

Parte Prima

I DERIVATI ATTRAVERSO LE LENTI DEL GIURISTA GLOBALE

SOMMARIO: 1.1. Introduzione. – 1.2. Il contesto storico dei contratti derivati. – 1.3. La consulenza tecnica d'ufficio. – 1.4. Il (falso) problema dell'incapacità a testimoniare. – 1.5. Il concorso di colpa del danneggiato. – 1.6. Il conflitto di interessi dell'intermediario. – 1.7. Le asimmetrie informative.

1.1. *Introduzione*

I contratti derivati rappresentano un fenomeno finanziario iniziato nei primi anni '80¹ e sono di origine “aliena”, cioè straniera, come li definisce la Corte di Cassazione nella sentenza storica n. 8770/2020 di cui si tratterà in seguito², anche se – magari *in nuce* – fattispecie assimilabili all'attuale concetto di derivato si possono trovare nei secoli passati.

La loro diffusione, come si vedrà, non propriamente *compliant*, ha ingenerato serie problematiche tali da raffigurarne un portato decisamente negativo, confondendo – nel percepito comune – la loro bontà con le nefaste conseguenze date da una cattiva distribuzione alla clientela³.

¹ A. URBANI (a cura di), *L'attività delle banche*, Cedam, Padova, 2020. Peraltro, un primo caso di derivato scoppiato in una “bolla speculativa”, nell'accezione moderna, risale alla prima metà del 1600 e consisteva nella fissazione futura del prezzo dei bulbi di tulipano, dunque un “*future*”. In pochi mesi (1637), il prezzo, dopo una salita continua, ebbe un crollo repentino (M. DASH, *La febbre dei tulipani – La prima grande crisi economica della storia*, Rizzoli, Milano, 2009).

² In verità anche la dottrina si era espressa in tal senso (G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Rivista di diritto privato*, 2009, p. 15).

³ In tal senso P. MARCHETTI nella “prefazione alla seconda edizione” a *I contratti derivati* di E. GIRINO (vedi *infra*) parla di “*bad reputation*” riconducibile alle carenze di un approccio scientifico e sistematico verso uno strumento che resta, in una fisiologica utilizzazione e con tutte le cautele di una rigorosa disciplina e vigilanza, pur essenziale in una moderna economia.

Sin dal 2004 la Consob ha avviato un'indagine conoscitiva sui derivati venduti alle imprese medio-piccole⁴. Analogamente la Commissione finanze della Camera aveva avviato un'altra indagine conoscitiva⁵ con ciò significando l'avvenuta presa d'atto del problema "derivati"; l'entità del fenomeno sembrava, all'epoca, assestarsi sull'ordine di 30.000/35.000 imprese per un valore nozionale di oltre 6.400 milioni di Euro concentrato per il 70% in tre operatori bancari; la parte di gran lunga prevalente era quella sui tassi mentre sui cambi si stimava un 15% circa⁶.

Un successivo rapporto della Consob⁷ ha focalizzato la seguente situazione: circa 78.000 contratti di cui l'80% in perdita con costi potenziali, in caso di chiusura delle operazioni, di 4 miliardi di Euro che rappresentavano il correlativo credito (a rischio) del sistema bancario verso circa 40.000 imprese e 1.000 enti pubblici.

Perché tutto questo? A causa delle ingenti perdite causate dal ribasso dei tassi che si è verificato dalla fine del 2000 sino quasi al 2010, dopo che il cliente aveva acquistato coperture contro il rischio di rialzo.

L'entità del fenomeno⁸, le prime notizie di contenzioso, il sentore di un utilizzo chiamiamolo "garibaldino" dello strumento, il fresco ricordo dei casi Enron, Giacomelli, Cirio e Parmalat hanno indotto ad una (finalmente) doverosa attività di controllo esteso anche al settore pubblico⁹.

⁴I. BUFACCHI, *Faro Consob sui derivati alle Pmi*, in *Il Sole 24 Ore*, 8.9.2004.

⁵I. BUFACCHI, *Il fenomeno "swap" sbarca in parlamento*, in *Il Sole 24 Ore*, 10.12.2004 (il propugnatore è stato l'on. La Malfa).

⁶I. BUFACCHI, *Derivati per 30 mila imprese*, in *Il Sole 24 Ore*, 17.12.2004.

⁷I. BUFACCHI, M. VALSANIA, *Allarme Consob sui derivati*, in *Il Sole 24 Ore*, 13.1.2005.

⁸I. BUFACCHI, *Allerta-derivati in 100 mila aziende*, in *Il Sole 24 Ore*, 6.2.2005, secondo l'Autrice, il "giochetto" delle ristrutturazioni durato dal 2001 al 2004 si è arrestato ed il giocattolo si è rotto anche a causa della rilevazione in centrale dei rischi e dell'utilizzo (necessitato) degli IAS; si stimava che al settembre del 2006 il "buco" che le imprese dovevano ripianare per perdite subite su derivati fosse di quasi 4 miliardi (2 nel 2003) di cui il 41% nel nord ovest, il 30% nel nord est ed il 16 % nel centro Italia (M. FRISONE, *Contratti derivati: nuovi casi di imprese rimaste incagliate*, in *Il Sole 24 Ore - Plus24*, 24.2.2007); i soli enti pubblici risultavano esposti verso le banche per 1 miliardo all'agosto 2007 (I. BUFACCHI, *Derivati, più tutele ma non c'è dissesto*, in *Il Sole 24 Ore*, 25.10.2007); al primo trimestre del 2012 il deficit potenziale dei contratti o.t.c. in essere è stimato in complessivi 70 miliardi (M. FRISONE, *Swap otc, perdite a 70 miliardi*, in *Plus24*, 15.9.2012) per salire a 78,8 miliardi al 31.12.2012 (M. FRISONE, *Swap otc enti "in rosso" per 7 miliardi*, in *Plus24*, 27.4.2013). Al 31.12.2014 le perdite potenziali su derivati delle sole pubbliche amministrazioni sono state stimate in quasi 9 miliardi (M. FRISONE, *Enti locali, sugli swap "perdita" di 9 miliardi*, in *Plus24*, 18.4.2015).

⁹I. BUFACCHI, *Corte dei Conti, è allarme sui derivati*, in *Il Sole 24 Ore*, 4.3.2005 ove si evidenzia un rischio di esposizioni finanziarie insostenibili per gli enti locali a seguito di ricottizzazione di derivati a fronte di *mark to market* negativi. Come sopra detto, il fenomeno, già

Inoltre, si aveva la sensazione che la maggioranza delle banche avesse contabilizzato come “utili” da negoziazione di contratti derivati con la clientela e con le controparti istituzionali importi che si dimostravano inferiori alle perdite inesprese contenute all’interno dei contratti, sia rinegoziati che ancora in corso¹⁰.

Ben poche avevano provveduto ad accantonare somme adeguate a fronte di tali rischi (che a questo punto era ben difficile definirli diversamente da rischio di credito allo stato puro)¹¹.

Ecco perché, con terminologia quasi surreale, i derivati sono stati autorevolmente definiti “strumenti finanziari di distruzione di massa” (*derivatives are financial weapons of mass destruction*) oltre che “bombe ad orologeria”¹², essenzialmente per la mancanza di etica (la scomparsa della morale) nella ricerca quasi patologica del profitto (ed è qui che il conflitto, insito nella materia, da endemico diventa epidemico, in quanto esteso a tutti gli operatori del mercato) soprattutto se – come è accaduto in occasione nella recente crisi economico/finanziaria – la trasformazione del rischio di tasso delle banche in rischio della clientela si è tradotta in un *boomerang* di ritorno verso le banche sotto forma di rischio di credito. Ad avviso di chi scrive, è sulla verifica del rispetto sostanziale dell’etica da parte degli intermediari che dovrebbe innanzitutto giocarsi tutta la materia, ma anche i Vigiliatori dovrebbero essere più incisivi, soprattutto in fase preventiva.

Esaurita questa seppur sommaria ricostruzione storica, è importante anticipare che l’opera si articola attraverso una analisi dei derivati da una duplice prospettiva: il diritto italiano; il *common law* di Oltremarica, quello inglese, ma anche quello scozzese, non troppo lontano dal primo, ma comunque rilevante. In particolare, dal punto di vista del diritto italiano, si passa in rassegna,

individuato, è “scoppiato” due anni dopo con una certa indifferenza o quanto meno inerzia da parte delle Autorità di settore.

¹⁰ Complice anche una carente normativa concernente i titoli di “livello 3” (titoli illiquidi tra cui rientrano i derivati complessi, i titoli strutturati e le obbligazioni che non hanno un mercato di riferimento per cui non è agevole individuarne un valore realistico da iscrivere a bilancio). Sul tema v. M. LONGO, *Level 3: quei titoli illiquidi senza valore certo nei bilanci*, in *Il Sole 24 Ore*, 14.1.2017.

¹¹ Per un “buco” di centinaia di milioni una banca italiana quotata si è vista azzerare per decreto della Vigilanza il consiglio di amministrazione (composto interamente da banchieri!) ed il collegio sindacale oltre al divieto di porre in essere altre operazioni in derivati con la clientela. Questa banca, definita dalla stessa fonte come un “sonnacchioso ma tranquillo istituto per il leasing” divenuta una sorta di “derivatificio”, nel 2006 aveva realizzato ricavi da derivati per il 31% dei ricavi complessivi (fonte *Il Sole 24 Ore*, 25.7.2007 e *Plus24*, 8.9.2007).

¹² G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, 2003; la definizione è di Warren Buffet, notissimo “guru” della finanza mondiale, e risale al 2002.

in modo molto critico, la disciplina dei derivati, sia nel contesto civilistico sia in quello della normativa secondaria. La causa del derivato, anche in relazione ai diversi modelli negoziali, viene ricercata, alla luce del dibattito alquanto acceso esistente sia nella letteratura sia nella giurisprudenza locale. In particolare, si anticipa che il lavoro approda alla conclusione (Parte 3) che si tratta di un tema solo apparentemente rilevante, in quanto – e qui il lavoro è particolarmente innovativo – la causa potrebbe non sussistere nella forma tradizionale, così come non sussiste nel contratto autonomo di garanzia. Il commercio internazionale e la normativa europea che qualifica tali contratti quali strumenti finanziari, fanno sì che con difficoltà si possa negare la liceità degli stessi, ponendosi piuttosto la diversa tematica della capacità, soprattutto quella degli enti pubblici che ne fossero eventualmente controparte. Quanto ai derivati della pubblica amministrazione, il lavoro mette in luce gli ultimi sviluppi in tema di liceità di tali tipologie. Da ultimo, si propone una lettura dei derivati anche dal versante britannico e dei due principali sistemi legali esistenti in quella nazione: *common law* inglese; *common law* scozzese. In proposito, soprattutto in tema di contratti derivati stipulati con una pubblica amministrazione, retti dal diritto inglese e sottoposti al giudice britannico, si enfatizza come, alla luce dei *dicta* più recenti, non è tanto la liceità sotto il profilo della causa, la principale tematica in questione. Piuttosto, ciò che viene in rilievo è la *capacity*, ossia la abilità del soggetto delegato (un *managing director*, un *director*, eccetera), a poter contrarre in relazione ai poteri conferiti. Tali poteri – è appena il caso di rivelare – sono quelli privatistici, come solitamente accade tanto in Italia, quanto in Gran Bretagna. Tuttavia, con gli enti pubblici italiani, la *capacity* interagisce anche con la tematica ancor più grave dei limiti al tale *capacity* imposti del diritto costituzionale italiano, sempre cangiante.

Una tematica nuova, per il lettore italiano, costituita dalla disamina transnazionale del derivato, in particolare alla luce di quell'ordinamento, il diritto inglese e la legislazione britannica, dove tali contratti sono rifioriti tradizionalmente. La disamina dei derivati viene effettuata in una logica prettamente giuridica, non senza accennare ad alcune tematiche che si ritengono di carattere pregiudiziale per inquadrare la materia.

1.2. Il contesto storico dei contratti derivati

Per avvicinarsi al mondo dei contratti derivati, occorre premettere che – nonostante il dettato dell'art. 1, d.lgs. n. 58/1998 (di seguito t.u.f.), il quale definisce gli strumenti finanziari derivati tramite rinvio alla elencazione del comma 2, lettere f), g), h), i), l), – sia quantomeno dubbia l'esistenza di una definizione normativa del diverso concetto di contratto derivato (ancorché il

medesimo t.u.f. ne individui alcuni, quali l'opzione, lo *swap*, il *future*, ed il *forward*). A ciò va aggiunto che il contratto derivato vada studiato all'interno della generale disciplina dei contratti.

Secondo E. GIRINO, sicuramente uno dei più autorevoli studiosi della materia, il derivato può definirsi come “*contratto atipico di natura finanziaria consistente nella negoziazione a termine di un'entità economica e nella relativa valorizzazione autonoma del differenziale emergente dal raffronto tra il prezzo dell'entità al momento della stipula ed il suo valore alla scadenza pattuita per l'esecuzione*”¹³. Si badi che un contratto atipico ben può essere un contratto “nominato” in una norma di legge senza che perciò diventi tipico. E, si aggiunge, mutuando parzialmente una felice definizione della dottrina¹⁴, che il loro significato normativo non può essere colto che in un'ottica funzionale il cui tratto essenziale è rappresentato dalla monetizzazione di un rischio sulle basi di una valutazione razionale.

Che i contratti derivati vengano (quasi) pacificamente ritenuti aleatori¹⁵ è concetto assodato con la autorevole eccezione di F. CAPUTO NASSETTI che propende per la loro commutatività¹⁶.

Oramai, in tema di contratti derivati, ci si trova di fronte ad una copiosa giurisprudenza nazionale, sia di merito che di legittimità; dovrebbe, quindi, essere possibile enucleare, se non un orientamento uniforme, una serie di punti fermi rispetto ai quali poter ricondurre le varie casistiche che la nutrita operatività di circa 25 anni ha presentato.

Occorre, peraltro, avere presente che la stragrande maggioranza dei contratti derivati che si stipulano e che si sono stipulati nel passato, erano conclusi su base bilaterale, non standardizzati, molto personalizzati, e negoziati sui mercati *over the counter (o.t.c.)*¹⁷, mercati ancora non compiutamente regolamentati. In tale ipotesi, l'intermediario è la controparte diretta del cliente e

¹³ Esecuzione che è sempre differita nel tempo. L'Autore, in ottica di classificazione, propone anche il derivato come strumento finanziario a struttura contrattuale, con causa speculativa e natura aleatoria, *I contratti derivati*, 2^a ed., Giuffrè, Milano, 2010, p. 241.

¹⁴ E. BARCELLONA, *Derivati creditizi: Market failure o regulation failure*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it e in *Banca borsa e titoli di credito*, 1/2009, p. 652 ss.

¹⁵ A prescindere dalla finalità per la quale viene stipulato (App. Torino, 16.6.2021 in www.dirittobancario.it).

¹⁶ *I Contratti derivati finanziari*, 2011, 81. Il contratto commutativo, quello in cui le prestazioni reciproche vengono pattuite ab origine e non dipendono da eventi incerti, è spesso contrapposto al contratto aleatorio, pur essendo entrambe le tipologie rientranti tra i contratti a prestazioni corrispettive.

¹⁷ Frequentemente, il cliente dell'intermediario si autocertifica “operatore qualificato” (più o meno consapevolmente) al fine di disapplicare alcune norme di tutela previste per gli investitori al dettaglio.

dà corso a una negoziazione “in conto proprio” che è un servizio di investimento con conseguente applicazione della disciplina dell’offerta fuori sede con il relativo diritto di recesso di cui all’art. 30 commi 6 e 7¹⁸. Per il combinato effetto dell’art. 30, comma 2, e l’art. 6, comma 2 quinquies e sexies t.u.f. la norma non dovrebbe trovare applicazione in caso di cliente professionale.

È ben vero che spesso si è ricorso nella stesura agli schemi ISDA¹⁹ (nelle versioni tempo per tempo disponibili) ma è anche vero che, per adattamenti, per tipicità del sottostante²⁰, per giurisdizione applicabile e per la diversa sensibilità che la magistratura ha di volta in volta palesato, difficilmente un contratto risulta assimilabile ad un altro.

La stessa normativa, primaria e secondaria, distinguendo tra operatore al dettaglio, operatore qualificato e operatore professionale²¹ ha offerto sfaccettature differenti in tema di conoscenza, esperienza, predisposizione al rischio e obiettivi per i quali il contratto viene stipulato, in modo da evidenziare elementi di criticità in tema di adeguatezza²², conflitto di interessi, informazioni da rendere al cliente, documentazione di trasparenza, ecc.

¹⁸ Trib. Torino, 28.3.2023 in www.ilcaso.it, App. Torino, 30.8.2019 n. 1445. In generale, sulla disciplina dell’offerta fuori sede nei mercati finanziari v. Cass. ord. 6.12.2022 n. 35787, in *I Contratti*, 2023, p. 127 con commento di M. ARRIGONI.

¹⁹ *International swaps and derivatives association*, costituito nel 1985 allo scopo principale di uniformare la documentazione degli *swap*. Esiste anche un alternativo European Master agreement for financial transactions, promosso dalla federazione bancaria dell’Unione, redatto sia in inglese che in italiano ma che risulta non utilizzato.

²⁰ Una prima definizione si trova nel Regolamento Bankitalia del 2.7.1991, Titolo V, capo I, art. 49 che definisce il contratto derivato con titolo sottostante come il contratto a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari ed il contratto derivato senza titolo sottostante come il contratto a termine su strumenti finanziari collegati a tassi di interesse, a valute e a indici su valori mobiliari, su tassi di interesse e su valute. Successivamente, la banca d’Italia offre una definizione di “prodotti derivati” intesi quali i contratti che insistono su elementi di altri schemi negoziali, quali titoli, valute, tassi di interesse, tassi di cambio, indici di borsa, ecc. (Circolare bankitalia, 23.6.1994, sezione I, comma 2). Per E. GIRINO, *op. cit.*, 9, “i contratti in parola (i derivati) non derivano da bensì insistono su, elementi di altri negozi”. Si giunge, poi, all’emanazione del t.u.f. che, all’art. 1, offre un’elencazione di tipologie di strumenti finanziari derivati (ma non di contratto derivato).

²¹ La classificazione discende dalla MIFID: il cliente professionale, di diritto o su richiesta (professional investor) ex Regolamento Consob. n. 16190/2007, che ora comprende la tipologia di controparte qualificata (eligible counterparty), ha un grado minore di tutela rispetto al cliente al dettaglio (retail), quest’ultimo definito in via residuale rispetto al cliente professionale ma, nei fatti, la tipologia di gran lunga più frequente.

²² Si ritiene che, in presenza della prestazione del servizio di consulenza, vada effettuato il test di adeguatezza mentre, al di fuori (ad esempio in regime di ricezione e trasmissione di ordini) vada effettuato il test di appropriatezza (ACF, 22.9.2021, n. 4214, ancorché riferito al più generale ambito dei doveri di informazione nella prestazione dei servizi di investimento). Più

Sono, quindi, emersi elementi del contratto sicuramente rilevanti per quanto concerne l'oggetto, la causa, la meritevolezza, la formazione del consenso informato, il diverso grado di tutela del contraente.

Ultima, ma non ultima, questione riguarda i contratti derivati stipulati dagli enti pubblici, oggetto di una differente disciplina variegata e modificata nel tempo.

Come si vedrà, questa speciale disciplina s'interseca spesso con quella che potremmo definire ordinaria.

1.3. *La consulenza tecnica d'ufficio*

Non vi è contenzioso che non poggi su perizie, d'ufficio (sempre), di parte (sovente).

Il nutrito contenzioso che si è generato nel tempo, spesso si è tradotto e concentrato sugli esiti delle consulenze tecniche che il giudice incaricato di decidere ha affidato al perito d'ufficio.

Il c.t.u., quindi, è stato "caricato" di una grandissima responsabilità sommando i ruoli di esperto e di decisore anche in considerazione del fatto che molti giudici non erano molto ferrati in materia, atteso che l'insegnamento del diritto degli strumenti e dei mercati finanziari non è ancora molto diffuso nelle facoltà di giurisprudenza e quello della matematica finanziaria è del tutto estraneo agli studi giuridici.

Tuttavia, i quesiti vanno formulati dal giudice e non sempre ciò avviene in modo ortodosso, per i motivi sopra accennati. Sono da rimarcare i quesiti più frequentemente formulati al consulente tecnico: quale sia la normativa primaria e secondaria applicabile ai fatti di causa: in base ai contratti oggetto di causa si proceda alla determinazione dei saldi dare e avere tra le parti; in presenza di *upfront*, inteso quale forma di finanziamento, se vi sia stata la violazione della legge sull'usura; se lo strumento derivato suggerito dall'intermediario fosse il più efficiente in relazione alla dichiarata finalità da parte del cliente; se fossero presenti costi occulti o non bene chiariti al cliente in sede precontrattuale; quali fossero le probabilità che il derivato di rinegoziazione potesse recuperare perdite pregresse; quale fosse il valore iniziale del derivato; se fossero state fornite dall'intermediario le informazioni coerenti con la disciplina di settore; se il valore di estinzione anticipata fosse stato calcolato secondo criteri

in particolare, la valutazione dell'adeguatezza delle operazioni in base al profilo di rischio del cliente e alla sua buona conoscenza del mercato finanziario non esclude l'inadempimento degli obblighi informativi dell'intermediario finanziario (Cass. ord. 23.1.2023 n. 2006, in www.dirittobancario.it, 22.2.2023).

contrattuali o legali corretti; se l'oggetto o la causa del contratto sia stato inficiato dal comportamento dell'intermediario; se la vendita del derivato risulti essere stata in qualche modo forzata (magari da ragioni di *budget*); se il derivato avesse un effettivo contenuto aleatorio; se l'intermediario abbia fornito consulenza al cliente; se lo strumento derivato fosse adeguato.

Di tutti o quasi tutti questi aspetti, si tratterà più approfonditamente nel prosieguo.

1.4. *Il (falso) problema dell'incapacità a testimoniare*

Nella conclusione di un contratto derivato – rarissimamente immediata – intervengono per l'intermediario sempre uno o più soggetti. Ci si è chiesto, pertanto, se costoro – in caso di successivo contenzioso – possano essere chiamati a testi dall'intermediario senza incappare nella incapacità che l'art. 246 c.p.c. stabilisce per coloro che nel giudizio abbiano un interesse che potrebbe legittimare la loro partecipazione. In altri termini, nel nostro ordinamento vige l'incompatibilità tra l'essere parte del processo e anche testimone.

Dopo alcune prime decisioni in senso negativo, può ora affermarsi con sicurezza che la citata incapacità del dipendente bancario²³ non trovi, in linea di principio, applicazione²⁴ (anche perché, da un lato, priverebbe l'intermediario del diritto di difesa, dall'altro confonde l'incapacità di testimoniare con il libero apprezzamento che il giudice darà circa l'attendibilità del teste, cosa ben diversa).

L'interesse che, ai sensi dell'art. 246 c.p.c., determina l'incapacità a testimoniare è solo quello giuridico, personale, concreto ed attuale che comporta o una legittimazione principale a proporre l'azione ovvero una legittimazione secondaria ad intervenire in un giudizio già proposto da altri cointeressati; non rileva, quindi, l'interesse di mero fatto che un testimone può avere a che venga decisa in un certo modo la controversia in cui depone, pendente fra altre parti, ma identica a quella vertente tra lui ed un altro soggetto, senza che assuma rilievo il fatto che quest'ultimo sia, a sua volta, parte del giudizio in cui dev'essere resa la testimonianza; né l'incapacità a testimoniare può sorgere in caso di riunione di cause connesse per identità di questioni, incidendo detta riunione solo sull'attendibilità delle deposizioni²⁵.

²³ Ma anche dell'allora promotore finanziario (oggi consulente finanziario) intervenuto nell'atto ad un qualche titolo.

²⁴ Cass. ord. 23.10.2017 n. 25081, in www.contenziosobancario.it; Cass. ord. 24.5.2019 n. 14333, in IusLetter.com; Cass. 10.4.2014 n. 8462, in www.dirittoegiustizia.it.

²⁵ Cass. 7.9.2023 n. 26044, massima ufficiale, in www.ilcaso.it.

L'interesse che, ai sensi dell'art. 246 c.p.c., determina l'incapacità a testimoniare è solo quello giuridico, personale, concreto ed attuale che comporta o una legittimazione principale a proporre l'azione ovvero una legittimazione secondaria ad intervenire in un giudizio già proposto da altri cointeressati; non rileva, quindi, l'interesse di mero fatto che un testimone può avere a che venga decisa in un certo modo la controversia in cui depone, pendente tra le parti, ma identica a quella vertente tra lui ed un altro soggetto, senza che assuma rilievo il fatto che quest'ultimo sia, a sua volta, parte del giudizio in cui deve essere resa la testimonianza; né l'incapacità a testimoniare può sorgere in caso di riunione di cause connesse per identità di questioni, incidendo detta riunione solo sull'attendibilità delle deposizioni²⁶.

In ogni caso, va tenuto presente che l'incompatibilità (ove esistesse) non è rilevabile d'ufficio e la relativa eccezione è sollevabile solo prima dell'assunzione del mezzo probatorio²⁷, pena incorrere nella decadenza.

1.5. *Il concorso di colpa del danneggiato*

Altro tema rilevante in caso di contenzioso è l'applicabilità dell'art. 1227, commi 1 e 2, c.c.²⁸, alla luce delle diverse conseguenze che si traggono dalle due differenti fattispecie (si allude alle sentenze "gemelle" della Cassazione a sezioni unite nn. 26724 e 26725/2007 su cui *infra*).

La questione è un po' complessa e risale nel tempo, anche prima dell'emanazione del t.u.f. ma è stata resa più scivolosa – se così si può dire – dall'inversione dell'onere della prova di cui all'art. 23, comma 6, t.u.f. di cui si tratta più avanti.

Per iniziare, la Cassazione²⁹ ha fissato due principi:

- a. non sussiste il concorso di colpa dell'investitore *retail* per non essersi informato della rischiosità dei titoli acquistati;
- b. il danno risarcibile corrisponde alla diminuzione del valore del titolo tra il momento dell'acquisto e quello in cui il cliente si è reso conto del rischio di perdita di valore dell'investimento.

²⁶ Cassazione 7.9.2023 n. 26044, massima ufficiale in www.ilcaso.it.

²⁷ Cassazione a Sezioni Unite 6.4.2023 n. 9456, previa ordinanza 9.6.2022 n. 18601, in www.ilcaso.it.

²⁸ Il comma 1 prevede la riduzione del risarcimento, il comma 2 esclude il risarcimento nel caso il creditore avrebbe potuto evitare il danno usando l'ordinaria diligenza. Il comma 2, quindi, incide sul nesso di causa, escludendolo.

²⁹ Sentenza 29.12.2011 n. 29864 in *Il Foro Italiano*, I/2012, p. 2120.

Successivamente, sempre per l'applicabilità dell'art. 1227 c.c. in tema di servizi di investimento, si trovano decisioni di merito dei Tribunali di Milano³⁰ e di Napoli³¹, secondo cui, in un caso di *covered warrant*, si è dichiarato inadempimento rilevante comportante la corresponsabilità e la condanna al risarcimento del 50% delle minusvalenze generate per la mancata esplicitazione dell'inadeguatezza dell'operazione (sentenza molto importante perché, per la prima volta, gradua la responsabilità pur in presenza di un "rilevante inadempimento").

Si è, poi, stabilito che la mancanza di informazioni fornite dall'investitore non integra concorso di colpa del danneggiato nel danno per perdita da investimento³²; l'intermediario, quindi, deve prima informarsi e poi informare, nella fase precontrattuale.

Non sono note decisioni circa l'applicabilità dell'art. 1225 c.c. (prevedibilità del danno); una sola, invece, circa la liquidazione del danno in via equitativa *ex art.* 1226 c.c.³³.

Il danno *in re ipsa* spesso evocato in dottrina e applicato in giurisprudenza³⁴, ha il pregio di assicurare l'effettività del precetto di cura sostanziale nell'interesse dell'investitore però esonera l'investitore dalla prova del nesso di causa, orientando la fattispecie verso una forma di responsabilità quasi oggettiva che mal si concilia con il disposto dell'art. 23, comma 6, t.u.f. mentre, invece, l'applicazione del principio del concorso di colpa – ove ricorresse – pare più aderente al sistema generale. Sul tema si tornerà analizzando il nesso di causa.

1.6. Il conflitto di interessi dell'intermediario

Se nell'ambito civilistico il conflitto di interessi è ritenuto una forma di patologia del negozio giuridico, in ambito finanziario le cose cambiano: la normativa che si è formata nel tempo, preso atto che il conflitto di interessi sia immanente al mondo della finanza, la conseguenza non può essere che considerare la fattispecie come fisiologica, salvo voler dare una accezione così estesa in modo che ogni operazione sarebbe viziata da un qualche conflitto, ancorché di diversa estensione. Pertanto, il conflitto, più che vietato, va individuato,

³⁰ Sentenza 25.7.2005 in *Giurisprudenza Commerciale*, II/2006, p. 1104.

³¹ Sentenza 22.3.2005 consultabile sul sito www.altalex.com.

³² Trib. Brescia, 11.6.2019 n. 1768 giudice Del Porto in www.dirittobancario.it.

³³ Trib. Roma, 18.7.2016 n. 14375.

³⁴ Tra le prime, Trib. Udine, 11.7.2011 in www.ilcaso.it.

esplicitato alla controparte, monitorato e, solo in caso di mancato rispetto di questi principi, sanzionato³⁵. Fermo il principio di tutelare il soggetto che può essere pregiudicato dallo squilibrio esistente a favore della parte forte del contratto, reso tangibile dalla normale asimmetria informativa³⁶ esistente in capo ad essa, il tema si sposta sull'obbligo di adottare un processo (ed una *policy*) preordinato alla gestione della fattispecie. I derivati spiccano in questo contesto per il loro utilizzo, spesso scorretto³⁷.

Il t.u.f. si occupa della materia all'art. 21, comma 1 bis, lettera a)³⁸, lettera b)³⁹, lettera c)⁴⁰ al fine che il cliente possa assumere una decisione consapevole.

Vi è un'ulteriore norma nell'art. 24 bis, t.u.f. in tema di *consulenza in materia di investimenti*⁴¹ ove si stabilisce che, da un lato, l'informazione se la consulenza sia fornita su base indipendente o meno e, dall'altro, se siano accettati o trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari pagati o forniti da terzi. È imposta, pertanto, una chiara *disclosure* a favore del cliente.

Infine, il conflitto di interessi può anche sfociare in fattispecie penalmente rilevante⁴².

³⁵ Uno dei casi più eclatanti è quello della negoziazione in conto proprio; l'altro è quello connesso alla duplice veste di consulente e controparte negoziatrice da parte dell'intermediario o quando l'intermediario, tramite il contratto derivato, trasferisca al cliente rischi propri o di società collegate, ma ve ne sono molti altri.

³⁶ Vedi *infra*.

³⁷ G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, cit., p. 62, testualmente "I derivati che inizialmente servivano a coprire il rischio di andamenti sfavorevoli dei mercati fissando in anticipo i prezzi di acquisto e di vendita, oggi vengono usati, oltre che per meri fini speculativi, per posticipare la contabilizzazione delle perdite vendendo i titoli a prezzo di acquisto, anziché di mercato".

³⁸ Gli intermediari "adottano ogni misura idonea ad identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere".

³⁹ Più precisamente: "mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei propri clienti ...".

⁴⁰ Si fa riferimento al presente passaggio: "quando le disposizioni ... adottate a norma della lettera b) non sono sufficienti ad assicurare ... che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse nonché delle misure adottate per mitigare i rischi connessi".

⁴¹ Per "consulenza in materia di investimenti" si intende quel servizio di investimento consistente nella prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari (art. 1, comma 5 septies, t.u.f.) ove raccomandazione non va confusa con informazione.

⁴² Cass. pen. 15.10.2009 n. 43347, in *Il Foro italiano*, II/2010, p. 247. Si pensi, ad esempio, ai casi degli artt. 2621, 2623, 2625 c.c.

Nel seguito della trattazione, il tema specifico tornerà in evidenza, soprattutto alla luce di sentenze che hanno preso in esame l'argomento.

1.7. Le asimmetrie informative

Si è appena accennato alle asimmetrie informative e al loro innervarsi all'interno della tematica del conflitto di interessi. Qualche notazione in merito sembra più che opportuna.

Il codice civile non conosce il concetto di asimmetrie informative anche se ne potrebbe ricavare l'esistenza nel generale principio di buona fede *ex art. 1337 c.c.* (trattative e responsabilità precontrattuale); sono – peraltro – le norme sulla trasparenza, si pensi al t.u.b. ed al t.u.f., oltre che al codice delle assicurazioni private che traggono la loro ragione d'essere nel tentativo di superarle. Sono gli obblighi informativi posti a carico dell'intermediario a dover (o tentare di) superare o ridurre dette asimmetrie.

Tuttavia, detto concetto era già chiarissimo nella lettura della Comunicazione Consob n. 9019104 del 2.3.2009 in cui la Commissione stessa riconosce come tutta l'intermediazione finanziaria avvenga in un contesto di asimmetrie informative, amplificate quando si opera su mercati di scambio caratterizzati da inadeguati livelli di liquidità e di trasparenza (come gli *o.t.c.*) e rese critiche dalla molto frequente coincidenza – per i derivati – del ruolo dell'intermediario con quello di emittente.

Sta all'intermediario, quindi, l'obbligo di doversi comportare con correttezza e trasparenza nell'ottica di cui all'art. 21 t.u.f.

Un tema non ancora sciolto definitivamente è quello del rapporto tra il disposto dell'art. 21 t.u.f. e il superamento delle asimmetrie informative e, quindi, se il mancato o carente comportamento tenuto dall'intermediario incida in termini di art. 1418 c.c. con particolare riferimento alla distinzione – risalente alle citate decisioni del 2007 – tra regole di validità del contratto e regole di comportamento.