/no normativo*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, p. 369 ss., massime p. 393 ss, anche PERRONE, *Regole di comportamento e tutela degli investitori. Less is more*, *ivi*, 2010, I, p. 537 ss..

⁽⁹⁾ Sulla problematica dei CDS speculativi AMADEI-DI ROCCO-GENTILE-GRASSO-SICILIANO, *I credit default swap. Le caratteristiche del contratto e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, Discussion Paper Consob, I, febbraio 2011, reperibile sul sito www.consob.it.

⁽¹⁰⁾ Il nesso tra strumenti derivati e sottostante viene visto in termini fisiologici da CAPUTO-NASSETTI-FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, Milano, 200, *passim*.

⁽¹¹⁾ Sul divenire quale caratteristica della tecnologia, elemento contraddistintivo del capitalismo e in grado di mettere in crisi irreversibili tute le grandi costruzioni religiose e filosofiche ma alla fine lo stesso capitalismo, fondamentale, da decenni, l'analisi di SEVERINO: da ultima, *Capitalismo senza futuro*, Milano, 2012, *passim*, Sulla crisi del diritto conseguente al venir meno della razionalità formale di Weber, P.ROSSI, *Prefazione*, in AA.VV., *Fine del diritto?*, a cura dello stesso, Bologna, 2009, p. 7 ss.; Io., *Postfazione*, *ivi*, p. 93 ss.; sulla crisi del diritto conseguenza della civiltà della tecnica M.FIORAVANTI, *Fine o metamorfosi*, *ivi*, p. 53 ss..

⁽¹²⁾ Sul differenziale quale elemento essenziale del derivato, Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, in *Banca borsa tit.*, II, II, p. 1 ss.; Trib. Milano, 19 aprile 2011, *ivi*, p. 478 ss.; Consiglio di Stato, 7 settembre 2011, n. 05032, in *Foro it.*, 2012, II, c. 69 ss..

⁽¹³⁾ Sulla nullità dei derivati per mancanza o illiceità della causa concreta in caso di incongruità assoluta e abnormalità del meccanismo di rischi Trib. Lucera, 26 luglio 2012, con notizia in *Plus 24, Il Sole 24 Ore*, 15 settembre 2012, p. 13, Trib. Lucera, 26 aprile 2012, www.ilcaso.it/giurprudenzenza/archivio/7684.php, dove si ravvisa mancanza di causa in contratti di copertura collegati ad operazioni di finanziamento che non hanno avuto luogo, Trib. Orvieto, 12 aprile 2012, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, p 7007-707, con nota di MINNECI, in cui vi era una ripartizione di rischi squilibrata a danno del cliente con conseguente mancanza di causa; stesso discorso in Trib. Monza, 17 luglio 2012, in www.ilcaso.it/giurprudenzenza/archivio/7771.php; Trib. Milano, 8 febbraio 2012, in www.ilcaso.it/giurprudenzenza/archivio/6955.php, dove si è ritenuta non sufficiente la non equivalenza di rischi per inficiare la causa, mentre a soluzione opposta è pervenuto Trib. Milano, 19 aprile 2011, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, II, p. 748 con nota di GIRINO, dove il rischio a carico della banca era praticamente insussistente e non equilibrato minimamente dall'esborso di una somma c.d. "up front"; in Trib. Milano, 14 aprile 2011, in *Banca borsa*

tit. cred, 2012,II, p. 385 ss., si è concluso per l'illiceità della causa per non equivalenza di rischi nel caso in cui il cliente era un ente locale. Trib. Milano, 8 febbraio 2012, in www.ilcasoit/giurisprudenza/archivio/6955.php, ha ritenuto la causa lecita per una funzione di copertura rischi presente anche se poi trasformata in speculazione. Trib. Bari, 15 luglio 2010, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, p.781-784, con nota di PARZIALE. Contrario sull'utilizzo della causa concreta ROCCHIO; *Contratti in (strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, I, p. 106 ss (che segue la tesi dell'astrattezza e della causalità sviluppata in *Causa e efficacia dell'atto*, *passim*). Con aperture, anche senza condivisione completa, GIRINO, *Alea a e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, *ivi*, p. 92 ss.; A.TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*.

Sulla causa come funzione economico-individuale G.B.FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, *passim*. Sul rapporto tra funzione astratta in termini oggettivi e interessi concreti (su cui fondamentale resta l'analisi di E.BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1955, *passim*), C.SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato del contratto* diretto da V.ROPPO, II *Il regolamento* a cura di G.VETTORI, 2006, Milano, p. 83 ss.; E.MOSCATI, *La causa del contratto*, in *Diritto civile* diretto da N.LIPARI e P.RESCIGNO coordinato da A.ZOPPINI, 2009, III *Le obbligazioni, Il Contratto in generale*, p. 269 ss..

Sulla causa concreta Cass., 24 febbraio 2012, n. 925.

(¹⁴) Concentrandosi sul senso economico delle operazioni e sul nesso rischio/benefici atteso ci si sottrae ai rischi di un'analisi di merito, su cui vi sono le indicazioni critiche di Lener-Lucantoni, cit. nota 8, e non si utilizza indebitamente la causa, su cui le considerazioni critiche di Girino e Rocchio, entrambi cit. nota 13.

(¹⁵) Sulle valutazioni probabilistiche, in senso contrario delibera Consob n. 18210 del 9 maggio 2012, di modifica del Regolamento Emittenti (prima delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, ultima delibera n. 18523 del 10 aprile 2013).

(¹⁶) Sul punto, ci si disgiunge dall'approccio alla speculazione pura quale elemento del tutto intrinsecamente irrazionale di cui agli scritti di E.Barcellona, cit. 2, e di MAFFEIS, *Il contratti dell'intermediazione finanziaria*, Torino, 2011, *passim*, anche MAFFEIS, "Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati", in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, p. 280 ss..

(¹⁷) Sull'oggetto, in senso eclettico, G.GITTI, *Problemi dell'oggetto*, in *Trattato del contratto* diretto da V.ROPPO, II *Il regolamento* cit., p. 3 ss.; anche G.GABRIELLI, *L'oggetto del contratto*, Milano, 2001, *passim*.

(¹⁸) Sulla nullità parziale ex artt. 1339 e 1419, II comma, c.c., ci si permette di rimandare a *Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da Galgano, vol. XX, Padova, 1994, p. 65 ss., dove ci si è ispirati all'insegnamento fondamentale di P.BARCELLONA, *Autonomia privata ed intervento dello Stato nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, *passim*, prendendo peraltro le distanze dall'approccio di contrapposizione tra le due parti del contratto in senso di dialettica di classe: il discorso sulla funzionalizzazione sociale dell'iniziativa privata è infatti, rimane, ben distinto da quello di cui alla presente ricerca, che intende assestarsi su un piano completamente diverso di individuazione del ruolo produttivo ed economico dell'impresa e della sua attività sul mercato per vincolarla a criteri oggettivi e intrinsecamente razionali.

Sulla tesi dell'esclusione della nullità per vizi contrattuali relativi a profili comportamentali dell'intermediario, Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, in *Giur. comm.*, 2008, II, p. 604 ss., con nota di BRUNO-ROZZI, *Le Sezioni Unite sciolgono i dubbi sugli effetti della violazione degli obblighi informativi*, p. 612 ss..

Il tentativo di configurare la nullità relativa di cui alla normativa di settore quale via di mezzo tra la nullità e l'annullabilità, in modo da poter usufruire di istituti propri di questa, quali la convalida e la ratifica, è stata esclusa da Cass., Sez. un., 3 giugno 2013, n. 13905.

(¹⁹) Al riguardo, è illuminante quanto affermato da DE NOVA., *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno* cit. nota 4, pp. IX-X, "La lettura di questo volume non è consigliabile per chi – vittima della propria mentalità autoritaria – guarda ad ogni contratto chiedendosi cosa ci sia di sbagliato, in quale misura la parte A tiranneggi la parte B, quale sarebbe invece la migliore soluzione per entrambe le parti; non è consigliata per chi cerca innanzitutto di capire qual è delle due la parte da proteggere. La lettura di questo volume è consigliata per chi ritiene che il miglior giudice dei degli interessi è il suo titolare; per chi è consapevole che l'unico caso in cui due parti sono esattamente sullo stesso piano è quello di due gemelli che hanno fatto la stessa vita e che". L'ottica non è quella del chiaro a. di diffidenza verso l'ottica meramente protezionistica, di cui alla nota, 18, ma è un'ottica che riconosce che la possibilità di ciascuna delle parti di essere il migliore giudice dei propri interessi sia preclusa quando l'impresa non è invocata ad un'ottimale svolgimento, in senso economico produttivo e non sociale, del proprio ruolo. In via generale v. anche ALPA, *Le stagioni del contratto*, Bologna, 2012, *passim*.

N.B. Successivamente alla redazione del presente testo, è stata emanata la sentenza Cort. App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, conforme alla posizione del testo su due aspetti centrali: da un lato la nullità del contratto per illiceità della causa nel caso in cui manchi una "consapevole e razionale creazione di alee bilaterali", e dall'altro l'essenzialità, per fare emergere l'aspetto testé citato, delle valutazioni probabilistiche.

