

NUMERO 4 - 2014

# GIUSTIZIA CIVILE

RIVISTA GIURIDICA TRIMESTRALE

ISSN 0017-0631

DIREZIONE SCIENTIFICA  
GIUSEPPE CONTE - FABRIZIO DI MARZIO

**ESTRATTO:**

RAFFAELE DI RAIMO

Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati



GIUFFRÈ EDITORE

# Indice

---

*Gli Autori di questo fascicolo* . . . . . p.918

**PAOLO GROSSI**

*Sulla odierna "incertezza" del diritto* . . . . . p.921

**GUIDO ALPA**

*I principi generali. Una lettura giusrealistica* . . . . . p.957

**ANTONIO JANNARELLI**

*Dall'età delle regole all'età dei principi ed oltre? Problemi e paradossi del diritto privato post-moderno* . . . . . p.991

**CLAUDIO CONSOLO**

*È legge (con poche modifiche) il d.l. sulla "degiurisdizionalizzazione" arbitral-conciliativa, sulle passerelle processuali, sulla grinta esecutiva* . . . . . p.1061

**RAFFAELE DI RAIMO**

*Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati* . . . . . p.1095

**FRANCESCO FIMMANÒ**

*Le società pubbliche in house providing tra disciplina del soggetto e disciplina dell'attività* . . . . . p.1135

**MASSIMO RUBINO DE RITIS**

*Crisi economica e distribuzione dei rischi tra le parti contrattuali: apporti in associazione in partecipazione e limiti all'autonomia privata* . . . . . p.1191

## Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati

---

---

A differenza di altre crisi sistemiche, conosciute nel passato più o meno recente, quella attuale non appare transitoria. Essa sembra invece investire, dalle fondamenta e per intero, il modello socio-economico fondante il capitalismo del mondo occidentale.

Parte rilevante di tale modello è costituita dal sistema del diritto privato moderno, nato dalle due rivoluzioni (borghese e industriale) e caratterizzato da un'impronta razionalistica, per un verso, e marginalistica per altro verso. Sistema che si è evoluto, anche profondamente, nel passaggio al Novecento, mantenendo tuttavia vive le proprie categorie ordinanti e riuscendo ad attraversare anche la grande frattura propria di quel passaggio senza interrompere la continuità del proprio impianto logico formale: mai abbandonato, sia pure progressivamente adeguato ai mutamenti della realtà che da quel passaggio iniziarono una progressiva accelerazione.

Le categorie del diritto dei privati sono oggi al centro di un dibattito o, meglio, di numerosi diversi dibattiti mossi dalla diffusa sensazione che in larga parte siano esaurite la loro capacità conoscitiva e la loro utilità pratica. Tra le aree dove più significativamente ciò si manifesta è

certamente quella della finanza. Entro i generali confini di questa si trova poi in particolare la finanza derivata, additata quale causa della prima crisi – quella seguita allo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti – e poi anche come principale responsabile dei più gravi episodi di crisi di debito sovrano negli anni più recenti; ancora, come fattore di trasformazione (ovvero, in chiave critica, di deformazione) del ruolo delle banche di gestione del rischio sistemico e, di seguito, di contagio dei bilanci dei medesimi enti creditizi. Qui, le categorie proprie della finanza contemporanea appaiono ad un tempo corresponsabili della crisi economica nonché esse stesse componenti del sistema investito dalla crisi.

Connotata dall'assenza di connessione strutturale con fenomeni di produzione o di circolazione di ricchezza e dall'assenza assoluta di correlazione con beni o valori collocati nella realtà esterna ovvero con la così detta economia reale, la finanza derivata si può, insomma, considerare come una metafora della crisi. Essa si rivela perciò sede privilegiata di osservazione della consistenza e della resistenza delle categorie civilistiche tradizionali o, ancora, della adeguatezza di quelle nuove a fronte della realtà socio-economica contemporanea.

A guardare dall'alto, sia la proprietà che il contratto, che la responsabilità civile, i tre pilastri strutturali del sistema privatistico dei diritti ne sono infatti toccati profondamente. Per ovvie ragioni – avendo l'attività finanziaria pur sempre a epicentro oggettivo beni originati e/o costituiti da rapporti negoziali – la scena è tuttavia, inequivocabilmente occupata dal contratto. In breve: i soggetti e la disciplina della capacità, la conclusione e i conflitti d'interessi, la causa e l'oggetto, i rimedi dei contratti della finanza derivata sfuggono per moltissimi versi all'inquadramento nelle linee delle corrispondenti categorie tradizionali. È perciò in primo luogo con riguardo al contratto che, messe a fuoco le peculiarità e le ragioni di irriducibilità agli usati concetti, occorre chiedersi cosa esse esprimano rispetto alle attitudini funzionali del principale strumento di esercizio dell'autonomia privata e, di conseguenza, rispetto agli stessi contenuti di quest'ultima nel sistema fondato sull'ordine pubblico costituzionale e comunitario.

Il terreno è smisurato: è possibile coprirne una porzione minima, limitata, oltre che ai rapporti contrattuali, in tale ambito, per scelta, (quasi) esclusivamente ai profili inerenti ai soggetti e ai procedimenti formativi, rispetto ai quali è, ad avviso di chi scrive, più immediatamente percepibile l'effetto della crisi, di accelerazione del ripensamento dei fondamenti ideologici e concettuali dell'autonomia privata e delle relative categorie.

Il risultato, ove si voglia delineare la prospettiva della adozione di logiche (e categorie) prima repute prevalentemente pubblicistiche – sia ai fini della disciplina di sistema che sul piano delle regole dei singoli rapporti contrattuali – ricompono le linee di una tendenza, comune anche all'esperienza nordamericana, al ritorno a modelli di controllo, appunto, di stampo pubblicistico dei mercati finanziari.

*Unlike other systemic crises, experienced in a more or less proximate past, the current one does not appear to be transient. Instead, it affects the fundamentals of the social and economic model of western capitalism.*

*A relevant part of such a model is constituted by the system of modern private law, originated from the two revolutions (the French and the industrial) and characterized by both a rationalistic and marginalistic hallmark. The system evolved significantly in the passage to the 20th Century, even though it managed to keep its founding categories unaltered, surviving that great fracture by preserving the continuity of its logical-formal structure, which was never really abandoned, but rather adjusted to the societal changes that, from then on, became more and more frequent.*

*Private law categories are today the subject-matter of a debate or, better, of a number of different debates boosted by the widespread sense that they have for the most part exhausted their cognitive potential and practical usefulness. The financial sector is among the areas more patently affected by this trend. Within its general boundaries is, in particular, derivative finance, pointed to as the cause of the first crisis – in the aftermath of the bursting of the real-estate bubble in the United States – and among the main causes of the more recent crisis of sovereign debt; moreover, derivative instruments have been a key factor for the transformation (or, in a critical sense, deformation) of the*

*role played by banks in the management of systemic risk and for the consequent contagion of their balance-sheets. Here, the peculiar categories of contemporary finance are, at the same time, liable for the current economic crisis and integral parts of the very system struck by the crisis.*

*Derivative finance, characterized by the lack of structural links to the production of commodities or circulation of wealth (actually, completely disconnected from the so-called “real economy”), can be considered a metaphor of the crisis. It reveals itself as the privileged area where private law categories, the traditional as well as the new ones, can be challenged through a meticulous reality-check.*

*Property, contracts and civil liability – the three structural pillars of the system of private-law rights – are all together deeply affected. However, for obvious reasons – as the epicenter of all financial relationships is represented by goods originated and/or actually constituted by covenants – a central role has to be acknowledged to contracts. In brief: the traditional rules on capacity, formation, conflicts of interest, cause, object, and remedies can hardly be reconciled with the peculiarities of derivative finance. It is hence primarily with respect to contracts that a profound reconsideration needs to be accomplished, with a view to assessing whether private autonomy complies with the public policy mandated by state and community constitutional law.*

*The field is immense: it is possible to cover only a small part of it, purposefully limited to the study of subjects and formation proceedings, where, according to the author, can be more immediately perceived the effects of the crisis, thus accelerating the reconsideration of the ideological and conceptual foundations of freedom of contract.*

*The result, assuming the adoption of logics (and categories) once considered peculiar to public law in governing the stability of the system and contractual relationships, reassembles the lines of a tendency, common to the North-American experience, to restore a monitoring system of financial markets essentially based on public oversight.*

Sommario: 1. Premessa. I fenomeni di carattere finanziario e la crisi economica. – 2. Il sistema della finanza derivata: articolazioni e differenti piani di osservazione. – 3. Le parti. L'intermediario come Ufficio di diritto privato. – 4. La fase dinamica (ancora sull'ufficio di diritto privato). – 5. Questione di principi: fondamento normativo e regole di vertice dell'iniziativa privata nei mercati finanziari. Diversità di piani e convergenza di ispirazione (dopo la crisi) della prospettiva interna al sistema costituzionale con quella europea e statunitense. – 6. Ruolo della causa e dell'oggetto e caratteri funzionali della finanza derivata. Conclusioni minime.

### 1. - Premessa. I fenomeni di carattere finanziario e la crisi economica.

La finanza, intesa come fenomeno composto da operazioni aventi alle proprie estremità – ovvero al principio e all'esito – esclusivamente danaro <sup>1</sup>, ordina (almeno) due grandi categorie corrispondenti a due ben distinte e tra loro concettualmente distanti modalità dell'iniziativa economica <sup>2</sup>.

Certamente si può dire finanziario in primo luogo l'investimento classicamente capitalistico, realizzato attraverso il finanziamento di operazioni economiche consistenti nella produzione e/o nello scambio di beni e utilità <sup>3</sup>. Il finanziamento della produzione o dello scambio danno vita al mercato c.d. della ricchezza assente <sup>4</sup>. Le operazioni iniziano e terminano con il danaro, ma nel mezzo ci sono attività e beni. Non sempre, s'intenda, espressi dalla funzione propria del singolo finanziamento – che ben può consistere infatti nel mero scambio di danaro contro danaro <sup>5</sup>; ma comunque presenti nel senso dell'operazione e nel rischio che di essa è proprio, il quale rischio costituisce ragione concreta di determinazione del corri-

---

<sup>1</sup> P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, I, Torino, 2004, 122; Id., *Il tempo nel diritto degli affari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, 407 ss.

<sup>2</sup> Un'estrema sintesi delle due categorie si ritrova nei due trinomi individuati da P. FERRO-LUZZI, *Attività e prodotti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 134 s.: danaro tempo danaro/danaro dato danaro.

<sup>3</sup> Classiche le pagine di F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna, 1980, sul progressivo evolversi del sistema nel senso della commercializzazione del diritto privato. Con particolare riguardo al fenomeno del finanziamento v. spec. p. 104, ove si osserva che dalla relazione al libro IV del codice civile chiaramente si desume l'ispirazione della nuova disciplina del credito, tesa, come è, a incentivare esattamente il fenomeno del finanziamento nella logica dello sviluppo economico.

<sup>4</sup> Sul quale, per tutti, P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, 3<sup>a</sup> ed., Torino, 2012, 15 ss.; e vedi ora, anche, M. COSSU-P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente. Divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 401 ss.

<sup>5</sup> E, conseguentemente, elemento connotante l'interesse delle parti siano esclusivamente il tempo o lo spazio. Cfr. P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, cit., 112.

spettivo, a sua volta inteso quale prezzo di accesso al mercato della ricchezza assente<sup>6</sup>. In altre e diverse parole, i termini dello scambio sono pur sempre misurabili secondo la logica marginalista fondante la stessa idea del contratto all'alba del diritto moderno<sup>7</sup>; e secondo una logica marginalista è apprezzabile cioè il rapporto tra capitale investito e capitale atteso quale risultato dell'investimento<sup>8</sup>.

I fenomeni collocabili nella seconda categoria non sono, di principio, misurabili nell'ottica di una funzione articolata nel segno della medesima logica.

Talvolta ragione ne è il filtro costituito da una attività intermedia tra finanziamento e impiego, la quale attività – e si pensi ad esempio ai fondi comuni di investimento mobiliare – crea un nuovo prodotto, non direttamente correlato a una operazione economica percepibile all'esterno<sup>9</sup>. V'è tuttavia comunque, in questi casi, un filo sia pure nascosto che lega funzionalmente l'investimento a forme sottostanti di finanziamento: esiste cioè una via per

---

<sup>6</sup> Ovvero quale valore dell'impiego immediato di ricchezza della quale l'agente non dispone (cfr. P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, cit., 112 ss.).

<sup>7</sup> A. GENTILI, *Codice del consumo ed esprit de géométrie*, in *Contratti*, 2, 2006, 159 ss. La medesima logica si rinviene a fondamento del dibattito risalente a più di due secoli fa sulla opportunità di fissare un limite all'interesse monetario. Sul punto, opposte le posizioni assunte da Bentham e da Smith. Se il primo reputava che la fissazione di un tetto massimo al corrispettivo di un finanziamento avrebbe avuto quale conseguenza quella di frenare il progresso della Nazione, stante la stretta connessione esistente tra rischiosità dell'investimento ed entità dell'interesse, il secondo, invece, considerava tale scelta necessaria esattamente al fine di preservare la ricchezza della Nazione: in argomento, M. SEMERARO, *Gli interessi monetari. Utilitas temporis, capitale e scelte di sistema*, Napoli, 2013, 53 ss.

<sup>8</sup> I presupposti concettuali e il ruolo di tale rapporto si trovano esattamente analizzati da G. FERRI jr., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 28 ss. La medesima logica, a ben vedere, sottende altresì la dinamica investimento/disinvestimento descrittiva dell'essenza patrimoniale delle operazioni organizzate nella forma delle società commerciali. La letteratura sul punto è assai ampia. In particolare, pongono l'accento su tale dinamica per prospettare una linea di continuità funzionale tra partecipazione al capitale e finanziamento M.S. SPOLIDORO, *Capitale sociale*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento, IV, Milano, 2000, 207; S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, 92; cfr. altresì C. ANGELICI, *Introduzione alla riforma delle società di capitali*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 1, Torino, 2007, 21 ss.; G. FERRI jr., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 546 ss.; A. PACIELLO, *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, 156 ss.

<sup>9</sup> P. FERRO-LUZZI, *Attività e prodotti finanziari*, cit., 143 s.



quanto tortuosa che consente di discendere dal risultato dell'investimento all'esito di impieghi di danaro nell'economia c.d. reale <sup>10</sup>.

Altre volte ragione ne è l'assenza di connessione strutturale con fenomeni di produzione o di circolazione di ricchezza <sup>11</sup>. L'assenza assoluta dunque, diremmo, di correlazione del regolamento negoziale con beni o valori collocati nella realtà esterna. Il valore, si è detto perspicuamente, è il contratto; il contratto è oggetto di sé medesimo <sup>12</sup>. È la finanza derivata. Additata quale causa della prima crisi <sup>13</sup> – quella seguita allo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti <sup>14</sup> – e poi anche come principale responsabile dei più gravi episodi di crisi di debito sovrano negli anni più recenti <sup>15</sup> e, ancora, come fattore di trasformazione (ovvero, in chiave

---

<sup>10</sup> In altra prospettiva, distingue tra categorie di strumenti derivati sulla base della razionalità dell'investimento, E. BARCELONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 541 ss.; Id., *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 6, 652 ss.

<sup>11</sup> Seppure con differenti approcci, P. FERRO-LUZZI, *Attività e prodotti finanziari*, cit., 144 s.; M. COSSU-P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente*, cit., 401 ss.; N. ABRIANI, *Di che cosa parliamo quando parliamo di derivati? Quasi una conclusione*, in R. BENCINI-U. MORERA, *I contratti «derivati». Dall'accordo alla lite*, Bologna, 2012, 126 ss.

<sup>12</sup> P. FERRO-LUZZI, *Attività e prodotti finanziari*, cit.; R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. CORTESE-F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 43.

<sup>13</sup> Noti sono i dibattiti dottrinali che seguirono allo scoppio della bolla finanziaria in ordine alla necessità di un intervento deciso in materia di contrattazione in derivati o nella prospettiva di un assoluto divieto della medesima contrattazione oppure in quella della relativa standardizzazione: L. ERZEGOVESI, *Il mercato degli strumenti finanziari derivati. Un'introduzione*, in F. CORTESE-F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, cit., 16 ss.; F. MERUSI, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 253 ss.; G. ROSSI, *Prefazione* a P. STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008, spec. IX s.; F. CAPRIGLIONE, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime*, *ivi*, 2008, 20 ss.; A. NIGRO, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento Mifid*, in *Dir. Banca*, 2008, 39; G. CARRIERO, *La crisi dei mercati finanziari*, in *Dir. Banca*, 2009, 2, 197 ss. Più di recente, con particolare riguardo alla negoziazione OTC, D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, in *Quaderni Banca borsa tit. cred.*, 38, Milano, 2014.

<sup>14</sup> La vicenda è narrata con estrema lucidità da R.A. POSNER, *A failure of capitalism*, Cambridge, 2009; e v., sia pure con un taglio assai più specifico, la prospettiva offerta da ARTHUR E. WILMARTH JR., *The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis*, 41 *Connecticut Law Review*, 2009, 963 ss.

<sup>15</sup> R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 33 ss.; A. JANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, 45 ss.

critica, di deformazione <sup>16</sup>) del ruolo delle banche di gestione del rischio sistemico <sup>17</sup> e, di seguito, di contagio dei bilanci dei medesimi enti creditizi <sup>18</sup>.

Quest'ultima tipologia della finanziarità si presta principalmente (rispetto alle altre, s'intende) a essere riguardata nella prospettiva delle categorie civilistiche; meglio, a essere riguardata nella prospettiva specifica della consistenza e della resistenza delle categorie civilistiche tradizionali o, ancora, della adeguatezza di quelle nuove a fronte della realtà della crisi economica. A guardare dall'alto, sia la proprietà che il contratto, che la responsabilità civile, i tre pilastri strutturali del sistema privatistico dei diritti ne sono infatti toccati profondamente <sup>19</sup>.

Per ovvie ragioni – avendo l'attività finanziaria pur sempre a epicentro oggettivo beni originati e/o costituiti da rapporti negoziali – il centro della scena è qui, tuttavia, inequivocabilmente occupato dal contratto. In breve: i soggetti e la disciplina della capacità, la conclusione e i conflitti d'interessi, la causa e l'oggetto, i rimedi dei contratti della finanza derivata

<sup>16</sup> Ben nota è lettura sociologica radicalmente critica di L. GALLINO, *Il colpo di stato di Banche e Governi. L'attacco alla democrazia in Europa*, Torino, 2013, 96 ss.

<sup>17</sup> Sulle conseguenze determinate dal passaggio da un modello c.d. *originate to hold* a un modello c.d. *originate to distribute* B.J. KEYS-T. MUKHERJEE-A. SERU-V. VIG, *Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans*, in *Quarterly J. of Economics*, 2010, vol. 125, 307; A. BERNDT-A. GUPTA, *Moral hazard and adverse selection in the originate-to-distribute model of bank credit*, in *J. of Monetary Economics*, 2009, vol. 55, 725 ss.; ARTHUR E. WILMARTH JR., *The Dark Side of Universal Banking*, cit., 963 ss. V. altresì, ancora in chiave critica, sul mutamento del ruolo degli istituti di credito, R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 55 ss. Opposta la prospettiva di E. BARCELONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, cit., 652 ss.

<sup>18</sup> A.E. WILMARTH JR., *The Dark Side of Universal Banking*, cit., 963 ss.; significative le sintetiche osservazioni di G. FERRARINI-P. SAGUATO, *Regulating Financial Market Infrastructures*, *European Corporate Governance Institute, Law Working Paper N° 259/2014*, in [www.ecgi.org/wp](http://www.ecgi.org/wp); v. altresì la prospettazione delle dinamiche in chiave economica di L. ERZEGOVESI, *Il mercato degli strumenti finanziari derivati*, cit., 16 ss.; G. CORASANITI, *Il contratto derivato finanziario tra bilancio e fisco*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 313 ss.

<sup>19</sup> Non è necessario diffondersi per argomentare in ordine all'incidenza della finanziarizzazione, prima, e della della finanza derivata poi, quale sua espressione estrema, sulla proprietà e sulla responsabilità civile. L'una asservita ad assetti di ricchezza e a modelli circolatori che ne minano nel profondo il ruolo di strumento di risparmio e, diremmo, di benessere diffuso e di stabilità di una struttura sociale fondata su un'ampia base di ceto medio (cfr. G. GRISI, *Diritti e coesione sociale*, in [www.juscivile.it](http://www.juscivile.it), 2013), accentuandone al contrario l'attitudine a favorire grandi concentrazioni di ricchezza. L'altra divenuta, per un verso, rimedio prediletto dagli intermediari quando intesa nella sua classica funzione compensativa e, per altro verso, strumento estremamente incisivo di intervento conformativo sui mercati, nelle sue nuove forme ultracompensative (sull'argomento, ampiamente, F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011).

sfuggono per moltissimi versi all'inquadramento nelle linee delle corrispondenti categorie tradizionali<sup>20</sup>. È perciò in primo luogo con riguardo al contratto che, messe a fuoco le peculiarità e le ragioni di irriducibilità agli usati concetti, occorre chiedersi cosa esse esprimano rispetto alle attitudini funzionali del principale strumento di esercizio dell'autonomia privata e, di conseguenza, rispetto agli stessi contenuti di quest'ultima nel sistema fondato sull'ordine pubblico costituzionale e comunitario.

## 2. - Il sistema della finanza derivata: articolazioni e differenti piani di osservazione.

Cominciamo, con l'intento di coprire soltanto una minima porzione di un territorio evidentemente smisurato.

Il fenomeno della finanza derivata è irriducibile a unità<sup>21</sup>. Sono mutevoli molte delle premesse fattuali, le quali presiedono a svolgimenti e conclusioni. Sono numerose altresì le prospettive – tra loro differenti – nelle quali è possibile osservare le premesse fattuali e argomentare svolgimenti e conclusioni. Capita perciò che, a guardare da vicino il dibattito in corso e i contrasti tra le posizioni che lo animano, nonché le critiche talvolta feroci mosse da alcune parti della dottrina nei confronti della più recente giurisprudenza, capita, si diceva, che si abbia la sensazione di sentir parlare lingue diverse ovvero di sentire bensì la medesima lingua parlare però di cose diverse.

Sono certamente necessarie numerose distinzioni. Prima è la seguente. Il discorso sulla finanza derivata assume diversa fisionomia a seconda che sia collocato: *a)* sul piano amplissimo della fisionomia e dei modi di sviluppo dei sistemi economici<sup>22</sup>; *b)* sul piano della disciplina di sistema dei mercati finanziari<sup>23</sup>; *c)* sul piano dei rapporti contrattuali, nell'ottica delle speci-

---

<sup>20</sup> V., già, R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 36 s.

<sup>21</sup> F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007. Cfr., tuttavia, E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010.

<sup>22</sup> Esemplici, al riguardo, le letture – differenti per strumenti conoscitivi impiegati e per ispirazione ideologica – di L. GALLINO, *Il colpo di stato di Banche e Governi*, cit. e C. OLDANI, *Derivati ed energia: la gestione dei nuovi rischi globali*, Milano, 2012.

<sup>23</sup> Su questo piano, S.J. GRIFFITH, *Substituted Compliance and Systemic Risk: How to Make a Global Market in Derivatives Regulation*, in 98 *Minnesota L. Rev.*, 2014, 1291 ss.; G. FERRARINI-P.

fiche fattispecie e degli interessi correlativamente perseguiti dalle parti stipulanti <sup>24</sup>.

Il primo è al contempo premessa e conseguenza degli altri due. La finanza derivata è fenomeno che, in diversi modi, altera il rischio sistemico complessivo, alterando il rapporto tra il rischio esistente e le attività (produttive) che ordinariamente lo generano ovvero generandone di nuovo anche senza correlazione con tali attività. A questa stregua, a essa possono essere attribuiti ruoli antitetici: strumento essenziale per la crescita dell'economia globale secondo un'idea benthamiana del rapporto tra capitale, rischio e crescita (senza la finanza derivata, si dice, non sarebbe esistita *silicon valley*); strumento utile per il controllo del rischio sistemico, ma anche pericoloso se utilizzato per finalità meramente speculative <sup>25</sup>; strumento di distruzione di massa <sup>26</sup>, metafora della crisi irreversibile del capitalismo contemporaneo <sup>27</sup>, espressione della insostenibilità dei ritmi produttivi e di consumo da questo imposti. È la parte più interessante del discorso. Non è tuttavia quella che maggiormente ha appassionato i giuristi. Su di essa torneremo alquanto brevemente più avanti, soltanto in conclusione.

Il secondo piano, quello della disciplina di sistema, richiede a sua volta anzitutto un *caveat o*, almeno, una precisazione: la contrattazione derivata assume diversi connotati e impone perciò percorsi argomentativi differenti a seconda che si parli di strumenti collocati su mercati regolamentati o invece di negoziazioni c.dd. *over the counter*. Vi è innanzitutto una diversità

---

SAGUATO, *Regulating Financial Market Infrastructures*, cit.; cfr. anche F. DENOZZA, *I conflitti d'interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, in AA.VV., *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009, 148 ss.

<sup>24</sup> Con i relativi problemi si confrontano, da ultimi, gli scritti contenuti nel volume: D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit.

<sup>25</sup> C. BRESCIA MORRA, *Le fonti del diritto finanziario in Europa e il ruolo della autoregolamentazione*, in *Quaderni Einaudi*, 2002, n. 47, § 4.2.1 s., e F. PARTNOY-D.A. SKEEL jr., *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, in *U. Cincinn. L. Rev.*, 2007, vol. 75, 1019 ss., spec. 1022 ss. e 1032 ss. Cfr. E. BARCELONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 91 ss.

<sup>26</sup> Espressione utilizzata dal magnate statunitense Warren Buffett nelle sue lettere agli azionisti, per descrivere i prodotti derivati. Le dichiarazioni di Buffett sono oggi testimoniate nella biografia redatta da A. SCHROEDER, *The Snowball. Warren Buffett and the Business of Life*, New York, 2008, 733 s.

<sup>27</sup> Così N. ABBIANI, *Di che cosa parliamo quando parliamo di derivati?*, cit., 126, raccogliendo una felice intuizione di Francesco Galgano.

strutturale ovvia. Affinché uno strumento in quanto tale sia negoziabile in mercati ove per definizione sono negoziabili titoli incorporanti diritti astratti, rappresentativi di operazioni frazionate, è necessario che l'operazione (qui è l'ovvio) sia astraibile dal suo fondamento funzionale e che sia frazionabile. A queste necessità rispondono quelli tra i derivati il cui legame con l'indice di calcolo dei flussi finanziari è per definizione (e per necessità) estraneo al rapporto istaurato tra venditore e acquirente del prodotto. La frazionabilità – intesa come attitudine di una operazione a essere realizzata tramite confezionamento e il collocamento di una quantità N di titoli tra loro identici in quanto rappresentativi di rapporti sia formalmente che sostanzialmente identici – assai più della standardizzazione (identità questa esclusivamente formale), è la caratteristica strutturale con corrispondenze significative in chiave funzionale.

Comune è, ad esempio, l'osservazione di ciò, che i modelli contrattuali uniformi dettati principalmente dall'ISDA sono talmente analitici da rendere pressoché assoluta la standardizzazione (delle clausole) dei contratti derivati *OTC*. Tuttavia, pur se uniformemente confezionati, e per ciò stesso dotati di un alto grado di standardizzazione, questi contratti non possono essere (quasi mai) frazionati. La loro uniformità riesce a essere esclusivamente formale, pur nell'identità delle clausole, poiché diversi sono i rapporti sottostanti nel collegamento con i quali è soltanto possibile cogliere la funzione della relativa operazione economica <sup>28</sup>; mutevole è altresì la *ratio* del collegamento tra derivato e sottostante. Non sono perciò uniformi né il valore dei contratti né gli interessi a mezzo di essi perseguiti. Frazionabili, almeno in astratto, sono soltanto i contratti privi di collegamento interno con un sottostante: le pure scommesse che, in quanto tali (e se e quando valide <sup>29</sup>), hanno presupposti oggettivabili in una pluralità di

---

<sup>28</sup> Già, sul punto, R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, cit., 54 ss.

<sup>29</sup> Comune è in dottrina il riferimento alla scommessa al fine di inquadrare la contrattazione in derivati (per tutti, G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009, 1135 ss.); ciò laddove il *discrimen* tra ciò che è lecito e ciò che non lo è sarebbe individuabile in stretta conseguenza della relativa aggettivazione (scommessa autorizzata, razionale o irrazionale): D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 604; E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, cit., 652 ss. In chiave critica, R. DI RAIMO, *Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, cit., 69 ss.; S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati, fra traspa-*

posizioni autonome, tra loro identiche. Ma è un'ipotesi soltanto di scuola: contratti di questo genere (che, quanto a schema astratto, finirebbero per somigliare ai *futures*), se confezionati per essere frazionati non sono poi per loro natura negoziati *over the counter*. Altra cosa, sia detto per inciso, è che poi anche posizioni contrattuali negoziate *OTC* si prestino a circolare in operazioni di finanza strutturata, queste sì frazionate: è altra cosa, certamente espressiva di specifici problemi su entrambi i piani, dei rapporti e del sistema.

In via generale, la frazionabilità, dalla quale dipende la modalità della negoziazione e, nella specie, la negoziabilità in borsa o in mercati regolamentati, è ciò che determina la rilevanza dei mercati derivati in relazione alla specifica funzione di gestione dei rischi sistemici da parte degli operatori creditizi<sup>30</sup>; rilevanza che, in particolare, si esprime con riguardo ai soggetti e alla dinamica negoziale<sup>31</sup>.

Infine, il piano dei rapporti contrattuali – questa volta guardando specificamente ai derivati *OTC* – segnala peculiarità importanti sia sotto il profilo dinamico che statico dei requisiti strutturali: dunque, soggetti, procedimenti formativi, causa e oggetto. Non resta fuori nulla o quasi.

Il terreno è smisurato, si diceva, e sarà coperto per una porzione minima, limitata ai rapporti contrattuali e, in tale ambito, prevalentemente ai profili inerenti ai soggetti e ai procedimenti formativi, rispetto ai quali è, ad avviso di chi scrive, più immediatamente percepibile l'effetto della crisi, di accelerazione del ripensamento dei fondamenti ideologici e concettuali dell'autonomia privata e delle relative categorie.

### 3. - Le parti. L'intermediario come Ufficio di diritto privato.

L'idea di libertà negoziale rifluita – nel nostro sistema nazionale – nelle norme di due codici civili, sia pure tra loro lontani nel tempo e nell'im-

---

*renza e causa (ovvero quando nomina non sunt consequentia rerum)*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 216. Sulla struttura aleatoria della causa v. P. CORRIAS, *I contratti finanziari derivati nel sistema dei contratti aleatori*, 173 ss.; e v. altresì l'ampio approfondimento di M. INDOLFI, *Aleatorietà convenzionale della causa dei contratti derivati*, Padova, 2013.

<sup>30</sup> Per tutti, F. DENOZZA, *I conflitti d'interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, cit., 141 ss.

<sup>31</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 41 ss.; A. JANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, cit., 35 ss.

piano<sup>32</sup>, trova attuazione a mezzo di un tessuto di principi tecnici e di regole aventi a epicentro tre caratteri fondamentali: la funzione retributiva (detto in altri termini, la funzione di soddisfazione di un interesse egoistico, proprio del contraente); l'autoresponsabilità (che vale a dire che chi contratta – direttamente o a mezzo di rappresentante non ha importanza – rischia in proprio); la disponibilità dell'oggetto della negoziazione e la correlativa disponibilità dell'interesse negoziato<sup>33</sup>.

Gli altri c.d. principi codicistici nascono da questi primi tre (anch'essi usualmente denominati principi) e da essi sono funzionalmente orientati. Essi operano, cioè, quali espedienti tecnici costanti, idonei ad assicurare l'efficienza e l'equilibrio della contrattazione privata (almeno, di quella che i legislatori del 1865 e del 1942 conoscevano come prevalente), in quanto connotata a monte dai suddetti tre caratteri.

Più analiticamente, la funzione retributiva esprime – sotto il profilo (micro)economico, di economia dello scambio contrattuale – il fondamento marginalistico della teoria del consenso quale ragione della vincolatività. È ragione etica, di etica smithiana, protestante nella radice ma in grado di coniugare i due mondi, delle due rivoluzioni borghesi, e di raggiungere la morale cattolica attraverso il largo ponte del razionalismo cartesiano. Ragione ripensata ma non tramontata al termine della breve esperienza dello Stato liberale borghese; sopravvissuta alla nuova frattura ideologica del “secolo breve”: carattere qui dello scopo quale (espressione del fondamento ed) elemento dello schema normativo del potere di autoregolamentazione per come attribuito ai privati dall'ordinamento.

La seconda – l'autoresponsabilità – è, nel codice del 1865, riflesso squisitamente relativo dell'esercizio del potere dispositivo proprio del dominio della volontà dell'individuo sulla sua propria sfera giuridica. È invece espressione, nel codice del 1942, dell'impegnatività sociale delle dichiarazioni negoziali<sup>34</sup> o, ancora, elemento essenziale di mediazione tra libertà e interessi dell'individuo e socialità dei fenomeni di autoregolamentazio-

---

<sup>32</sup> Sulla ispirazione ideologica dei codici dell'ottocento e del novecento si rinvia a R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003, 11 ss.

<sup>33</sup> Su questo punto, R. DI RAIMO, *Il “diritto privato” delle funzioni pubbliche: note sui più recenti sviluppi di una tendenza*, in *Studi in memoria di V. E. Cantelmo*, Napoli, 2003, 683 ss.

<sup>34</sup> Vale per tutti la nota osservazione di E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in F. VASSALLI (diretto da), *Trattato di diritto civile*, XV, 2, 2<sup>a</sup> ed., Torino, 1950, 410, che al contenuto

ne <sup>35</sup>. Diversa dunque nel fondamento ideologico e nel senso sistemico, ma parimenti – l'autoresponsabilità – elemento connettivo del tessuto dei principi tecnici e delle regole attuativi della libertà privata.

La terza, infine, la disponibilità dell'oggetto e dell'interesse, segna assai più vistosamente il confine tra i due mondi, quello del codice liberale e quello del riflusso nei valori collettivi e della socializzazione anche rispetto al diritto dei privati, giacché nel passaggio dall'uno all'altro ne varia sensibilmente la consistenza; anch'essa ciò nondimeno costituisce sempre una costante costruttiva. È naturale, nel sistema ottocentesco, la disponibilità dell'interesse privato in quanto tale, inerente cioè alla sfera patrimoniale individuale, *id est*, privata; la quale ultima si potrebbe anche dire – ribaltando la prospettiva – che è privata in quanto disponibile.

Il legislatore del codice del 1942, nell'ordinare in maniera profondamente diversa il binomio autorità/libertà, gradua con maggiore pervasività l'area della disponibilità e i suoi contenuti. Per dirla con diverse parole, il mutamento della nozione di ordine pubblico <sup>36</sup>, ravvisabile nel nuovo codice già prima che la Carta costituzionale ne ridefinisse integralmente termini e contenuto <sup>37</sup>, e l'estensione del controllo sugli atti d'autonomia al profilo intimamente funzionale della meritevolezza degli interessi <sup>38</sup>,

---

preceptivo del negozio «debba corrispondere (...) una coscienza tale da giustificare la valutazione sociale dell'atto siccome impegnativo».

<sup>35</sup> Sulla evoluzione del principio di autoresponsabilità in ragione della progressiva affermazione dell'affidamento quale situazione da tutelare prioritariamente, v. G.B. FERRI, *Negozio giuridico*, in *Dig. disc. priv., sez. civ.*, XII, Torino, 1995, 61 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2001, 268; P. RESCIGNO, *Introduzione al Codice civile*, 7<sup>a</sup> ed., Roma-Bari, 2001, 31 ss.

<sup>36</sup> Per l'evoluzione della nozione e del ruolo dell'ordine pubblico a far capo dal codice civile del 1865, v. G.B. FERRI, *Ordine pubblico a) diritto privato*, in *Enc. dir.*, XXX, Milano, 1980, 1038 ss. Essenziali, per l'analisi del contenuto della nozione di ordine pubblico nel suo stretto collegamento con l'ideologia del sistema storicamente dato, sono altresì le pagine di L. LONARDO, *Ordine pubblico e illiceità del contratto*, Napoli, 1993, spec. 20 ss.

<sup>37</sup> Sull'ordine pubblico costituzionale, ispirato ai principi di solidarietà e di eguaglianza, v. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, 77 ss., 134 ss.

<sup>38</sup> Significativo del nuovo atteggiamento assunto nei confronti dell'autonomia privata è il testo dei due progetti ministeriali datati 1940, ove, accanto al requisito della liceità, è prescritto anche quello della idoneità della causa («la causa è idonea quando il contratto è diretto a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo i principi della Carta del Lavoro e dell'ordinamento giuridico dello Stato»). Osserva che «il tema della idoneità della causa scomparirà nel testo definitivo del codice civile» e tuttavia «non scompariranno i principi ad esso sottesi» (*ivi*, 28) G.B. FERRI, *Filippo Vassalli o il diritto civile come opera d'arte*, Padova, 2002, 26 ss. Sul controllo di meritevolezza degli interessi perseguiti dai privati per tutti P.



prospettano la disponibilità ma non più in quanto presupposto astratto di categorie ampie e generali di situazioni giuridiche, bensì quale esito della qualificazione in concreto di interessi specificamente perseguiti<sup>39</sup>. Disponibilità, dunque, diversamente tarata ma pur sempre centrale nella costruzione delle regole e dei principi costruttivi dell'autonomia privata.

Funzione retributiva, autoresponsabilità e disponibilità hanno numerose, reciproche interferenze. Soprattutto, operano sul comune terreno di contrattazioni libere tra soggetti privati capaci. Occorre essere privati per essere liberi di disporre ovvero per essere titolari di situazioni in astratto disponibili. Occorre essere capaci per poter essere autoresponsabili. Occorre, infine, essere prima privati e poi capaci per poter contrattare perseguendo una propria utilità liberamente determinata con il metro soggettivo marginalistico nonché per esercitare efficacemente un potere di autoregolamentazione.

Ebbene. Il carattere dei soggetti delle contrattazioni in derivati non è compatibile con questo modello ogni qual volta – come è nella maggioranza dei casi – essi non siano entrambi operatori professionali (per intenderci, intermediario con intermediario)<sup>40</sup>. Non lo è in primo luogo quello dell'acquirente del prodotto, la cui capacità è assistita o, *tout court*, limitata. L'apprezzamento della retributività del contratto, qui più semplicemente detta “convenienza”, non è lasciato alla libertà dello stipulante a meno che non si tratti di operatore professionale<sup>41</sup>. Il sistema delle dichiarazioni ha

---

PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, cit., 141 ss.

<sup>39</sup> In prospettiva storica, assai efficaci le pagine di E. NAVARRETTA, *La causa e le prestazioni isolate*, Milano, 2000, 185 ss.

<sup>40</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 66 ss.

<sup>41</sup> Assai significativa è in questa prospettiva la disciplina in materia di dichiarazione di operatore qualificato. Le problematiche da essa poste si mostrano tuttora irrisolte anche a fronte del nuovo regolamento Consob 16190/2007, laddove si distingue tra clienti professionali di diritto e a richiesta: in argomento spec. V. PICCININI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema della efficacia delle regole informative*, in *Contr. impr.*, 2010, 499 ss. Per l'interpretazione che la giurisprudenza dà della vecchia disciplina v., tra gli altri, Trib. Rimini, 28 maggio 2010, *ivi*, 2011, II, 275, con nota di G.B. BARILÀ, *Lo status di operatore qualificato attribuito a società o persone giuridiche nei contratti di intermediazione di banca e di borsa: nuova normativa e vecchio contenzioso*, 281 ss.; Trib. Bari, 15 luglio 2010, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 781; Cass. 26 maggio 2009, n. 12138, in *Foro it.*, 2010, I, c. 131. In dottrina, per le costruzioni prevalenti seppure con diversità di sfumature, F. SARTORI, *Prodotti finanziari illiquidi (O.T.C.): il fattore giurisprudenziale e l'evoluzione normativa degli*

l'effetto di privare, totalmente o parzialmente, la parte del potere di scelta fondato sulla propria soggettiva valutazione dell'utilità marginale del prodotto acquistato. Non vale quindi il criterio di valutazione individuale dell'interesse nello scambio; in assenza di libertà di scelta è negato all'evidenza anche il principio di autoresponsabilità.

L'onere di comprendere e di programmare il miglior perseguimento dell'interesse dell'acquirente è trasferito sull'intermediario, il cui carattere di parte contrattuale è vieppiù incompatibile con quello proprio dei modelli codicistici. Tutto il processo di produzione delle determinazioni negoziali è alterato come lo sono i presupposti della vincolatività delle regole pattizie ove sono formalizzate tali determinazioni. In quello che qualcuno ha significativamente definito l'ambiente TUF, domina l'art. 21 ove è disposta senza mezzi termini la prioritaria funzionalizzazione dell'attività degli intermediari al perseguimento dell'interesse dei clienti <sup>42</sup>.

L'ambiente TUF non tollera l'atmosfera della libertà contrattuale, neppure interpretata come iniziativa <sup>43</sup>. Perseguimento dell'interesse del cliente stabilito dalla legge – e ovviamente correlativo obbligo di informarsi per poter individuare autonomamente l'interesse che il cliente da sé potrebbe non essere in grado di comprendere per mancanza di competenza specifica – vuol dire contenuto discrezionale dell'attività, anche negoziale. Discrezionale e non libero, in quanto vincolato nei fini. È stato affermato dalla dottrina <sup>44</sup> e confermato da una giurisprudenza recente e assai signi-

---

*obblighi informativi*, cit., 152; Id., *Gli swap, i clienti corporate e la nozione di operatore qualificato*, in *www.diritobancario.it*; B. INZITARI, *Strumentalità e malizia nella predisposizione e raccolta della dichiarazione di operatore qualificato*, in *www.ilcaso.it*, 2007.

<sup>42</sup> Il riferimento all'interesse dell'investitore colloca la vicenda della contrattazione in derivati nell'area dell'agire funzionale, sul quale – ad altri fini – P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 848, ove si muove dalla rilevanza giuridica della 'funzione' per distinguere gli atti che concretizzano l'esercizio dell'autonomia privata secondo modalità libere dagli atti che rispondono alla precipua finalità di garantire la «cura di interessi preconstituiti».

<sup>43</sup> «Non il potere di autoregolamentazione, ma quello di iniziativa e di impulso (...) caratterizza gli atti e le attività (...) dei privati»: così P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, cit., 139; Id., *I mobili confini dell'autonomia privata*, in Id., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, 20.

<sup>44</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata*, cit., 68 ss.; D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 67 ss.

ficativa<sup>45</sup> che il TUF ritaglia la figura dell'intermediario alla stregua di un "Ufficio di diritto privato". *Nihil sub sole novi?* Forse. L'Ufficio di diritto privato risale infatti al pensiero classico di Salvatore Pugliatti<sup>46</sup>. Non si tratta perciò, certo, di una categoria nuova. Ma la sua applicazione all'attività contrattuale finanziaria impatta enormemente sotto il profilo sistematico, nella ricomposizione e nella qualificazione dell'area – da altri e per altri fini più di recente profilata<sup>47</sup> – dell'agire funzionale. Area caratterizzata dalla discrezionalità, che in sé riduce al minimo la remuneratività, soprattutto se intesa quest'ultima quale perseguimento ottimale di valore marginale. Ancora, caratterizzata dalla alienità dell'interesse da perseguire (ovvero dall'oggettività della funzione in ragione della quale la legge conferma il potere di agire del soggetto), la quale esclude l'efficace utilizzo del criterio di autoresponsabilità. Caratterizzata infine dalla radicale indisponibilità dell'interesse, giacché – a differenza del semplice agire nell'interesse altrui, proprio, ad esempio, della rappresentanza volontaria<sup>48</sup> – lo stesso titolare dell'interesse (*id est* il cliente) non ne può disporre liberando l'intermediario dai suoi vincoli funzionali.

In definitiva, a capo dello schema della contrattazione finanziaria si trovano soggetti che non rispondono ai caratteri di capacità e libertà, essenziali nella connotazione degli schemi codicistici del contratto quale modello di esercizio del potere di autoregolamentazione privata. Già soltanto per

---

<sup>45</sup> App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, in *Rass. dir. civ.*, 1, 2014, 295 ss., spec. 300, con nota di R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, 308 ss.

<sup>46</sup> S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale* (1935), rist. Camerino, 1978, 23 s., il quale ne ravvisa il carattere essenziale nella strumentalità del potere attribuito al suo titolare. Qui il potere non basta a sé, giacché «il *prius* è il *dovere*» e «la funzione (...), compresa tra i due poli del dovere e del potere, presuppone come base e piedistallo l'ufficio». V., inoltre, Id., *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, 87 ss. Sul punto, si rinvia alle argomentazioni svolte in R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, cit., 69 ss., nota 169.

<sup>47</sup> P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, cit., 848.

<sup>48</sup> R. DI RAIMO, *Considerazioni sull'art. 2645-ter c.c.: destinazione di patrimoni e categorie dell'iniziativa privata*, in *Rass. dir. civ.*, 2007, 945 ss., spec. 975, ove si richiama l'attenzione sulla diversità dell'"agire nell'interesse altrui" dall'agire funzionale, atteso che nel primo (che trova l'esempio classico nella rappresentanza volontaria) l'interesse tutelato resta identico e pienamente disponibile per il rappresentato, mancando «l'atto di disposizione tale da oggettivare l'interesse quale elemento conformativo della situazione giuridica». Per converso, quest'ultimo è il connotato caratterizzante l'agire funzionale.

questo, il sistema dei principi e delle regole si presenta ben disomogeneo rispetto al paradigma consolidato del consenso contrattuale nell'esperienza civilistica.

Il punto può essere approfondito. Il profilo della qualificazione delle parti – nello schema tradizionale dell'esercizio del diritto soggettivo, condensato nel carattere della capacità – confina con la fase dinamica del fenomeno negoziale. Superando tale confine è dato aggiungere numerosi argomenti.

#### 4. - La fase dinamica (ancora sull'ufficio di diritto privato).

Iniziamo provando a sintetizzare con qualche interrogativo.

a) Quanto incide la c.d. finanziarietà dei rapporti nel riconoscimento del consenso quale condizione di vincolatività degli atti di autoregolamentazione?

b) Ancora, quanto incide ai predetti fini la peculiarità della negoziazione in derivati *OTC*?

c) Infine, come si traduce sotto il profilo dinamico la qualificazione dell'intermediario in termini di Ufficio di diritto privato? Come, in particolare, con riguardo alla relazione tra interessi perseguiti, funzione degli atti di iniziativa e rimedi?

Per linee necessariamente essenziali.

a) Il problema del consenso si traduce sul nostro terreno in quello del c.d. consenso informato. Si tratta di una traduzione (dunque di una traslazione di senso) e non di una mera specificazione giacché si può reputare dato di partenza che, se il fattore determinante dell'efficacia vincolante delle dichiarazioni negoziali nella tradizione dei codici civili dell'Europa continentale è variamente rintracciabile in un punto della catena volitiva dialogica (volontà/manifestazione/dichiarazione/ricezione)<sup>49</sup>, nei rapporti di mercato normati dal diritto italo – europeo tale fattore si trova invece nella coniugazione tra procedimento formativo e forma delle dichiarazioni<sup>50</sup>. Non vi è mai, nel diritto europeo dei contratti, ricerca della reale intenzio-

---

<sup>49</sup> R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, cit., 122 ss.

<sup>50</sup> R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, cit., 141 ss.

na dei contraenti<sup>51</sup>, come invece è nel codice civile a mezzo della disciplina dell'errore<sup>52</sup>. Vi è ritualità<sup>53</sup>: la forma e la scansione degli atti costituiscono la causa efficiente (e sufficiente) dell'efficacia vincolante delle dichiarazioni.

Di massima, il tema è quello dell'informazione<sup>54</sup>; tema generale, comune,

---

<sup>51</sup> L'oggettivazione del consenso, già presente nell'impianto del codice civile, sotto la spinta della normativa di derivazione comunitaria, diviene assoluta: R. DI RAIMO, *Sub art. 1428*, in E. NAVARRETTA-A. ORESTANO (a cura di), *Dei contratti in generale. Artt. 1425-1429-bis e leggi collegate*, IV, in E. GABRIELLI (diretto da), *Commentario al codice civile*, Torino, 2011, 73.

<sup>52</sup> R. DI RAIMO, *Sub art. 1429*, cit., 74 ss., 118, ove si sottolinea la differente funzione dei requisiti dell'essenzialità e della riconoscibilità dell'errore: il primo delinea il nucleo di consenso necessario e sufficiente ai fini della vincolatività; il secondo individua le condizioni alle quali l'ordinamento conferisce valore vincolante al regolamento negoziale pur in assenza di consenso.

<sup>53</sup> Ritualità rispondente più all'interesse delle parti professionali che a quello dei contraenti deboli: in tal senso R. LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari (prime note sul «neoformalismo» negoziale)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, I, 400 ss.; Id., *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 32 ss.

<sup>54</sup> Costante il riferimento in dottrina all'obbligo di informazione gravante sull'intermediario quale strumento di tutela dell'investitore o del mercato: prima del testo unico, G. ALPA, *La legge sulle S.L.M. e i contratti con i clienti*, in *Giur. it.*, 1991, c. 177; G. ROSSI, *I mercati dell'investimento fra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1991, 968 s.; V. SCALISI, *Dovere di informazione e attività di intermediazione mobiliare*, in S. MAZZAMUTO-G. TERRANOVA (a cura di), *L'intermediazione mobiliare. Studi in memoria di Aldo Maisano*, Napoli, 1993, 72; A. DI MAJO, *La correttezza nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 1993, I, 2, 289 ss.; F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento e riforma dei mercati mobiliari*, Milano, 1993, 289; F. REALMONTE, *Doveri di informazione e responsabilità precontrattuale nell'attività di intermediazione mobiliare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, 617 ss.; successivamente, C. RABITTI BEDOGNI, *Sub art. 21*, in EAD. (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, Milano, 1998, 177, la quale fonda la protezione degli investitori «sul complesso di obblighi informativi posti a carico dei prestatori di servizi di investimento»; G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir.*, Aggiornamento, Milano, 2001, 745 ss., che individua nell'interesse «a disporre di uno stock di informazioni adeguate e sufficienti a permettere razionali e consapevoli scelte» l'unico interesse dei risparmiatori tutelato direttamente dalla normativa; F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati*, Padova, 2008, 151; A.A. RINALDI, *Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Società*, 2008, 12 ss. Individua nei doveri informativi «l'elemento caratterizzante l'intera disciplina» F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, 180; Id., *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, 41 ss., spec. 62 ss. Osservazioni simili ricorrono anche nell'ambito di trattazioni non specifiche: cfr. M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, 168 ss., il quale insiste sull'influenza esercitata dalle asimmetrie informative sul «rapporto di forza» tra la parti, estremamente sentita nel settore finanziario, il quale, per tale ragione, è stato il primo «ad aver «sperimentato» (...) la tecnica del controllo informativo», oppure, in altra prospettiva, A. JANNARELLI, *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, cit., 33, ove si esprime nel senso che «per i mercati finanziari la creazione di un circuito informativo (...) assume una rilevanza costitutiva del mercato stesso».

La manualistica giuridico-finanziaria statunitense usa distinguere fra *material* e *non-material information*, precisando che soltanto le informazioni del primo tipo formano oggetto di un

si diceva, ai rapporti di mercato. E già in generale le scelte del legislatore europeo e, soprattutto, le teorie condizionanti tali scelte sono state, nell'ultimo decennio, oggetto di profonde critiche<sup>55</sup>. Con specifico riguardo ai contratti finanziari, la crisi d'inizio millennio, quella dei *subprime*, ha profilato in maniera drammatica il fallimento del modello costruito sui dettami dell'economia neoclassica. Nell'occasione di tale crisi, si è fatta strada la consapevolezza che, ove si guardi nella prospettiva dei rapporti tra professionisti e clienti, molti mercati tra i quali certamente quelli finanziari non possono fondare la propria efficienza sulla informazione. I clienti non possono comprendere e assai spesso non vorrebbero comunque conoscere ciò che eventualmente abbiano anche la capacità di comprendere<sup>56</sup>. Da un lato, le loro scelte non si possono presumere razionali<sup>57</sup>

---

dovere specifico di *disclosure* da parte dell'intermediario al cliente «anche nell'interesse del mercato» (J.D. COX-R.W. HILLMAN-C. LANGEVOORT, *Securities Regulation. Cases and Materials*, 5<sup>a</sup> ed., New York, 2006, 1033). Nelle interpretazioni giurisprudenziali d'oltreoceano, tuttavia, il contenuto e l'estensione dei doveri di informazione dell'intermediario non risultano uniformemente tratteggiati; e ciò dipende dalla soluzione della questione preliminare relativa alla natura del rapporto intermediario-cliente, se cioè questo sia sempre da considerare fondato sulla fiducia [in tal senso si è espressa la Corte d'appello federale per il Quinto Circuito in *Romano v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith*, 834 F.2d 523 (5th Cir. 1987)], ovvero sia necessario operare un'analisi caso per caso [come in *Kwiatkowski v. Bear Stearns & Co.*, 306 F.3d 1293 (2d Cir. 2002), ove si è ritenuto che vi è rapporto fiduciario soltanto qualora l'intermediario abbia assunto l'incarico di prestare attività di *consulenza* nell'interesse del cliente]. In tema, fra i contributi dottrinali più recenti, v. B.S. BLACK, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, in *UCLA L. Rev.*, 2001, vol. 48, 833 ss.; B. BLACK, *Brokers and Advisers. What's in a Name?*, in *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 2005, vol. 11, 31 ss., e T. FRANKEL, *Fiduciary Duties of Brokers-Advisers-Financial Planners and Money Managers*, in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 25 agosto 2009.

<sup>55</sup> R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, cit., 151; Id., *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 44 ss., 51 ss.; M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2002, 351 ss.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, cit., 393 ss.; F. DENOZZA, *I conflitti d'interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, cit., 141. Sulle stesse posizioni già P. PERLINGIERI, *Nuovi profili del contratto*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, 545 ss.; Id., *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, 335 ss. (e ora anche in Id., *Il diritto dei contratti tra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli 2003, 446 ss.). Più in generale, v. A. MUSY, *Il dovere di informazione. Saggio di diritto comparato*, Trento, 1999, *passim*, ove si mette in guardia dalla nascita e dall'accettazione del nuovo "dogma" del "contratto informato".

<sup>56</sup> In questa direzione, A.C. NAZZARO, *Obblighi d'informare e procedimenti contrattuali*, Napoli, 2000, 294, là dove afferma che il cliente-investitore è «per definizione inconsapevole (...), non può ma neanche vuole capire nel profondo le ragioni delle scelte da operare per la valorizzazione del proprio risparmio».

<sup>57</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 60. Note sono le obiezioni che sono state mosse alla teorica delle asimmetrie

e, dall'altro lato, la presenza dell'intermediario, soggetto necessario della negoziazione al quale la legge affida il perseguimento dell'interesse del cliente, induce a reputare prevalente sulla mera informazione la consulenza<sup>58</sup>, ovvero la elaborazione critica delle informazioni in ragione dello specifico interesse ascrivibile alla controparte.

È questo tutto sommato uno dei corollari della conclusione alla quale moltissimi sono giunti dopo la menzionata crisi del 2006: base dei mercati non è l'informazione, strumentale alla diretta consapevolezza del singolo cliente nel proprio rapporto contrattuale con il singolo intermediario, ed è invece la fiducia<sup>59</sup>. È appena il caso di sottolineare che questo vale a maggior ragione con riguardo alla finanza derivata in ragione della estrema complessità e dei particolari caratteri funzionali e strutturali dei suoi prodotti.

---

informativa da parte della *behavioral economics*, volte a metterne in discussione lo stesso presupposto costruttivo: ossia la razionalità del consumatore/cliente/investitore. Anche le conseguenti proposte, inizialmente orientate all'educazione del cliente, non sembrano aver trovato stabili consensi. La discussione sembra invece aver rimesso al centro il profilo oggettivo del contenuto dell'informazione. Sui modelli informativi, di recente, v. H.T.C. HU, *Disclosure Universes and Modes of Information: Banks, Innovation, and Divergent Regulatory Quest*, in 31 *Yale Journal on Regulation*, 2014, 565 ss.

<sup>58</sup> Cfr. A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, cit., 393 ss.: «nei contratti dell'intermediazione finanziaria oggetto del patto è proprio la convenienza. Nessuno acquista valori mobiliari per le loro caratteristiche formali, cioè in quanto *bond*, azioni, obbligazioni, titoli del debito pubblico, derivati, o altro. Ciascuno li sceglie in funzione del tipo di investimento che consentono e della misura in cui convergono al profilo di rischio dell'investitore. Il servizio dell'intermediario consiste solo strumentalmente nel fornirli. Fondamentalmente consiste nell'aiutare a sceglierli»; A. JANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, cit., 73 ss.; M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati otc)*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 270 ss.

<sup>59</sup> B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. it.*, 2009 (commento ad App. Milano, 13 novembre 2008, decr.), 1699, il quale sottolinea che «[n]el caso dei prodotti finanziari derivati (...), il cliente non può che basarsi sulla fiducia in cognizioni tecniche» delle quali «per definizione egli non è in possesso ma che al contrario, crede, anzi dà addirittura per scontato, siano patrimonio di conoscenza professionale della banca»; R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 51 s.

Sulla valenza edificante riconosciuta alla fiducia, che porta con sé lo speculare mal funzionamento del mercato finanziario qualora la stessa venga a mancare v. F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 130 ss.; A. FICI, *Il conflitto di interessi nelle gestioni individuali di patrimoni mobiliari*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1997, 335 ss. Individua proprio nel tracollo della fiducia degli investitori l'elemento caratterizzante l'attuale crisi F. CAPRIGLIONE, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 23.

Dunque: quanto incide la c.d. finanziarietà dei rapporti nel riconoscimento del consenso quale condizione di vincolatività degli atti di autoregolamentazione?

Moltissimo, se soltanto si riflette sulle conseguenze del passaggio dal c.d. consenso consapevole (come tale autonomo e autoresponsabile) a quello che si può certamente definire assistito in ragione della funzione di elaborazione critica assegnata dalla legge all'intermediario (perciò Ufficio di diritto privato).

Segnatamente, tra dette conseguenze è ai nostri fini certamente da sottolineare quella della ridefinizione dei confini tra discipline dei rapporti contrattuali con i clienti, che come detto dovrebbero rispondere all'esigenza di affidabilità degli intermediari nell'esecuzione di attività qualificabili come di consulenza, per non dire più radicalmente di sostituzione all'apprezzamento del cliente nella logica del potere funzionale, e discipline dell'attività in sé<sup>60</sup>; inerenti, queste ultime, a un contesto nel quale l'informazione economica e la complessiva trasparenza giocano invece il ruolo dei protagonisti. Osservare che problema di fondo nella prospettiva dei clienti è la fiducia non significa infatti negare il rilievo dell'informazione. La corretta ed equilibrata circolazione di informazioni a livello di sistema e nei rapporti tra operatori professionali nonché a beneficio degli attori istituzionali costituisce indubbiamente una condizione essenziale per la funzionalità dei mercati. Se in via generale si può reputare come un dato acquisito che i mercati non sono sani quando non sono trasparenti, in particolare ciò è profondamente vero nei mercati finanziari dove la quantità e la qualità delle informazioni è fattore costitutivo, in via diretta o indiretta, degli stessi valori oggetto delle negoziazioni.

In estrema sintesi: le discipline consumeristiche di fine millennio tentano di riprodurre lo schema logico fondato sul consenso come espressione di volontà per fondare l'efficacia delle regole contrattuali e individuare un relativo criterio d'imputazione. A tale scopo, stanti i caratteri delle negoziazioni c.dd. *business to consumer*, è adottata la tecnica esattamente opposta

---

<sup>60</sup> Sulla opportunità di tale distinzione F. DENOZZA, *I conflitti d'interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, cit., 148 ss.; R. DI RAIMO, *Forme di controllo e profilo funzionale dei poteri dispositivi sul patrimonio (tra regole dei rapporti e regole dell'attività)*, in *Rass. dir. civ.*, 2004, 328 ss.



rispetto a quella propria del contratto quale categoria ordinante sia all'origine del diritto privato moderno che a seguito del suo profondo ripensamento mosso dal rapido sviluppo economico e dalle numerose scosse sociali e politiche che segnano la storia dell'Europa nel XX secolo. Registrata l'impossibilità di fondare sul consenso effettivo l'efficacia di contratti connotati da squilibrio strutturale, da asimmetria informativa e da modalità di conclusione spersonalizzate o comunque da assenza di trattative, il legislatore europeo ricorre a sistemi di presunzioni basate sul rispetto di oneri formali e procedurali<sup>61</sup>. La conservazione del criterio d'imputazione costituito dal consenso, e con esso della relativa categoria, è perseguita attraverso il ribaltamento del modello causalistico. Non a caso, all'affermazione del c.d. neoformalismo e alla proceduralizzazione del consenso si accompagna la perdita di centralità della causa.

La crisi economica fornisce l'evidenza dei limiti di tale modello, certamente con riguardo ai contratti finanziari. Essa evidenzia in particolare l'infungibilità del consenso in quanto tale, ove esso ovviamente sia possibile, e l'inutilità, a tale fine (ove esso non sia possibile), dell'informazione usata per indurre consapevolezza. Il confine al quale si è prima accennato, tra regole dei rapporti e regole dell'attività, profila un mercato oggettivamente trasparente a beneficio di tutti gli operatori professionali e istituzionali entro il quale i clienti concludono contratti adeguati al loro interesse in quanto correttamente consigliati da intermediari operanti al loro servizio. Ciò sconta tuttavia la rinuncia proprio all'idea del consenso consapevole e autoresponsabile, inseguendo invece la quale il confine sfuma e si genera esattamente il pasticcio che connota il mercato attuale – quello della crisi – ove i termini si presentano capovolti: un mercato oggettivamente opaco entro il quale i clienti concludono contratti dovendo apprezzare da sé la propria convenienza sulla base di dati e informazioni spesso copiose ma per essi non comprensibili, senza che sia data loro la possibilità di sottrarsi alla propria (auto)responsabilità invocando vizi del consenso sostanziali

---

<sup>61</sup> R. DI RAIMO, *Sub art. 1428*, cit., 72.

giacché la validità è assicurata (al professionista) sol che siano rispettati oneri e scansioni procedurali<sup>62</sup>.

b) Se quanto detto può valere in via generale, per tutti i contratti aventi il carattere della finanziarietà, ben più evidenti si mostrano le ragioni d'ineadeguatezza con riguardo alla finanza derivata e, nei suoi confini, con riferimento specifico alle contrattazioni cc.dd. *over the counter*.

È stato esattamente osservato che in queste ultime contrattazioni è alterato lo schema tipico, in funzione del quale è generalmente intesa la figura dell'intermediario finanziario: controparte professionale necessaria a tutela dell'efficienza e della trasparenza dei mercati nonché dell'adeguatezza (o appropriatezza) delle negoziazioni, in primo luogo nell'interesse dei clienti<sup>63</sup>. Secondo tale semplice schema, l'intermediario contratta con il cliente il contenuto di attività che egli svolgerà, per conto del medesimo cliente, aventi a oggetto prodotti presenti sui mercati. Detto in altre parole, sotto il profilo strutturale l'oggetto delle negoziazioni è costituito da prodotti liquidi riferibili a operazioni economiche di soggetti terzi; sotto il profilo funzionale, l'intermediario non ha un interesse proprio nelle operazioni espresse dai prodotti negoziati, alle quali, operazioni, partecipa il cliente. A questa stregua è predicabile una terzietà dell'intermediario rispetto ai prodotti da lui negoziati che, a ben vedere, è connaturata con la *ratio* della funzione e costituisce, per ciò stesso, *condicio sine qua non* del suo corretto esercizio.

La contrattazione *over the counter* non è riconducibile a questo schema. Lo *swap* – l'*Interest Rate Swap* per usare un esempio più di altri praticato da letteratura e giurisprudenza – è qualificabile come prodotto finanziario ed è in quanto tale venduto dall'intermediario al cliente<sup>64</sup>. È tuttavia, altresì, un contratto del quale l'intermediario è parte in proprio essendo peraltro parte anche del sottostante rapporto al quale lo strumento è solitamente collegato. La contrattazione in sé esprime dunque un conflitto di interessi

---

<sup>62</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 34 ss.; A. JANNARELLI, *Il contraente-risparmiatore*, cit., 65.

<sup>63</sup> Sul punto, F. SARTORI, *Le regole di condotta*, cit., 164 ss.; Id., *Prodotti finanziari illiquidi (O.T.C.): il fattore giurisprudenziale e l'evoluzione normativa degli obblighi informativi*, cit., 144 ss.

<sup>64</sup> D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in Id. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 13 ss.

strutturale<sup>65</sup>. Un conflitto assolutamente fisiologico in quanto descrittivo di un'operazione economica – quella espressa dallo strumento – costruita prevalentemente sul modello (non propriamente dello scambio ma) dell'efficacia corrispettiva; e però patologico là dove prospetta altresì la sovrapposizione, a tale rapporto e alla funzione retributiva di esso propria, di un ulteriore rapporto (di consulenza)<sup>66</sup>; ciò a maggior ragione dove gli obblighi del consulente siano attuativi di una funzione di protezione dell'interesse di controparte sancita dalla legge.

Se dunque – come una recente, nota decisione della Corte d'Appello di Milano<sup>67</sup> ha condivisibilmente argomentato – il principio *caveat emptor* non è mai compatibile con contrattazioni collocabili nell'area funzionale dell'art. 21 TUF, a maggior ragione quando la terzietà dell'intermediario è esclusa dai caratteri stessi della contrattazione il consenso non è eligibile a criterio di validità e di riferibilità di vincoli contrattuali, neanche qualora sia formato a mezzo di informazioni ampie ed esaustive<sup>68</sup>.

c) Sul piano della disciplina applicabile e dei rimedi si misura infine la ricaduta pratica della prospettata qualificazione dell'intermediario in termini di Ufficio di diritto privato<sup>69</sup>. Su questo piano, altresì, si manifesta una chiara necessità di rivedere o anche di mutare radicalmente talune tra le principali categorie di riferimento.

Abbandonata l'idea del consenso informato, e perciò stesso autoresponsabile, in favore di quella dell'autonomia assistita, in apice il problema muta. Non ci si chiede più, soltanto, quali siano le condizioni di vincolatività del consenso ma, altresì e soprattutto, quali indici consentano di

---

<sup>65</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologie e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 54 ss.; M. SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *www.dirittobancario.it.*, 2013, 27.

<sup>66</sup> D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 779 ss.

<sup>67</sup> App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit., 298.

<sup>68</sup> Anche per questa ragione sono state manifestate perplessità in ordine alla stessa possibilità di applicare agli *interest rate swap* conclusi tra banche e clienti la disciplina in materia di dichiarazione di operatore qualificato, la quale ha a suo presupposto esattamente l'eligibilità del consenso a criterio di imputazione da sé sufficiente del regolamento negoziale alla parte che lo ha manifestato: M. SEMERARO, *Dichiarazione di operatore qualificato e meritevolezza dei derivati OTC*, in *www.dirittobancario.it.*, 2013.

<sup>69</sup> Nella prospettiva della inutilità dei rimedi basati sull'effettività del consenso R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 61 ss.

ravvisare l'abuso dell'intermediario ovvero in quali termini si possa reputare giustiziabile la situazione soggettiva del cliente. Poco più a valle occorre nuovamente distinguere tra il piano generale dei rapporti tra intermediario e cliente e la ristretta area delle negoziazioni di prodotti derivati *over the counter*.

L'uno, il piano generale, è scena di un significativo mutamento di strumenti conoscitivi e valutativi. Per dirla in breve: la natura discrezionale del potere dell'intermediario presuppone l'esistenza di una norma che ne orienti la funzione. Norma che per ciò stesso anzitutto definisca, oltre la generica previsione dell'art. 41 Cost., il contenuto specifico della situazione di autonomia contrattuale ascrivibile al medesimo intermediario. Ancora una volta: *nihil sub sole novi*. Già da tempo è stato acquisito – e ripetutamente affermato e argomentato da una antivedente dottrina<sup>70</sup> – che l'autonomia (meglio, l'iniziativa)<sup>71</sup> privata non ha fondamento unitario: se ne può certamente rintracciare un elemento comune nell'art. 41 Cost., ma poi, volta per volta, esso è integrato – secondo gli interessi coinvolti – da altre norme talsì da assumere diverso senso<sup>72</sup>. A questa stregua, per ben qualificare, è necessario ad esempio distinguere il fondamento dell'autonomia a contenuto non patrimoniale, in quanto integrato dai principi fondamentali degli artt. 2 e 3 Cost., come pure quello della c.dd. autonomia della pubblica amministrazione, integrato dagli artt. 97 ss. Così l'attività negoziale dell'intermediario trae il proprio senso specifico dall'art. 47 Cost.<sup>73</sup>; rispetto a questa norma e al valore da essa dedotto, tale attività è poi – come ripetutamente detto – in senso stretto funziona-

---

<sup>70</sup> P. PERLINGIERI-C. DONISI, *Autonomia negoziale ed autonomia contrattuale*, in P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, 5<sup>a</sup> ed., Napoli, 2005, 341 ss.; P. PERLINGIERI, *Autonomia privata e diritti di credito*, in A. BELVEDERE-C. GRANELLI, *Confini attuali dell'autonomia privata*, Padova, 2001, 93 ss.

<sup>71</sup> P. PERLINGIERI, *I mobili confini dell'autonomia privata*, in Id., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, cit., 20; Id., *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, cit., 139.

<sup>72</sup> Sulla variabilità del contenuto della libertà d'iniziativa economica privata in relazione al contesto assiologico di riferimento R. DI RAIMO, *Il «diritto privato» delle funzioni pubbliche: note sui più recenti sviluppi di una tendenza*, in R. FAVALE-B. MARUCCI (a cura di), *Studi in memoria di Vincenzo Ernesto Cantelmo*, Napoli, 2003, 683 ss., spec. 703 ss.

<sup>73</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 69 ss. Più in generale, S. AMOROSINO, *Principi «costituzionali», poteri pubblici e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in Id. (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 8 ss., per il quale l'art. 47 cost. offre una «copertura costituzionale» al sistema di disciplina di settore delineato dalla legge bancaria del 1936 (p. 9).

lizzata per il tramite dell'art. 21 TUF e, per ciò stesso, costituisce il parametro sulla base del quale è valutabile il corretto esercizio del corrispondente potere discrezionale.

Già sul piano generale si coglie un deciso cambio di rotta rispetto alla libertà contrattuale mossa dal consenso, come pure rispetto a quella legittimata dall'informazione. Se, come detto, dato rilevante è la giustiziabilità della condotta controfunzionale dell'intermediario, non si può mai reputare sufficiente la valutazione sulla modalità di formazione della volontà contrattuale del cliente avendo riguardo semmai all'adempimento di obblighi informativi. Necessario e, diremmo, decisivo è invece un giudizio sulle ragioni che hanno orientato la concreta attività di consulenza svolta dall'intermediario <sup>74</sup>.

Traducendo in termini sintetici: agire funzionale – discrezionalità – giustiziabilità – motivazione <sup>75</sup>. Questo percorso, evidentemente incompatibile con le categorie tradizionali del contratto come pure con quelle introdotte dalle discipline consumeristiche, emerge da una interpretazione certamente già ricavabile dal sistema prima della crisi economica. Dopo la crisi tuttavia ne può apparire più chiaramente la fondatezza, alla luce del fallimento di prevalenti interpretazioni in vario modo ispirate dai dettami dell'economia neoclassica.

Per concludere, su questo piano, resta possibile un'osservazione. Tutto il discorso ha a oggetto il consenso come criterio di validità e di riferibilità di regole di autonomia privata. Validità e riferibilità che innanzitutto dipendono, come di regola, dalla struttura del potere dispositivo (dalla generale capacità o dalla specifica legittimazione) e dalla concreta modalità del suo esercizio. La differenza tra abuso ed eccesso di potere formalizzata per la prima volta nella disciplina della rappresentanza articolata dal codice del 1942, trova ragione nell'adozione per i fini di tale disciplina del modello della rappresentanza volontaria. L'agire per conto altrui sconta infatti

---

<sup>74</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 72.

<sup>75</sup> D'altronde, la previsione dell'obbligo di motivazione quale strumento utile per gestire il fenomeno non è sconosciuta alla nostra legislazione in materia di intermediazione: lo ricorda, a proposito delle ipotesi di conflitto degli intermediari polifunzionali (art. 9 della legge sulla tutela del risparmio), F. MERUSI, *Il conflitto di interessi fra tutela del risparmio e normativa comunitaria*, in *Banca impresa società*, 2008, 183 ss.

l'origine soggettiva della funzione, l'abuso non può perciò non fare i conti con la posizione dei terzi in buona fede. L'eccesso di potere assume invece rilievo oggettivo. Eccesso sta per carenza rispetto all'atto compiuto e il rimedio non può che essere in via di principio l'inefficacia. Il codice dunque distingue; e la distinzione è senz'altro opportuna per la rappresentanza volontaria<sup>76</sup>. Lo stesso non vale per la rappresentanza legale – e non a caso la disciplina dei casi delineati nel libro I del codice non soffre la limitazione della riconoscibilità del conflitto da parte dei terzi<sup>77</sup> – dove eccesso e abuso coincidono poiché anche la funzione ha rilievo oggettivo<sup>78</sup>.

Nella rappresentanza legale trova un proprio paradigma la figura dell'Ufficio di diritto privato. Dunque, fintanto che si discuta di corretto esercizio della funzione di intermediazione, le ipotesi patologiche seguono l'alternativa tra inefficacia (rimedio per l'eccesso di potere del rappresentante)<sup>79</sup> e non imputabilità ovvero rifiutabilità degli effetti (disciplina dell'eccesso di potere del mandatario)<sup>80</sup>. Non vi è spazio invece per profilare la viola-

<sup>76</sup> Per tutti, S. PUGLIATTI, *Abuso di rappresentanza e conflitto di interessi*, in Id., *Studi sulla rappresentanza*, cit., 278, il quale distingue nettamente i piani dell'eccesso e dell'abuso di potere, motivando la riconduzione del conflitto di interessi al secondo in forza della peculiare forma di illegittimità del potere rappresentativo determinata da tale vizio, riconosciuto quale causa dello svuotamento di funzione della rappresentanza. L'accertamento di un'attività «rispondente a quella alla quale [il rappresentante] è tenuto» ma svilita della propria funzione giustificerebbe il ricorso alla figura dell'abuso che presuppone «[quell'] identità esteriore della rappresentanza per cui l'atto abusivo si mantiene formalmente entro i limiti stabiliti».

<sup>77</sup> C. DONISI, *Il contratto con se stesso*, Napoli, 1992, 203 ss.

<sup>78</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 76 ss.

<sup>79</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit. Un importante spunto in questa direzione si rintraccia nel celebre saggio di G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, e in *Scritti giuridici*, II, *Diritto delle società*, Padova, 1992, 368 ss., ove, con riguardo al problema del diritto dei soci al rispetto delle partecipazioni reciproche, individuata nel contratto sociale la regola conformativa del rapporto (ma potremmo forse anche dire la regola contenente la specificazione di un rapporto delineato dalla legge): «Qui non vi è luogo a ricerca e a definizione dei limiti di un potere della maggioranza in rapporto a canoni positivi di condotta (...) vi è luogo solo alla negazione del potere e di ogni legittimazione. Non vi è quindi luogo ad impugnabilità ma ad inefficacia» (p. 374).

<sup>80</sup> D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, cit., 63 ss., il quale ricollega alla presenza del conflitto di interessi tra intermediario e cliente la inefficacia del contratto sulla base dell'art. 1711 c.c. nei casi nei quali l'intermediario «compie l'operazione quando doveva astenersi o senza il prescritto consenso dell'investitore». V'è da osservare che una volta ricondotta la valutazione delle condotte alla funzione (di cura dell'interesse) non appare necessaria la prospettazione di specifici obblighi di astensione, espressamente previsti o

zione di regole di mera condotta<sup>81</sup>. Per fare ciò – come una giurisprudenza assai nota ha reputato infelicemente di fare<sup>82</sup> – è necessario presupporre la valenza autonoma del consenso, sia pure procedimentalizzato, e la correlativa piena autoresponsabilità del cliente.

Tornando a guardare alla ristretta area delle contrattazioni *OTC*, si mostra con chiarezza il peso del conflitto strutturale poc'anzi menzionato. La mancanza originaria di terzietà dell'intermediario conduce di per sé a escludere il corretto esercizio della funzione qualora i caratteri del contratto stipulato non esprimano un'oggettiva attitudine coerente con l'interesse ascrivibile al cliente. In questo senso sembra tra l'altro sostanzialmente orientata la CONSOB quando distingue gli *swap* di copertura da

---

ricavati interpretativamente. Ancora, in questa prospettiva, l'efficacia dell'autorizzazione dell'investitore è riguardabile, piuttosto che come quella di un'istruzione del mandante, alla stregua della ratifica di cui all'art. 1711 (e 1399 in presenza di potere rappresentativo); come efficacia, cioè, pienamente legittimante soltanto *a posteriori*, al momento della (accettazione della) imputazione del risultato dell'attività: prima di tale momento prevale la funzione, sul contenuto della quale neanche l'interessato può incidere.

<sup>81</sup> Cfr. S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati, fra trasparenza e causa*, cit., 235 ss.

<sup>82</sup> Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, c. 1105 ss., con nota di E. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*, nella quale la Corte aderisce alla tradizionale distinzione tra regole di validità e regole di condotta (sulla quale, v. per tutti, G. D'AMICO, *Regole di validità e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996, *passim*; *Id.*, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 37 ss.); esclusa l'applicabilità dell'art. 1418, comma 1, c.c. alle ipotesi di violazione delle regole di condotta, sul presupposto che la nullità per contrarietà a norme imperative implica l'afferenza di queste ultime a elementi strutturali della fattispecie negoziale, essa afferma che gli obblighi imposti all'intermediario dalla disciplina di settore attengono alla fase precontrattuale, con la conseguenza che la relativa inosservanza esporrebbe l'intermediario al risarcimento del danno (*ex art. 1337*) causato dalla conclusione di un «contratto valido ed efficace ma sconveniente». Successivamente, le note sentenze Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 2725, in *Foro it.*, 2008, I, c. 785 ss., affrontano *funditus* la questione delle conseguenze civilistiche derivanti dalla infrazione delle regole di condotta dell'intermediario, ribadendo e sviluppando l'orientamento pregresso. I giudici di legittimità, infatti, scavano ulteriormente il solco della rigida partizione tra regole di validità e di comportamento, sostenendo la sottoposizione (senza eccezioni) a responsabilità precontrattuale o contrattuale degli intermediari, a seconda della fase negoziale cui attengono le regole che si asseriscono violate. Tra i commenti critici più significativi a queste ultime v. A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, cit., 393 ss.; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 403 ss.; F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in *Dir. fall.*, 2008, I ss.; v. altresì, recentemente, l'ampio ed esaustivo approfondimento di G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013, 20 ss.

quelli speculativi<sup>83</sup> sulla base di caratteri contenutistici in realtà indicativi non già della presenza o no di una causa puramente aleatoria bensì della proporzionalità e della ragionevolezza del rischio assunto dalle parti<sup>84</sup>. Risultato è la prospettazione di una ipotesi di pericolo di conflitto assimilabile a quella dell'art. 1471, n. 3, c.c.<sup>85</sup>, con conseguente annullabilità del

---

<sup>83</sup> Nelle trattazioni in materia di *interest rate swap*, comune è il riferimento alla distinzione tra tipologie con funzioni c.dd. speculative e di copertura: per tutti, S. PAGLIANTINI-L. VIGORITI, *I contratti di «swap»*, in G. GITTI-M.R. MAUGERI-M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa*, II, *Banca, mercati e società*, Bologna, 2012, 194; E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 541 ss. e, con particolare riguardo ai derivati su credito, sempre *Id.*, *Note sui derivati creditizi market failure o regulation failure?*, *ivi*, 2009, 652 ss.; F. SARTORI, *Prodotti finanziari illiquidi (O.T.C.): il fattore giurisprudenziale e l'evoluzione normativa degli obblighi informativi*, in F. CORTESE-F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, cit., 157 ss.; *Id.*, *Divagazioni in tema di causa del contratto municipale (alieno) derivato*, in *Riv. dir. priv.*, 4, 2013, 501 ss.; R. TAROLLI, *I derivati o.t.c. tra funzione di copertura e problemi di asimmetria*, in F. CORTESE-F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, cit., 111 ss. Incerta è, tuttavia, l'esistenza di una netta linea di demarcazione tra funzione di copertura e di speculazione: R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 44 ss. e D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it), 3, 2013.

<sup>84</sup> In particolare, nelle Comunicazioni Consob nn. DI/98065074 del 6 agosto 1998, DI/99013791 del 26 febbraio 1999 e DEM 1026875 del 11 aprile 2001, si precisa che sono da considerarsi stipulate con finalità di copertura le operazioni che: a) siano «esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità di base»; b) presentino una «elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso di interesse, tipologia) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine». Sulla base di tali Comunicazioni si è affermato che la distinzione tra *swap* con funzione speculativa e *swap* con funzione di copertura non dovrebbe rilevare tanto sul piano causale, quanto su quello della individuazione di aree di contrattazioni diverse: l'una riservata agli intermediari, l'altra agli intermediari e ai clienti; in questo senso M. SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, cit., 12.

<sup>85</sup> Sui due gruppi di ipotesi articolati dall'art. 1471 c.c. v. M. SEMERARO, *Divieti speciali di comprare e conflitto di interessi*, in P. PERLINGIERI-S. POLIDORI (a cura di), *Domenico Rubino*, II, *Singole fattispecie negoziali*, Napoli, 2009, 123 ss. Nel primo, il divieto colpisce chi pone in essere l'atto di autonomia nell'esercizio di una funzione pubblica; nel secondo il medesimo divieto riguarda chi pone in essere l'atto nell'esercizio di un ufficio di diritto privato ovvero in qualità di rappresentate volontario. Nell'un caso la sanzione prevista è quella della nullità, nell'altro della annullabilità. Nonostante il diverso regime sanzionatorio, ricostruisce in modo unitario la *ratio* della disposizione D. RUBINO, *La compravendita*, in A. CICU-F. MESSINEO (diretto da), *Trattato di diritto civile e commerciale*, rist. 2ª ed., Milano, 1971, 13 ss., il quale osserva che scopo della norma è «di tutelare l'interesse del rappresentato o dell'amministrato, evitando che il rappresentante o amministratore, nel conflitto di interessi, curi il proprio (...) a discapito dell'altro». Cfr. D. BARBERO, *Sistema istituzionale del diritto privato italiano*, Torino, 1962, 130; G. MIRABELLI, *Dei singoli contratti*, in *Commentario al codice civile*, VI, 3, Torino, 1968, 19 s.; F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1971, 131; C.M. BIANCA, *La vendita e la permuta*, Torino, 1972, 99 ss.; G.B. FERRI, *Vendita (in generale)*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, XI, 3, Torino, 2000, 190; A. LUMINOSO, *La compravendita*, 5ª ed., Torino, 2006, 23 ss., i quali limitano il riferimento al conflitto di interessi ai nn. 3) e 4) dell'art. 1471 c.c. probabilmente sulla base della considerazione della



contratto a prescindere dalla prova concreta di un abuso attuale e, comunque, in aggiunta ai detti rimedi della inefficacia e della rifiutabilità degli effetti.

Ancora, se, come già detto, in via generale il rilievo dell'informazione è affievolito dall'inversione di responsabilità in ordine alle scelte operate dal cliente con l'assistenza dell'intermediario e se ciò conduce a profilare l'esigenza di motivazioni congrue, tali da assicurare la giustiziabilità dell'operato discrezionale del medesimo intermediario, ciò è a maggior ragione da affermare nelle contrattazioni *OTC*. Segnatamente, a fronte della impenetrabilità dei contenuti spesso propria dei contratti di *Interest Rate Swap*, una recente quanto significativa decisione della Corte d'Appello di Milano ha collocato l'informazione nell'area della causa del contratto <sup>86</sup>. Considerati i caratteri dell'operazione economica, che sempre si fonda su una scommessa, tale attività informativa dovuta a pena di nullità (per mancanza di causa, nella costruzione della Corte <sup>87</sup>) viene specificamente individuata nella esibizione dei c.d. scenari probabilistici, i quali rappresentano graficamente le probabilità dei possibili esiti dell'operazione medesima. Ebbene – di là dalle necessarie osservazioni sulla causa di questi contratti, alla quale si accennerà più avanti, e nonostante proprio questa decisione affermi a chiare lettere la natura di Ufficio di diritto privato dell'intermediario valorizzando impeccabilmente il disposto dell'art. 21 TUF – sembra che l'opinione abbia comunque quale presupposto un'idea della considerata autonomia negoziale ancora troppo imperniata sull'autoresponsabilità del cliente.

*Quid juris*, infatti, ove fosse riscontrabile una completa attività informativa? Nell'ottica di quanti attribuiscono un ruolo decisivo alla comunicazione al

---

sanzione quale conseguenza tipica di una fattispecie altrettanto tipica. Sotto tale ultimo profilo v. P. PERLINGIERI, *Regole del mercato e tutela dell'investitore: riflessioni a margine della MiFID*, in *Corti pugl.*, 2008, I, 473 ss. (anche in *Scritti in onore di Franco Di Sabato*, Napoli, 2009), ove si afferma che «forse occorrerebbe riflettere sull'opportunità di concepire il rimedio quale reazione tassativamente collegata alla violazione di un interesse tipico (...). Il rimedio è un utensile che va adeguato all'interesse che si intende tutelare e che è riconosciuto dall'ordinamento».

<sup>86</sup> App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit.

<sup>87</sup> Ineccepibile l'approdo (la nullità), discutibile la via. Il contratto è nullo, ma la causa c'è ed è lecita: R. DI RAIMO, *Interest rate swap*, cit., 317. V., altresì, M. SEMERARO, *Copertura e speculazione*, cit., 13 ss.

cliente degli scenari probabilistici – vuoi per la consapevolezza del consenso, vuoi per l'esistenza stessa della causa – si dovrebbe dire che il contratto è valido senza riserve. L'alternativa inerente alla validità o no resta cioè quella direttamente connessa al rispetto di oneri formali, nella già menzionata logica della procedimentalizzazione del consenso. Ciò che non sembra affatto adeguato alla menzionata qualificazione dell'intermediario ai sensi dell'art. 21 TUF.

Ove la responsabilità in ordine ai contenuti della negoziazione fosse invece coerentemente collocata sull'intermediario, quale riflesso dell'esercizio della funzione sua propria, l'informazione semmai anche tramite gli scenari probabilistici assumerebbe più facilmente rilievo di elemento di giudizio *a posteriori* in ordine alla motivazione di tale esercizio. Il contratto è valido se la funzione risulta correttamente esercitata; non lo è se, sulla base di tutti i possibili strumenti conoscitivi e a prescindere dall'informazione che il cliente ha ricevuto, risulta chiaramente inidoneo a realizzare l'interesse di quest'ultimo<sup>88</sup>. Piuttosto che riprodurre la finzione del consenso consapevole – quali che siano la chiarezza e la forza persuasiva dell'informazione data – si dovrebbe dunque valutare, a fronte dell'interesse del cliente come percepibile a monte, ciò che poteva e doveva sapere l'intermediario, responsabile del perseguimento di tale medesimo interesse.

---

1126

##### **5. - Questione di principi: fondamento normativo e regole di vertice dell'iniziativa privata nei mercati finanziari. Diversità di piani e convergenza di ispirazione (dopo la crisi) della prospettiva interna al sistema costituzionale con quella europea e statunitense.**

In sintesi, quale che sia il ruolo assegnato all'informazione e quale lo strumento informativo reputato più idoneo – che si costruisca il consenso sulla pura volontà o sulla razionalità o infine sull'educazione dell'operatore non professionale – vi è al fondo una opzione che ineludibilmente investe il modo d'intendere l'autonomia privata: da un lato, il suo fondamento normativo; dall'altro lato, il suo ruolo di formante del tessuto

---

<sup>88</sup> R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 66 ss.

normativo dei mercati finanziari. È del resto, la medesima ispirazione che accomuna la disciplina europea (EMIR) e quella americana (Dodd Frank). La cosa si può osservare sia a monte che a valle delle discipline costituzionali dell'autonomia privata. Entrambe le prospettive si possono reputare rilevanti.

Guardando da valle, appare chiaramente che l'iniziativa privata non si esaurisce nell'insieme, per quanto di per sé multiforme, dei fenomeni conoscibili attraverso gli schemi concettuali modellati sugli artt. 1325 ss. c.c. A tali schemi si sottrae ad esempio, almeno in parte e sicuramente per ciò che riguarda la vincolatività, l'iniziativa non patrimoniale. E ad essi si sottrae altresì la cospicua parte di disciplina dell'iniziativa economica che affonda le proprie radici (non già nei codici civili ottocenteschi, luogo di traduzione normativa della teoria del negozio giuridico e del diritto soggettivo bensì) nei codici di commercio. Per riprendere almeno in parte esempi noti, la procura – ignota al codice civile del 1865 – è atto che sfugge agli schemi tipici dell'atto negoziale; come pure ad essi sfuggono l'atto d'impresa, i contratti associativi, gli atti costitutivi di società unipersonali o istitutivi di «patrimoni dedicati a un singolo affare». Si tratta di atti che, ciascuno con le proprie peculiarità, hanno in comune un carattere essenziale dell'effetto: incidono sulla disciplina oggettiva di attività, eventuali o programmate, in ragione della (predeterminazione e) oggettivazione di un interesse e della corrispondente funzione.

Sotto altro profilo, la tradizionale area dell'autonomia privata negoziale ha come carattere suo proprio quello della tendenziale libertà dell'agire, correlata all'imprevedibilità dell'interesse soggettivo dell'agente. Sia che si voglia intendere tale libertà come espressione di una sfera di potere autolegittimato, sia che la si voglia intendere invece come espressione e con i limiti di un diritto al pieno e libero svolgimento della personalità individuale, le situazioni soggettive attive afferenti a quest'area si caratterizzano per la disponibilità e, dunque, per la facoltatività. L'area della quale si tratta ha invece quale carattere essenziale quello della predeterminazione dell'interesse da perseguire e, dunque, della centralità della corrispondente funzione. Le relative situazioni attive sono connotate dalla doverosità propria del potere discrezionale.

È, ancora, necessaria una precisazione. La figura dell'Ufficio di diritto

privato nasce intorno alla metà dello scorso secolo in relazione ad aree che la coscienza collettiva avvertiva più prossime al diritto pubblico: così, i diritti della famiglia e dei minori. Non a caso aree contenenti discipline proprie del potere rappresentativo. Merito del già richiamato pensiero di Salvatore Pugliatti è di elaborarne i contenuti rendendola impiegabile in ragione della natura degli interessi. Essa non è comunque sovrapponibile con la figura generale del mandatario ovvero del rappresentante nella rappresentanza volontaria. La natura del potere gestorio del mandatario (e del rappresentante in virtù di procura) è il riflesso della natura del potere del mandante. Dunque, vi è ugualmente gestione, ma manca qualsiasi oggettività della funzione. La gestione si svolge esclusivamente nell'interesse del mandante ed è rappresentabile in termini di esercizio della facoltà del *dominus* di autoregolamentarsi secondo il proprio interesse disponibile, non predeterminato né predeterminabile. Si ripete, l'interesse che l'intermediario deve perseguire è invece indicato dalla legge. Né il mandatario (che sia o no rappresentante) né il *dominus* possono disporre: si tratta perciò di agire funzionale.

---

1128

#### **6. - Ruolo della causa e dell'oggetto e caratteri funzionali della finanza derivata. Conclusioni minime.**

In perfetta corrispondenza con la tradizionale alternativa tra forma e causa quali metodi di controllo degli atti di autonomia privata, alla perdita di centralità degli oneri formali (forma e informazione) delineati dai procedimenti formativi consumeristici tende a corrispondere un recupero di rilievo della causa<sup>89</sup>. Sia pure limitandosi all'essenziale un cenno al profilo c.d. statico è perciò necessario per delineare un quadro compiuto.

---

<sup>89</sup> Editoriale di R. DI RAIMO, *La causa: da epicentro dell'autonomia privata a caro estinto e ritorno*, in *Giustiziacivile.com*, 25 marzo 2014, 4. Il ritorno alla causa è testimoniato dal diritto applicato (per il quale ampiamente *infra*) esattamente in materia di *interest rate swap*: così, *ex multis*, oltre alla più volte citata sentenza della Corte di Appello di Milano del 2013, Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), ove si afferma che la «causa quale elemento essenziale del contratto non deve essere intesa come mera ed astratta funzione economico sociale (...) bensì come sintesi degli interessi reali che il contratto è diretto a realizzare, e cioè come funzione individuale» sicché nel caso in cui un contratto di swap sia «strutturato in modo tale che, concretamente, uno dei contraenti (...) ben difficilmente avrebbe potuto beneficiarne (...), evidentemente è privo di causa in concreto».

La specificità, elemento comune, del profilo funzionale dei contratti derivati si coglie a un primo sguardo: essi regolano rischi, talvolta preesistenti in quanto strettamente e unicamente correlati a operazioni esterne al rapporto contrattuale, altre volte appositamente creati a mezzo dei medesimi contratti. A questo elemento e a ciò che a esso più strettamente attiene limiteremo l'attenzione articolando pochi rilievi.

L'approccio rispetto alla funzione di questi prodotti ha conosciuto, nel decennio a cavallo tra il primo e il secondo millennio, una stagione di prevalente agnosticismo. Dominanti due ordini di considerazioni: la finanziarietà è in sé carattere causalmente giustificativo di qualsiasi transazione che abbia a oggetto esclusivamente denaro<sup>90</sup>; la finanza derivata è strumento che direttamente o indirettamente (a mezzo della c.d. finanza strutturata) consente una allocazione efficiente del rischio finanziario<sup>91</sup>. Allocazione efficiente poiché operata con le regole spontanee e la forza ordinatrice (la mano invisibile) del mercato e dunque adeguata nella prospettiva anche degli operatori al dettaglio oltre che, ovviamente, del sistema. Semmai, a fronte di evidenti disfunzioni (*i.e. market failures*) c'è sempre la disciplina tagliata sul modello consumeristico a garantire il recupero dell'autoresponsabilità quale criterio sanante. A questo approccio, come detto prevalente in dottrina, faceva eco una giurisprudenza assai timida, intenta nella ricerca – quasi sempre frustrata – degli estremi per annullare per conflitto d'interessi<sup>92</sup>; privata della possibilità di ricorrere alla nullità

---

<sup>90</sup> G. NAVONE, *Le opzioni finanziarie*, in G. DINACCI-S. PAGLIANTINI (a cura di), *I contratti per il finanziamento dell'impresa*, in E. PICOZZA-E. GABRIELLI (diretto da), *Trattato di diritto dell'economia*, vol. VII, Padova, 2009, 287 ss.

<sup>91</sup> E. BARCELONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 6, 652 ss.; Id., *Strumenti finanziari*, cit., 541 ss.

<sup>92</sup> V., ad esempio, Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giust. civ.*, 2006, I, 1526 ss., secondo la quale «in materia di contratti di compravendita di valori mobiliari, la violazione da parte della società di intermediazione mobiliare del divieto di effettuare operazioni con o per conto del cliente nel caso in cui abbia, direttamente o indirettamente, un interesse conflittuale nell'operazione, a meno che non abbia comunicato per iscritto la natura e l'estensione del suo interesse nell'operazione ed il cliente abbia preventivamente ed espressamente acconsentito per iscritto all'operazione (...), non determina la nullità del contratto di compravendita successivamente stipulato, ma può dare luogo al suo annullamento ai sensi degli art. 1394 o 1395 c.c.»; o, ancora, Trib. Milano, 25 luglio 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 1227; Trib. Roma, 13 giugno 2005, in [www.iusexplorer.it/Dejure](http://www.iusexplorer.it/Dejure), il quale afferma che «il conflitto di interessi non ricorre automaticamente quando l'intermediario diviene controparte contrattuale del cliente nel negozio avente ad oggetto gli strumenti finanziari (...), né allorquando l'intermediario diviene portatore dell'interesse al conseguimento della commissione (...), ravvisandosi in tali

virtuale da una nota, già menzionata, decisione della Suprema Corte a sezioni unite<sup>93</sup>; spesso disorientata nel tentativo di verificare il contenuto dei requisiti di appropriatezza o adeguatezza delle operazioni economiche realizzate e per maggiore semplicità attratta dai rimedi di natura risarcitoria<sup>94</sup>.

Il quadro – quello dell’incidenza della crisi sulla validità applicativa delle tradizionali categorie dei contratti – si arricchisce nel riferimento all’oggetto. Pacificamente, nel solco dell’elaborazione risalente all’insegnamento dei Maestri del secondo dopoguerra, si reputa che l’oggetto sia la rappresentazione virtuale, prodotto dell’oggettivazione *sub specie juris* all’interno del contratto, di una utilità che si trova fuori di esso<sup>95</sup>. Il contratto derivato non ha fuori di sé nulla: non vi sono cioè un bene o un servizio, che vengano in esso descritti in qualità di oggetto. L’utilità ovvero il bene, il valore rappresentato dal contratto derivato è il contratto mede-

---

situazioni la normale contrapposizione di interessi delle controparti, che si verifica in tutti i rapporti contrattuali, ma occorre che l’intermediario abbia un interesse a trasferire al cliente quell’elevatissimo rischio che altrimenti correrebbe in proprio detenendo appunto quei titoli che il cliente acquisisce»; Trib. Mantova, 18 marzo 2004, in *Giur. it.*, 2004, 2115 ss., ove si legge che «ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 21 lettera a) e b) del d.lgs. n. 58 del 1998 e 28 del regolamento Consob 1 luglio 1998, n. 11522 che impongono all’istituto di credito di prestare i servizi di investimento con diligenza e di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, la banca è responsabile, in applicazione dell’art. 1394 c.c., quando nella veste di rappresentante ha perseguito interessi propri incompatibili con quelli del rappresentato conseguendo un’utilità che ha provocato un danno per il rappresentato». Cfr., i più recenti Trib. Milano, 14 febbraio 2009, in *Foro pad.*, 2009, I, c. 624: «In difetto di informazione e di successiva autorizzazione del cliente, il divieto legale a carico dell’intermediario di compiere l’operazione in presenza di un interesse in conflitto opera sul semplice presupposto della presenza dell’interesse in conflitto (situazione) ed indipendentemente dall’incidenza dell’interesse sulla condotta dell’intermediario (azione) o sui termini dell’operazione (risultato dell’azione)» e Trib. Milano, 18 febbraio 2009, in *www.ilcaso.it*.

<sup>93</sup> Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724, cit.

<sup>94</sup> Tra le decisioni più recenti, Cass. 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e resp.*, 2009, 503 ss., con nota di V. SANGIOVANNI; Cass. 4 settembre 2009, n. 19226, in *Rep. Foro it.*, 2009, voce *Intermediazione finanziaria*, n. 156. Fra le pronunce di merito, *ex multis*: Trib. Benevento, 28 gennaio 2010, in *Leggi d’Italia online*, e Trib. Bologna, sez. II, 5 febbraio 2008, *ivi*.

<sup>95</sup> L. CARIOTA FERRARA, *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*, Napoli, 1949, 624 ss.; E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1960, 79 ss.; P. PERLINGIERI, *I negozi sui beni futuri. La compravendita di «cosa futura»*, Napoli, 1962, 60 ss.; N. IRTI, *Oggetto del negozio giuridico*, in *Ass. D.I.*, Torino, 1965, 802 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale. Disposizioni preliminari – Dei requisiti del contratto*, in *Commentario al codice civile Scialoja-Branca*, Sub art. 1346, Bologna-Roma, 1970, 350 ss.; E. GABRIELLI, *La consegna di cosa diversa*, Napoli, 1987, 168; R. DI RAIMO, *Art. 1429, Errore essenziale*, in E. NAVARRETTA-A. ORESTANO (a cura di), *Dei contratti in generale. Artt. 1425-1429-bis e leggi collegate*, IV, in E. GABRIELLI (diretto da), *Commentario al codice civile*, Torino, 2011, 74 s.

simo, nel senso che qui tra il denaro (iniziale) e il denaro (finale) si trova esclusivamente un indice di riferimento esterno, ovvero un criterio per stabilire, al termine di un tempo dato o al verificarsi di un evento dato, quale sia il modo nel quale verranno regolamentati flussi di denaro tra le parti <sup>96</sup>.

Ancora, nell'esperienza dei sistemi di circolazione, circolano cose, prima, poi diritti sulle cose, infine anche crediti; questi ultimi all'esito di un faticoso percorso che ne ha condotto la qualificazione tra i beni oggetto di diritti <sup>97</sup>. Le operazioni compiute dall'ingegneria finanziaria a partire dagli ultimi anni del trascorso millennio pongono di fronte a "beni" che l'esperienza giuridica totalmente ignorava <sup>98</sup>. Rappresentando il credito come una medaglia, che sul fronte reca l'effigie della sua struttura giuridica e sul retro quella del rischio proprio della situazione giuridica creditoria, tale operazione si può sinteticamente descrivere come lo scollamento del rovescio dalla medaglia finalizzato alla sua autonoma circolazione. Autonomia vieppiù evidente nelle operazioni standardizzate, di finanza c.d. strutturata, là dove il medesimo rischio viene sezionato (è la tecnica dagli aziendalisti denominata *tranching*) e confezionato (c.d. *tailoring*) in prodotti poi commercializzati in quantità anche di molto eccedenti rispetto al valore del credito di riferimento.

Il quadro si compie poi quando, esattamente all'indomani della crisi, ha origine una linea di decisioni, in buona parte di Corti civili di merito, che affronta di petto il problema della causa e dell'oggetto dei contratti.

Gli esiti sono variamente apprezzabili. Certamente è tuttavia decisivo ai nostri fini che l'abbandono dell'approccio agnostico sia realizzato a mezzo

---

<sup>96</sup> P. FERRO-LUZZI, *Attività e "prodotti" finanziari*, cit., 143 s.; R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata*, cit., 43. Cfr. F. BOGHICCHIO, *Gli strumenti derivati: i controlli sulle patologie del capitalismo finanziario*, in *Contr. impr.*, 2009, 305 ss.; G. CARRIERO, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Dir. Banca*, 2009, 2, 202, il quale discorre di «tecniche virtuali di creazione del bene giuridico» per far coincidere quest'ultimo col contratto stesso.

<sup>97</sup> R. CICALA, *Cessione del credito*, in *Saggi sull'obbligazione e le sue vicende* (1969), rist. corretta, Napoli, 1990, 73 ss., note 21 ss. e testo corrispondente. V. altresì D. MESSINETTI, *Oggettività giuridica delle cose incorporali*, Milano, 1970, *passim*.

<sup>98</sup> In particolare, per una sintetica illustrazione della graduale incursione dell'ingegneria finanziaria nel settore del credito al consumo e dei mutui-casa, dagli inizi del XX secolo fino alla grande crisi dei *sub-prime*, v. D. IMMERGLUCK, *Private Risk, Public Risk: Public Policy, Market Development, and the Mortgage Crisis*, in *Fordham Urb. L.J.*, 2009, vol. 36, 447 ss.

del ritorno all'analisi funzionale operata con l'ausilio delle classiche categorie della causa e dell'oggetto. Tutti i decisori, dal Tribunale di Bari<sup>99</sup> alla Corte d'Appello di Milano<sup>100</sup> ai recentissimi Tribunali di Torino<sup>101</sup> e di Milano<sup>102</sup> – sia quelli che concludono per la nullità sia quelli rarissimi di segno opposto –, anziché affidarsi, come in precedenza<sup>103</sup> e come ancora il giudice amministrativo<sup>104</sup>, a improbabili mescolanze di consulenze finanziarie e analisi normative di carattere mai più che testuale, recuperano un'operazione che sembrava irrimediabilmente desueta: qualificano<sup>105</sup>.

A margine di queste decisioni la discussione anche dottrinale muta decisamente il proprio carattere. Tramonta la finanziarietà, dietro alla quale si guarda finalmente agli interessi concretamente perseguiti, termini apicali diventano copertura, speculazione e scommessa<sup>106</sup>. L'impenetrabilità del

---

<sup>99</sup> Trib. Bari, 5 gennaio 2012, in *www.dirittobancario.it*.

<sup>100</sup> App. Milano, 18 settembre 2013, cit.

<sup>101</sup> Trib. Torino 17 gennaio 2014, cit.; Trib. Torino, 24 aprile 2014, n. 2976, in *www.dirittobancario.it*.

<sup>102</sup> Trib. Milano, 4 aprile 2014, in *www.dirittobancario.it*.

<sup>103</sup> La giurisprudenza era solita aggirare l'ostacolo della qualificazione dell'operazione *sub specie juris* per lo più privilegiando un approccio formalista, tutto rivolto alla verifica della ricorrenza degli attributi minimi per l'applicazione della disciplina di volta in volta richiamata dalle parti: si veda Trib. Napoli, 22 marzo 2005, n. 3257, in *Contratti*, 2006, 113 ss., con nota di M.M. GAETA, ove, sul mero presupposto del *nomen*, ci si è limitati ad osservare genericamente che i *covered warrant*, riferendosi ad una attività sottostante, "appartengono al *genus* dei c.dd. strumenti derivati", donde per gli intermediari finanziari scaturisce l'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione rispetto alle caratteristiche del cliente, e, da ultimo, Trib. Lecce, 31 marzo 2010, ined., che focalizza l'attenzione sugli obblighi informativi, trascurando del tutto il profilo qualificatorio.

<sup>104</sup> Il riferimento è, nell'ordine, a Cons. Stato, 7 settembre 2011, n. 5032, in *Foro it.*, 2012, II, c. 69 e a Cons. Stato, 27 novembre 2012, n. 5962, in *Giur. comm.*, 2013, II, 357, con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*, *ivi*, 396 ss., sulle sorti dei contratti stipulati dal Comune di Pisa per la ristrutturazione del relativo debito: la prima pronuncia in astratto riconosce il potere della P.A. di recedere dal contratto non conveniente; la seconda, invece, in concreto lo nega affidandosi in prevalenza alla consulenza tecnica.

<sup>105</sup> Tra le altre pronunce v. anche Trib. Monza, 17 luglio 2012, *ivi*; App. Trento, 3 maggio 2013, *ivi*; Trib. Salerno, 2 maggio 2013, *ivi*; Trib. Bari, sez. II, 22 marzo 2010, in *Leggi d'Italia online*, ha dichiarato la nullità dei contratti su strumenti finanziari derivati collegati a valori mobiliari, tassi d'interesse e valute o indici su tali valori non quotati su mercati regolamentati «per indeterminazione od indeterminabilità dell'oggetto». Nello stesso senso, già App. Lecce, 28 gennaio 2009, in *Foro it.*, 2009, I, c. 2209 ss., e Trib. Brindisi, 29 dicembre 2004, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, II, 361 ss., con nota di L. PICARDI, *La negoziazione di strumenti finanziari derivati fra codice civile e legislazione speciale*.

<sup>106</sup> Emblematica è la ricorrenza, nelle prevalenti costruzioni dottrinali, della equiparazione del derivato alla scommessa: D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 604;



contenuto, espresso da formule algebriche quasi sempre incomprensibili anche allo stipulante professionista (quello, per intenderci, che dovrebbe spiegarle al cliente <sup>107</sup>), è sottratta – quale oggetto di giudizio – all’area del consenso ed è vista, volta per volta, come vizio della causa, inesistenza della stessa, vizio dell’oggetto <sup>108</sup>. Per orientarsi su un terreno che resta estremamente accidentato torna essenziale il rasoio di Occam, al fine di distinguere tra scommessa pura, scommessa ragionevolmente collegata a operazioni sottostanti (definita da alcuni scommessa razionale <sup>109</sup>) e scommessa irragionevolmente connessa a operazioni sottostanti. Ancora, per distinguere tra oggetto del contratto (che è il rischio come regolato e talvolta creato dal contratto medesimo, che perciò si può reputare oggetto di sé stesso <sup>110</sup>) e oggetto della prestazione (che è la somma dovuta, all’esito dell’operazione o a scadenze date, da una parte in favore dell’altra <sup>111</sup>); per escludere cioè, ad esempio, che l’*interest rate swap* abbia causa di scambio e che abbia a oggetto due tassi di interesse di segno opposto <sup>112</sup>.

Si compie dunque il quadro con il contrappeso del recupero di categorie proprie del c.d. profilo statico, da molti reputate al tramonto <sup>113</sup>, rispetto al

---

E. BARCELLONA, *Note sui derivati*, cit., 652 ss., ove la distinzione tra speculatore, il quale compirebbe «una scommessa su basi “razionali” o “razionabili”», e lo scommettitore, il quale, al contrario, compirebbe «una scommessa niente affatto razionale e niente affatto ragionabile»; G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009, 1135 ss.

<sup>107</sup> Non è dunque soltanto fatto di comprensibilità per il consumatore medio: S.T. OMAROVA, *The Quiet Metamorphosis: How Derivatives Changed the “Business of Banking”*, in *U. Miami L. Rev.*, 2009, vol. 63, 1041 ss., spec. 1098.

<sup>108</sup> F. SARTORI, *Prodotti finanziari illiquidi (O.T.C.): il fattore giurisprudenziale e l’evoluzione normativa degli obblighi informativi*, cit., 157 ss.; Id., *Divagazioni in tema di causa del contratto municipale (alieno) derivato*, cit., 501 ss.; R. TAROLLI, *I derivati o.t.c. tra funzione di copertura e problemi di asimmetria*, cit., 111 ss.; R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 44 ss. e D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, cit.; S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati, fra trasparenza e causa*, cit., 211 ss.; U. MINNECI, *L’operatività in irs: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l’interesse del cliente*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 158 ss.

<sup>109</sup> E. BARCELLONA, *Note sui derivati*, cit., 652 ss.

<sup>110</sup> P. FERRO-LUZZA, *Attività e “prodotti” finanziari*, cit., 140 s.; R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 43.

<sup>111</sup> Così R. DI RAIMO, *Interest rate swap*, cit., 318, ove si sottolinea che il differenziale è criterio di determinazione (non dell’oggetto del contratto bensì) della prestazione.

<sup>112</sup> Come correttamente fa la Corte d’Appello di Milano nella nota sentenza del settembre 2013 (App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit., 302).

<sup>113</sup> Sul tramonto della causa v. U. BRECCIA, *Morte e resurrezione della causa: la tutela*, in S. MAZZAMUTO (a cura di), *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, Torino, 2002, 241 s. Cfr. A. DI MAJO, *I principi dei contratti commerciali internazionali dell’Unidroit*, in *Contr. impr. Eu.*, 1996, 262 s.

più sopra rilevato mutamento delle categorie proprie del profilo dinamico<sup>114</sup>. Quadro, come anticipato, ridotto al piano dei rapporti contrattuali e, anche rispetto all'estensione di questo, estremamente limitato.

Le ragioni di fondo rappresentabili alla base delle riscontrate evoluzioni – lo specifico fondamento costituzionale dell'iniziativa economica finanziaria, la stretta funzionalizzazione dell'attività degli intermediari, la necessità di qualificare sempre gli interessi espressi dalle operazioni in concreto realizzate – si possono tuttavia reputare comuni ai diversi piani in ragione dei quali si deve articolare l'intera materia. Ancora, sia pure tenendo fermo il confine – che, si è detto, è anzi da segnare con maggiore evidenza – tra disciplina dei rapporti e disciplina dell'attività, i cennati caratteri della causa e dell'oggetto possono ben essere riguardati come i relativi nessi collegamento.

Alzando ancora lo sguardo, resta da osservare che la rilevata funzione di allocazione e creazione di rischio sottende il carattere più significativo della finanza derivata – la quale, come già detto in principio, non ha connessione strutturale necessaria con fenomeni di produzione o di circolazione di ricchezza – e altresì chiarisce le ragioni per le quali essa può essere considerata un simbolo o anche una metafora, espressivi, l'uno e l'altra, della crisi dell'economia occidentale ben oltre la sua attuale contingenza: anzitutto di un modo di essere del tessuto socio economico e di una modalità dello sviluppo nei sistemi capitalistici c.dd. avanzati; poi della crisi progressiva della società del benessere e dell'ascesa del modello economico della finanza globalizzata, iniziata quest'ultima nei primi anni del secolo breve e compiutasi a far capo dalla fine della guerra fredda.

Si profila qui un altro lungo e assai impegnativo tratto del percorso, un nuovo quadro, dove diverse categorie giocano un ruolo essenziale e debbono essere ridiscusse, prima fra tutte quella del conflitto di interessi guardata però a livello sistemico<sup>115</sup> rispetto al ruolo, ancora di sistema<sup>116</sup>, di gestione del rischio (che sia o no) svolto dagli intermediari.

---

<sup>114</sup> V. *Retro*, §§ precedenti.

<sup>115</sup> F. DENOZZA, *I conflitti d'interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso"*, cit., 148 s.; R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 53 ss.

<sup>116</sup> Cfr., seppure in una prospettiva diversa, F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, cit., 179 ss.