

**T R A T T A T O**  
**DI**  
**DIRITTO CIVILE E COMMERCIALE**  
**CICU-MESSINEO**

GIÀ DIRETTO DA

**LUIGI MENGONI e PIERO SCHLESINGER**

CONTINUATO DA

**VINCENZO ROPPO e FRANCO ANELLI**

**DANIELE MAFFEIS**

***I contratti del mercato  
finanziario***

CAPITOLO I  
L'ORDINE PUBBLICO DI DIREZIONE  
DEL DIRITTO CIVILE DELLA FINANZA

SOMMARIO: 1. Il diritto civile della finanza del tempo presente come elaborazione giurisprudenziale della *substantive law* e della *regulation* unionali e interne. — 2. Il ruolo del tempo nel diritto civile della finanza. — 3. Il carattere pervasivo della *regulation* e i conseguenti limiti della libertà contrattuale e degli usi interpretativi e normativi. — 4. Il diritto civile dei contratti del mercato finanziario (accordo, causa, oggetto, forma) e il ruolo ancillare della disciplina dei soggetti e delle attività. — 5. I limiti legislativi di ordine pubblico di direzione all'esercizio della libertà contrattuale dell'intermediario e dell'investitore e i limiti eccezionali dettati dall'autorità indipendente. — 6. La tutela costituzionale del risparmio nel mercato degli strumenti finanziari del terzo millennio. — 7. Perché ordine pubblico e perché di direzione: i contratti del mercato finanziario come programmi per l'assunzione e la circolazione globale dell'alea finanziaria. — 8. Si programma, circola, ma innanzitutto l'alea finanziaria si misura: l'*uncertainty* di Knight (alea cieca) nel contratto aleatorio di *homo oeconomicus* e il *risk* di Knight (alea razionale) nel contratto finanziariamente aleatorio di *homo ludens*. — 9. Leggi, regolamenti, ordini, discipline per le diuturne incombenze: le stagioni effimere della *regulation*. — 10. Oltre le diuturne incombenze: l'esigenza, perenne, che l'intermediario conosca e comprenda l'alea finanziaria degli strumenti che negozia e che l'alea finanziaria sia trasparente, affinché l'investitore comprenda e condivida la quantità e la qualità dell'alea programmata. — 11. L'intermediario agisce per conto del cliente, ma in nome proprio, e gli effetti dei vizi e delle condotte nel compimento degli atti gestori non pregiudicano la posizione dei terzi e la sicurezza del mercato finanziario. — 12. L'investitore consapevole è autoresponsabile e l'intermediario titolare dell'ufficio di diritto privato, e destinatario della *product intervention*, protegge la fiducia nei mercati.

**1.** *Il diritto civile della finanza del tempo presente come elaborazione giurisprudenziale della substantive law e della regulation unionali e interne.* — Il diritto dei contratti della finanza è diritto civile, perché diritto civile sono i contratti, qualsiasi contratto (1). Non è un diritto

---

(1) Il diritto finanziario è per lo più diritto dei contratti: M. PORZIO, *Le fonti del diritto dei mercati finanziari*, in A. Principe (cur.), *Le fonti del diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2021, p. 137. I mercati finanziari sono i mercati degli strumenti

uniformato, però, perché il precetto è in larga parte di fonte interna, che è il codice civile, in minor parte di fonte unionale, ma nel diritto unionale la sanzione, il rimedio, non c'è, e quindi il rimedio è (presoché esclusivamente) di diritto interno <sup>(2)</sup>, all'interno dei principi stabiliti dal legislatore unionale <sup>(3)</sup>. La Corte di Giustizia dell'Unione Europea opera « *(i) characterising the duties contained in the MIFID, in principle, also as contractual or other private law rules giving also*

---

finanziari: G. LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di strumento finanziario*, Torino, 2009, p. 2. Sottolinea il ruolo cruciale « *delle categorie civilistiche nazionali in questo diritto dei rimedi* » F. DELLA NEGRA, *Rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE*, in *Banca borsa*, 2020, I, p. 704.

(2) Lo stesso accade nel Regno Unito, dove l'obbiettivo di « *create (...) a law of finance* » si articola nel « *create a comprehensive account of the law of finance which marries an analysis of the principles of the substantive law of England and Wales with the principles of financial regulation in the UK* »: cfr. A. HUDSON, *The law of finance*, Second Edition, London: Sweet & Maxwell, 2013, p. V. In argomento anche C.A. VALENZA, *Contratti del consumatore - Mutui in valuta estera: sulla volontà del consumatore quale limite all'integrazione del contratto mediante norma suppletiva*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2023, pp. 1013 ss.; R. MARINO, *La tutela dell'investitore retail. Una realtà in continuo divenire tra "spinte gentili", strumenti di public enforcement e rimedi civilistici (seconda parte)*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2023, p. 161; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, XII ed., Torino, 2023, p. 11; M. LAMANDINI-F. ANNUNZIATA, « *Questo è un nodo avviluppato* »: *divagazioni sulla regolazione del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2022, I, p. 37 (i quali sottolineano che « *In virtù dell'estrema varietà dei sistemi nazionali, l'applicazione nell'uno o nell'altro Stato di un precetto, anche se derivante da norme UE direttamente applicabili, comporta differenze sostanziali, come ad esempio quelle che attengono ai rimedi civilistici, alle azioni risarcitorie, alle sanzioni* »); M. RISPOLI FARINA, *Il Testo Unico della Finanza alla svolta del cambiamento?*, in A. Principe (cur.), *Le fonti del diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2021, p. 180; G. ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Econ. e dir. terz.*, 2009, 3, p. 419. Sui principi di equivalenza e di effettività v. F. DALLA NEGRA, *Financial Services Contract in EU Law*, Oxford University Press, 2023, p. 238. Si vedano C. giust. UE, 30 maggio 2013, *Genil 48 SL, Comercial Hostelera de Grandes Vinos SL c. Bankinter SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*, C-604/11, C. giust. UE, 16 dicembre 1976, *Comet BV c. Produktschap voor Siergewassen*, C-45/76 e C. giust. UE, 16 dicembre 1976, *Rewe-Zentralfinanz eG e Rewe-Zentral AG c. Landwirtschaftskammer für das Saarland*, C-33/76.

(3) Osserva esattamente R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XIII ed., Torino, 2024, p. 41 che « *Il criterio fondamentale per stabilire quanto di regolamentazione comunitaria sia necessario introdurre e quanto debba essere lasciato alle discipline nazionali degli stati membri dovrebbe essere quello della sussidiarietà* » di cui all'art. 5, comma 3 del Trattato UE.

*individual claims to customers, but as (ii) leaving the freedom to national law to determine the exact private law remedy that it wants to apply* » (4).

Come per ogni ramo del diritto (5), un formante del diritto civile della finanza è la giurisprudenza (6). Le massime, ma più ancora le regole applicate nel caso concreto (7), dove si registra una prima, fisiologica tensione, perché le ragioni concrete della decisione sono verbalizzate con il linguaggio del giudice, che è ancora il linguaggio del codice civile, non è il linguaggio degli operatori pratici della finanza globale (8).

Contro la linea di tendenza, che è rappresentata dalla concretizzazione del precetto da parte del giudice, e dalla ricerca giurisprudenziale del rimedio secondo le regole di diritto interno, ma alla luce del diritto unionale, resiste l'auspicio, *wishful thinking*, che la regola debba essere in verità solo quella dettata dal legislatore o dal regolatore, sperabilmente espressa nel linguaggio dell'operatore pratico, e senza la mediazione dell'interpretazione giurisprudenziale.

Naturalmente questa idea, oltre che velleitaria, è ingenua ed è buffa (9).

---

(4) S. GRUNDMANN, *The Bankinter case on MiFID Regulation and Contract Law*, in *Eur. Rev. of Contr. Law*, 2013, p. 278: « *This would also be in line with leaving such choice to Member States, namely the choice between nullity and damages, rescission and damages etc, when there is no more specific harmonised rule on these issues* ». Il fenomeno del « *più forte e maturo esercizio della jurisdiction* » è evidenziato da M. MARESCA, *Norme di ordine pubblico e governo dei mercati*, Milano, 2023, p. 25.

(5) G. VETTORI, *Effettività fra legge e diritto*, Milano, 2020, p. 218. Il non-ordine delle fonti è un luogo comune: vedilo descritto in C. CASTRONOVO, *Ermeneutica esistenziale*, in *EDP*, 2021, p. 182.

(6) Evidenzia M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 146 che « *si verifica anche in questa materia un fenomeno in atto già da tempo che ha portato al progressivo affermarsi della c.d. "giurisdizionalizzazione" del diritto* ». Analoghe considerazioni in I. G. MACNEIL, *An Introduction to the Law on Financial Instruments*, Oxford and Portland, OR, 2012, p. 57.

(7) E. RIMINI, *Le regole di condotta*, in M. Cera-G. Presti (dir.), *Il Testo Unico finanziario. Prodotti e intermediari*, Bologna, 2020, I, p. 425.

(8) J. BENJAMIN, *Financial Law*, Oxford University Press, 2007, pp. 3 ss. contrappone nettamente il linguaggio della prassi, delle corti e del legislatore e descrive la legislazione come un'alluvione (« *legislative flood* ») e il disordine delle fonti come un'unica mistura (« *the mixture is unique* »). Sul punto anche F. DELLA NEGRA, *Rimedi per la violazione di regole di condotta MiFID II: una riflessione di diritto UE*, in *Banca borsa*, 2020, I, p. 705.

(9) Scrive N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, in *Studi in onore di Giorgio De Nova*, Milano, 2015, II, p. 1764 che « *lo Stato di diritto (...) non (...) ha l'ingenuità di ridurre l'applicazione della legge a un meccanico "sussumere"* ».

Anche per studiare il diritto civile della finanza conviene cominciare rileggendo la pagina di Rodolfo Sacco dedicata ai cinquant'anni del codice civile. « *L'immagine del legislatore che io potevo farmi nella mia inesperienza* » era quella di « *un personaggio onnipotente, che avrebbe scelto, fra un universo di soluzioni possibili, fra un numero illimitato di soluzioni possibili, quelle che il suo spirito gli suggeriva, creando norme destinate a vivere uno, due, dieci, cento anni, fintantoche un "regolicidio" sarebbe stato commesso da un codice novello* » mentre l'esperienza insegna che il codice — ma lo stesso vale per il t.u. intermediazione finanziaria (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), e le normative di fonte secondaria di fonte unionale della finanza — « *non vive un secolo, non vive un anno, non vive un solo giorno, perché, dal momento stesso in cui entra in vigore (...) è già triturato dall'opera di interpreti che gli imprimono — senza mai un momento di sosta — continui, minuscoli cambiamenti che nel lasso di tempo medio e lungo divengono mutazioni totali* » <sup>(10)</sup>.

Senonché, in finanza l'auspicio che la regola sia solo quella dettata dal legislatore o dal regolatore, senza la mediazione dell'interpretazione del giudice, non è criticabile soltanto perché è il frutto evidente di una chiara inesperienza del diritto.

Nei contratti della finanza, v'è da considerare che, proprio perché « *siamo in presenza di una complessa fase di destrutturazione delle regole, nella quale, spesso, il confine tra tecnica e diritto non esiste più* » <sup>(11)</sup>, ed i precetti sono sparsi, disordinati e disomogenei, è per forza la giurisprudenza — e prima di essa un interprete avvertito della presenza e del significato del diritto, anche nella finanza, come nell'economia — a svolgere un ruolo fondamentale nella ricostruzione dei precetti e dei rimedi e nell'identificazione dei principi <sup>(12)</sup>. La ragione principale di questo stato di cose risiede nel dato, largamente assodato nelle rifles-

(10) R. SACCO, *Il contratto in generale*, ne *I cinquant'anni del codice civile*, Milano, 1993, I, p. 53. In argomento M. FRANZONI, *Francesco Galgano. Maestro non conformista*, Bologna, 2023, p. 69; G. SCARSELLI, *La nostra giustizia, in marcia verso la common law*, in *judicium.it*, 2022; G. VETTORI, *La giurisprudenza fonte del diritto privato?*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2017, pp. 869 ss.; A. GENTILI, *La sovranità nei sistemi giuridici aperti*, in *Pol. dir.*, 2011, pp. 181 ss.

(11) F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, XII ed., Torino, 2023, p. 13.

(12) T. ASCARELLI, *Certezza del diritto e autonomia delle parti. Relazione al congresso sul tema "La certezza del diritto"*, in *Ann. dir. econ. fin.*, 1956, ora nella ristampa, Milano, 2004, n. 124.

## CAPITOLO II

## I SOGGETTI DEI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO

SOMMARIO: 1. Chi propone al pubblico professionalmente, in regime di riserva di legge, servizi di intermediazione nel compimento di atti di investimento: intermediari, agenti collegati, consulenti finanziari, *market makers*, Poste Italiane. — 2. Prima di tutto organizzarsi per conoscere ciascun potenziale cliente: l'obbligo prioritario di profilazione, propedeutico alla definizione del contenuto di tutta l'attività successiva dell'intermediario. — 3. Distinguere i clienti in alcune tra le incombenze quotidiane: le regole di condotta, oggetto di gradazione. — 4. I clienti al dettaglio (*retail clients*). — 5. I clienti al dettaglio che sono anche consumatori. — 6. I *business angels*. — 7. Investe eccezionalmente, e non è *homo ludens*: i limiti di legge al compimento degli atti di investimento della pubblica amministrazione, cliente al dettaglio, e le regole di contabilità pubblica. — 8. Investe eccezionalmente, e non è *homo ludens*: il Governo della Repubblica, cliente professionale di diritto. — 9. I clienti professionali (*professional clients*), che Consob o il Ministero dell'economia e delle finanze stabiliscono che siano trattati come se fossero in grado di decidere da sé. — 9.1. La definizione di clienti professionali privati elaborata da Consob. — 9.2. Come va letta la definizione di Consob. — 9.3. Lo scarto fra il testo e il significato della definizione di Consob e i doveri dell'intermediario di cui all'art. 21 t.u. intermediazione finanziaria. — 9.4. Presupposti e procedimento per il trattamento dei clienti professionali privati come clienti al dettaglio e dei clienti al dettaglio come clienti professionali privati. Il *family office*. — 9.5. La definizione di clienti professionali pubblici elaborata dal Ministero dell'economia e delle finanze. — 9.6. Presupposti e procedimento per il trattamento dei clienti pubblici al dettaglio come clienti professionali. — 10. Norme imperative che non si applicano quando il legislatore, o Consob, presumono che una categoria di investitori — ristretta per il legislatore, ampia secondo Consob — sia in grado di decidere da sé: le controparti qualificate (*eligible counterparties*). — 11. Il divieto della rappresentanza volontaria nei contratti di investimento e l'ipotesi, eccezionale, del contratto di investimento concluso con l'intermediario da una società fiduciaria ai sensi della l. 23 novembre 1939, n. 1966.

1. *Chi propone al pubblico professionalmente, in regime di riserva di legge, servizi di intermediazione nel compimento di atti di investimento: intermediari, agenti collegati, consulenti finanziari, market makers, Poste Italiane.* — L'esercizio in forma organizzata di un'attività di

intermediazione finanziaria, come di consulenza finanziaria, costituisce attività d'impresa commerciale <sup>(1)</sup>.

Non si tratta di una comune attività d'impresa, perché l'esercizio in via professionale dei servizi e delle attività di investimento è protetto da apposita riserva, che è richiesta anche per le banche, e che contribuisce in modo decisivo a caratterizzare l'attività di intermediazione finanziaria come un'attività *(i)* inscindibilmente vincolata alla cura dell'interesse del cliente, per esigenze di ordine pubblico, com'è proprio di qualsiasi attività riservata per previsione di legge <sup>(2)</sup> e *(ii)* destinata alla soggezione ad un'effettiva ed efficace esplicazione delle funzioni di controllo demandate a Consob e alla Banca d'Italia, com'è proprio di ogni ufficio di diritto privato. I contratti conclusi in violazione della riserva sono nulli <sup>(3)</sup>, e, se ne ricorrono i presupposti, sono suscettibili di conversione, ai sensi dell'art. 1424 c.c. <sup>(4)</sup>, nei limiti in cui gli effetti destinati a prodursi per effetto della conversione non presentino alcuno dei profili di illiceità, in virtù dei quali la riserva di legge è dettata.

L'attività dell'intermediario è quindi *(i)* un'attività d'impresa, come tale *(ii)* organizzata, e *(iii)* con finalità lucrativa. Ma è anche e soprattutto un'attività *(iv)* soggetta a riserva di legge, quindi privilegiata, il che si giustifica, perché la cura fedele e sostanziale dell'interesse di ciascun singolo cliente è un'esigenza di ordine pubblico <sup>(5)</sup> e *(v)* soggetta al controllo dell'autorità.

---

(1) Cass., 8 novembre 2013, n. 25217; Cass., 12 giugno 2018, n. 15285, ne *ilcaso.it*; Cass., 8 novembre 2013, n. 25217.

(2) Art. 18, comma 1 t.u. intermediazione finanziaria. In dottrina A. URBANI, *I servizi e le attività di investimento e gli strumenti finanziari*, in F. Caprighione (cur.), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, II ed., Padova, 2019, p. 239; R. CLARIZIA, *Contratti di leasing*, in E. Gabrielli-R. Lener (cur.), *I contratti del mercato finanziario*, II ed., Torino, 2011, p. 1626; A. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, p. 760; D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002, pp. 479 ss.

(3) In motivazione, Cass., SS.UU., 15 marzo 2022, n. 8472. Cass., 5 aprile 2001, n. 5052; Cass. (ord.), 28 febbraio 2018, n. 4760. In dottrina G. ALPA, *Qualche novità sul controllo giudiziale dei contratti bancari*, in *CeI*, 2023, p. 710; A. ANTONUCCI, *I contratti di mercato finanziario*, II ed., Pisa, 2022, p. 18.

(4) G. ALPA, *A proposito delle fonti del diritto bancario (con riguardo alle intersezioni con il diritto civile)*, in A. Principe (cur.), *Le fonti del diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2021, p. 9.

(5) *Supra*, Cap. I, nn. 7, 12. A. HUDSON, *The law of finance*, Second Edition, London: Sweet & Maxwell, 2013, p. XXII. È da tempo assodato che in finanza la riserva di attività è funzionale anche a prevenire il rischio sistemico: così già P. LUONGO, *La raccolta del risparmio*, in F.P. Pugliese (cur.), *L'ordinamento del credito*, in *Trattato di diritto amministrativo diretto da G. Santaniello*, Padova, 1996, p. 31.

L'autorizzazione allo svolgimento dell'attività può riguardare uno più servizi <sup>(6)</sup>. Ovviamente, la riserva di attività riguarda i servizi, e più in generale l'attività, effettivamente posti in essere, non l'attività corrispondente al mero *nomen iuris* dei contratti in cui essa nella realtà si articola (ad es. *leasing*), sicché, se l'intermediario autorizzato alla conclusione di contratti di *leasing* presta al pubblico un'attività (non, singoli atti isolati) che gli è vietata (ad es. la negoziazione di derivati che si presentano come clausole dei contratti di *leasing* <sup>(7)</sup>), siamo in presenza di un fenomeno di abusivismo finanziario <sup>(8)</sup>.

Conviene fare un elenco inevitabilmente molto analitico dei « *soggetti abilitati* »:

— le Sim, « *società di intermediazione mobiliare* », imprese di investimento che hanno forma di persona giuridica con sede legale e direzione generale in Italia, diverse dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'art. 106 t.u. bancario, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento;

— le imprese di investimento UE — imprese di investimento, diverse dalla banca, autorizzate a svolgere servizi o attività di investimento, aventi sede legale e direzione generale in un medesimo Stato dell'Unione europea, diverso dall'Italia — con succursale in Italia;

— le imprese di paesi terzi — imprese che non hanno la sede legale o direzione generale nell'Unione europea, la cui attività corrisponde a quella di un'impresa di investimento UE o di una banca UE che presta servizi o attività di investimento — autorizzate in Italia;

— le società di gestione del risparmio, S.g.r., società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzate a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio;

— le società di gestione UE — società autorizzate ai sensi della direttiva 2009/65/CE in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, che

---

(6) M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, in *Trattato di diritto civile e commerciale già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger*, Milano, 2012, p. 224.

(7) *Infra*, cap. V, sez. quarta, n. 1.

(8) Sul punto le considerazioni analitiche di M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, in *Trattato di diritto civile e commerciale già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger*, Milano, 2012, pp. 301 ss. Secondo Cass. pen., 14 settembre 2023, n. 37750 « (I)ntegr(a) il reato di esercizio abusivo di intermediazione finanziaria l'attività diretta alla conclusione dei contratti riguardanti strumenti finanziari offerti ai clienti, percependo, tra l'altro, somme destinate agli investimenti (...), ovvero la condotta del promotore finanziario non abilitato (...) ». In termini anche Cass. pen., 28 febbraio 2022, n. 7053, in *Danno e resp.*, 2022, p. 452.

esercitano l'attività di gestione di uno o più OICVM — con succursale in Italia;

— le Sicav, l'Oicr aperto costituito in forma di società per azioni a capitale variabile, con sede legale e direzione generale in Italia, aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni;

— le Sicaf, l'Oicr chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso, con sede legale e direzione generale in Italia, aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi;

— i GEFIA UE — società autorizzate ai sensi della direttiva 2011/61/UE in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, che esercitano l'attività di gestione di uno o più FIA — con succursale in Italia;

— i GEFIA non UE — società autorizzate ai sensi della direttiva 2011/61/UE con sede legale in uno Stato non appartenente all'UE, che esercitano l'attività di gestione di uno o più FIA — autorizzati in Italia;

— i GEFIA non UE — società autorizzate ai sensi della direttiva 2011/61/UE, con sede legale in uno Stato non appartenente all'UE, che esercitano l'attività di gestione di uno o più FIA — autorizzati in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, con succursale in Italia;

— gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'art. 106 t.u. bancario <sup>(9)</sup>;

— le banche italiane;

— le banche UE con succursale in Italia autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento <sup>(10)</sup>.

L'elenco è molto analitico; in Italia resta nettamente dominante il ruolo delle banche <sup>(11)</sup>.

Altri soggetti operano dal lato dell'offerta.

Per « *agente collegato* » si intende la persona fisica o giuridica che, sotto la responsabilità dell'impresa di investimento per conto della quale opera in esclusiva, promuove servizi di investimento o servizi

(9) « *L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia* ».

(10) Art. 1, comma 1, lett. r) t.u. intermediazione finanziaria.

(11) A. ANTONUCCI, *I contratti di mercato finanziario*, II ed., Pisa, 2022, p. 103. I rilievi e la definizione di « *agente collegato* » sono di N. SALANTRO, *Gli intermediari professionali*, *Termini estratti dal capitolo* in Banca Borsa, 2004, II.

## CAPITOLO III

## I SINGOLI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO

SOMMARIO: 1. La comune causa gestoria di organizzazione delle scelte dell'investitore tra i programmi di flussi finanziari. — 2. L'agire lecito dell'intermediario in una situazione di conflitto di interessi, ma sempre curando nella sostanza l'interesse dell'investitore: il contratto col quale l'intermediario e l'investitore regolano l'esecuzione di ordini di investimento in contropartita diretta e per conto dell'investitore, tramite l'acquisto o la vendita in contropartita diretta o tramite la conclusione di contratti *over the counter*. — 2.1. La rilettura della definizione alla luce dell'ufficio di diritto privato dell'intermediario. — 2.2. L'acquisto o la vendita in contropartita diretta. — 2.3. La contrattazione *over the counter*. — 2.4. L'azione dell'intermediario nelle due diverse situazioni di conflitto di interessi, della negoziazione di ordini in contropartita diretta e della contrattazione *over the counter*. — 3. L'agire lecito dell'intermediario in una situazione di conflitto di interessi organizzata, frequente, sistematica e sostanziale, e sempre curando nella sostanza l'interesse dell'investitore: l'attività di internalizzazione sistematica. — 4. Il contratto col quale l'intermediario e l'investitore regolano l'esecuzione di ordini di investimento sul mercato secondario. La gestione surrettizia. — 5. Il contratto col quale l'intermediario e l'investitore regolano la mera esecuzione di ordini di investimento. — 6. Il contratto col quale l'intermediario si obbliga a collocare gli strumenti finanziari dell'emittente. — 7. Il contratto col quale l'intermediario si obbliga a gestire un portafoglio di denaro e di strumenti finanziari dell'investitore. — 8. Il contratto col quale l'intermediario si obbliga a trasmettere ad un altro intermediario gli ordini dell'investitore. — 9. Gli atti di mediazione. — 10. Il contratto col quale l'intermediario si obbliga a prestare all'investitore raccomandazioni personalizzate di investimento (consulenza). L'individuazione dell'oggetto delle raccomandazioni personalizzate. La consulenza alla pubblica amministrazione e il limite della non ingerenza nella struttura organizzativa delle scelte. — 11. Una clausola (di preventivo assenso) che modifica la causa e il tipo: il contratto col quale l'intermediario si obbliga a richiedere il preventivo assenso dell'investitore per compiere i singoli atti di gestione del portafoglio di denaro e di strumenti finanziari. — 12. La consulenza, e la gestione, automatizzate. — 13. I contratti che hanno ad oggetto servizi accessori e la rilevanza del collegamento giuridico ad uno o più servizi di investimento ai fini dell'applicazione della disciplina del t.u. intermediazione finanziaria e del regolamento intermediari. — 14. Il contratto di custodia e di amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti. — 15. Il contratto di concessione di credito o di prestito agli investitori e il caso della clausola di finanziamento c.d. *up front* nei contratti derivati. — 16. Il contratto di consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale o di strategia industriale. — 17. Il contratto di cambio collegato

alla prestazione di servizi di investimento. — 18. Il contratto di ricerca in materia di investimenti e di analisi finanziaria o di prestazione di raccomandazioni generali su operazioni relative a strumenti finanziari.

1. *La comune causa gestoria di organizzazione delle scelte dell'investitore tra i programmi di flussi finanziari.* — Il contratto del mercato finanziario non è il contratto di diritto comune.

L'ingresso della *substantive law* e della *regulation*, e in generale del diritto civile della finanza, nel territorio tradizionalmente presidiato dalle regole codicistiche della disciplina generale del contratto, nei problemi del contratto, nell'apparato rimediabile che tradizionalmente assiste il contratto, avviene tramite il requisito della causa, e per questo il diritto civile della finanza, che veicola molti principi, è, al pari di altri, fortemente dominato dal principio di causalità, non senza la tensione — percepibile <sup>(1)</sup> — tra il principio di causalità ed il modello anglosassone (acausale), che è la stessa tensione che si ravvisa tra il contratto (finanziario) di diritto italiano (causale; soggetto al canone di buona fede) ed il contratto di *common law* (acausale; soggetto al canone della parola scritta) <sup>(2)</sup>.

La presenza — e la ricerca — della causa hanno un impatto decisivo su tutti i problemi di qualificazione, e di conseguenza sull'identificazione dei rimedi.

Identificare una causa significa, innanzitutto, identificare un'area causale di riferimento, e quindi distinguere discipline e rimedi: causa disciplina e rimedi dei contratti di scambio, causa disciplina e rimedi dei contratti di gestione, causa disciplina e rimedi dei contratti di scommessa.

Il contratto di investimento è riconducibile alla causa gestoria <sup>(3)</sup> e in esso è la causa (senza aggettivi: la causa è sempre la causa concre-

---

(1) *Infra*, Cap. VII, n. 2. La tensione è avvertita da P. DE GIOIA CARABELLESE, *Il mito urbano della causa irrazionale dei contratti derivati*, in *dirittoeconomi.it*, 26 maggio 2023, pp. 1, 4.

(2) *Infra*, Cap. VII, n. 2. Evidenze empiriche della differenza illustrata nel testo sono illustrate da F. MENONCIN, *Negli ingranaggi della finanza*, Academia Universa Press, 2009, p. 12. Un'ampia trattazione della tematica generale del rapporto tra contratto di diritto italiano e *contract of common law* è in G. ALPA, voce *Autonomia contrattuale*, in *EdD, I tematici, I - Contratto*, s.d. ma Milano, 2021, p. 14.

(3) Ampiamente E. GABRIELLI-R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in E. Gabrielli-R. Lener (cur.), *I contratti del mercato finanziario*, II ed., Torino, 2011, pp. 37 ss.

ta (4)) l'elemento che distingue, poi, i singoli contratti di investimento (esecuzione di ordini, gestione individuale, consulenza etc.) (5).

La causa gestoria, comune a ciascuno dei singoli contratti di investimento, ivi compresa la consulenza (6), risiede nella cooperazione nell'organizzazione delle scelte dell'investitore tra i programmi di flussi finanziari, la quale si spiega innanzitutto con la ricaduta sistematica delle scelte (7). Un modo per organizzare le sue scelte è quello di programmare gli ordini che l'investitore conferirà e che l'intermediario eseguirà, in contropartita diretta (8) o sul mercato secondario (9). Un altro modo è quello di programmare la conclusione di contratti, dei quali saranno parte l'investitore e lo stesso intermediario (contrattazione *over the counter*) (10). Un altro modo, molto diverso, è per l'investitore quello di incaricare l'intermediario di compiere per suo conto le scelte di investimento (11). Un altro modo, un salto di qualità, il salto di qualità, è quello di assicurarsi, con varia modulazione, raccomandazioni personalizzate dell'intermediario, o di altro consulente, in vista dei possibili ordini di investimento, maturati allora dall'investitore a un livello professionale di consapevolezza, e da conferire poi da parte

---

(4) Nella Relazione al Re n. 80 si legge che « *in ogni singolo rapporto deve essere controllata la causa che in concreto il negozio realizza, per riscontrare non solo se essa corrisponda a quella tipica del rapporto, ma anche se la funzione in astratto ritenuta degna dall'ordinamento giuridico possa veramente attuarsi, avuto riguardo alla concreta situazione sulla quale il contratto deve operare* »: lo ricordano M. BARCELLONA, *Della causa, il contratto e la circolazione della ricchezza*, Milano, 2015, p. 70 e G. GRISI, *Spigolando su causa, derivati, informazione e nullità*, in *Persona e mercato*, 2016, p. 143. Afferma che lo scopo del contratto è quel che conta per il giudizio di liceità e di meritevolezza, sia per i contratti tipici sia per i contratti atipici, Cass., 7 novembre 2023, n. 30997. A proposito di derivati, t.a.r. Lazio Roma, 30 luglio 2020, n. 8876, in *One Legale* osserva che « *la struttura negoziale è di per sé una forma neutrale sul piano degli effetti, potendo le parti servirsi di varie modalità di configurazione del negozio che pongono in essere allo scopo di produrre determinati effetti o escluderne altri* ».

(5) E. GABRIELLI-R. LENER,  *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in E. Gabrielli-R. Lener (cur.), *I contratti del mercato finanziario*, II ed., Torino, 2011, p. 43.

(6) *Infra*, n. 10.

(7) Sostiene condivisibilmente R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XIII ed., Torino, 2024, p. 133 che il « *minimo comune denominatore che giustifica la ricomprensione dei servizi di investimento (...) va rintracciato nella rilevanza che tali servizi, se esercitati professionalmente, hanno per il buon funzionamento del mercato finanziario* ».

(8) *Infra*, nn. 2, 3.

(9) *Infra*, n. 4.

(10) *Infra*, n. 2.

(11) *Infra*, n. 7.

dell'investitore allo stesso intermediario che ha prestato la consulenza, o ad un altro intermediario (12).

Ma in finanza è contratto anche lo strumento « *involving a financial obligation* » (13) e in questa seconda accezione l'oggetto del contratto non è fuori dal contratto, ma è a sua volta il contratto e pone i problemi squisitamente civilistici del contratto (14).

In finanza « *cash flow is king* » (15): il contratto è un programma di flussi finanziari. Denaro per denaro attraverso il tempo.

Conviene allora distinguere subito tra due coppie di alternative: (i) la presenza o la mancanza della causa e (ii) quando la causa è presente, la liceità o illiceità della causa (16).

Anche in finanza la causa del contratto è la sintesi degli effetti essenziali e si presenta come la sintesi degli effetti finanziari voluti.

La causa manca, innanzitutto, se manca del tutto, o se è marcata-mente irrisoria, l'alea in capo all'uno o all'altro dei contraenti (non, se l'alea non è uguale o se è sproporzionata) (17).

La causa manca, inoltre, se manca l'effetto finanziario voluto, ad es. se lo scopo di gestire un rischio di tasso non corrisponde effettivamente al programma di flussi finanziari, perché manca la correlazione con il rischio sottostante (18) oppure — ed è il caso più frequente — perché lo strumento negoziato dall'investitore come « *una copertura* » ha in realtà un valore finanziario negativo, e quindi non è idoneo a rappresentare una copertura, e rappresenta semplicemente una modifica dell'esposizione al rischio (19).

Se è presente, la causa è lecita quando la sintesi degli effetti dell'alea finanziaria è trasparente. Quando entrambi i contraenti — intermediario e investitore — conoscono e condividono la stima della quantità e della qualità dell'alea. La causa non è mai lecita se l'alea che è oggetto dell'investimento è misurabile, ma uno dei due contraenti

(12) *Infra*, nn. 10, 11, 12.

(13) A.N. RECHTSCHAFFEN, *Capital Markets, Derivatives and the Law*, III ed., Oxford University Press, 2019, p. 49.

(14) G. LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali. la nozione civilistica di strumento finanziario*, Torino, 2009, pp. 253 ss.

(15) A. HUDSON, *Dealing with derivatives*, UCD 2005, p. 7, in *alastairhudson.com*.

(16) Ampia ricostruzione e riflessione in F. PIRAINO, *La causa del contratto come finalità individuale di rilevanza sociale*, in *EDP*, 2023, pp. 699 ss.

(17) *Infra*, nn. III, 3.

(18) *Infra*, nn. III, 3.

(19) *Infra*, nn. III, 3.

## CAPITOLO IV

I REQUISITI E LE CIRCOSTANZE CONCOMITANTI  
DEI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO

SOMMARIO: 1. I luoghi dove si eseguono gli atti di investimento (*trading venues*). — 2. La conoscenza dell'alea come requisito del consenso dell'investitore. — 3. Il presupposto della conoscenza dell'alea finanziaria e la conseguente irrilevanza della sproporzione tra i valori delle alee o delle prestazioni a carico dell'intermediario e dell'investitore. — 3.1. La determinazione o la determinabilità del tempo, del modo e del contenuto dei flussi finanziari: descrittiva del contenuto delle prestazioni. Oggettività e precisione dei criteri di determinazione e potere di arbitraggio. — 3.2. La misura numerica dell'alea: il *mark to market* e il *mark to model*. — 3.2.1. *Mark to market* o *mark to model* misurano numericamente il valore del contratto. — 3.2.2. *Mark to market* e *mark to model* sono calcolati convenzionalmente dall'intermediario (*calculation agent*). — 3.2.3. L'intermediario che agisce quale *calculation agent* non è un arbitratore, ma è incaricato di applicare il criterio di calcolo. — 3.2.4. Il *mark to market* e il *mark to model* nella giurisprudenza italiana, europea ed inglese. — 3.2.5. La rilevanza del *mark to market* o del *mark to model* al momento della conclusione del contratto e in qualsiasi momento successivo, fino all'eventuale scioglimento anticipato del contratto. — 3.3. L'espressione grafica della distribuzione dell'alea: gli scenari probabilistici e la conoscenza delle probabilità come requisito del consenso dell'investitore. — 4. I motivi più frequenti per i quali l'investitore si determina al compimento dei singoli atti di investimento. — 4.1. Eliminare o ridurre il rischio che un evento futuro, reale o temuto, possa comportare una perdita di denaro: la c.d. copertura (*managing risk, debt management*). — 4.1.1. Il motivo dell'intermediario. — 4.1.2. Il motivo dell'investitore. — 4.1.3. Le varie tipologie di rischio. — 4.1.4. *Managing risk* e *shifting risk*. — 4.1.5. Trasformazione dell'esposizione al rischio e natura di scommessa dello strumento c.d. di copertura. — 4.1.6. Il valore negativo originario dello strumento di trasformazione dell'esposizione al rischio esclude l'esistenza della c.d. copertura. — 4.1.7. Irrilevanza del valore successivo dello strumento di trasformazione dell'esposizione al rischio ai fini dell'esistenza e dell'efficacia della c.d. copertura. — 4.1.8. Il motivo c.d. di copertura non si accompagna ad una causa assicurativa. — 4.2. Assumere il rischio che un evento futuro possa comportare una perdita di denaro, al fine di guadagnare denaro: la c.d. speculazione. — 4.3. Lo scopo promiscuo: modellare e modulare le passività patrimoniali (*asset liability management*). — 4.4. Guadagnare denaro senza alcun rischio: il c.d. arbitraggio (*free lunch*). — 4.5. Evitare, o eludere, l'applicazione di norme imperative (*avoidance*). — 5. La predisposizione tendenzialmente unilaterale dei contratti, degli atti che integrano l'atto di inve-

stimento e degli ordini di investimento. — 6. La determinatezza o determinabilità e la liceità del compenso dell'intermediario. — 7. *Inducements*: i pagamenti e i benefici non monetari dai terzi all'intermediario. — 8. Un numero che agevola il confronto tra le offerte di mercato: l'indicatore sintetico di costo. — 9. La forma legale con funzione informativa e la forma spontanea o volontaria con funzione di certezza o di regolazione di contenuti complessi. — 9.1. La forma informativa del contratto di investimento e la necessità che la sottoscrizione da parte dell'investitore preceda il compimento di qualsiasi atto di investimento. — 9.1.1. La sottoscrizione e la consegna. — 9.1.2. Il consenso dell'intermediario che non ha sottoscritto il contratto. — 9.1.3. Il contenuto. — 9.1.4. Il carattere relativo della nullità e le sue conseguenze. — 9.1.5. Esclusione della natura di ratifica della produzione in giudizio del contratto. — 9.1.6. La data del contratto di investimento, del contratto che integra uno strumento finanziario e degli ordini. — 9.1.7. La forma dei contratti nella prassi anglosassone. — 9.2. La forma spontanea o volontaria dello strumento finanziario. — 9.3. La forma dell'ordine di investimento. — 9.3.1. La forma volontaria dell'ordine di investimento del cliente al dettaglio. — 9.3.2. La forma volontaria dell'ordine di investimento del cliente professionale o della controparte qualificata. — 9.3.3. L'imputazione degli ordini che non recano una sottoscrizione o che recano una sottoscrizione non autentica. — 9.4. La necessaria indicazione della facoltà di recedere dalla decisione di investimento maturata in compresenza fisica, ma in un luogo diverso dalla sede dell'intermediario. — 9.4.1. L'indicazione della facoltà di recesso. — 9.4.2. La nullità relativa per la mancata indicazione della facoltà di recesso. — 10. Il collegamento negoziale tra atti di investimento e tra atti di investimento ed altri contratti finanziari. — 11. La cessione *over the counter* del contratto concluso *over the counter*.

1. *I luoghi dove si eseguono gli atti di investimento* (trading venues). — Il luogo — non fisico, ovviamente — nel quale si compiono gli atti di investimento (*trading venue*) è più spesso un mercato regolamentato<sup>(1)</sup>, ma può essere un mercato non regolamentato o un diverso luogo che consente contrattazioni individualizzate<sup>(2)</sup>. In alternativa, si tratta di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione<sup>(3)</sup> o di un internalizzatore sistematico<sup>(4)</sup>.

Con l'eccezione del sistema organizzato di negoziazione, l'incontro tra domanda e offerta avviene sempre in base a regole non discreziona-

(1) C. ANGELICI, *Sul "contratto" di borsa*, Milano, 2021, p. 3. La nozione di mercato regolamentato ha sostituito quella di borsa: M. SEPE, *L'evoluzione della disciplina in tema di mercati*, in F. Capriglione (cur.), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, II ed., Napoli, 2019, p. 688.

(2) R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XIII ed., Torino, 2024, p. 171.

(3) Art. 1, comma 5-*octies*, lett. c) t.u. intermediazione finanziaria. In dottrina A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, III ed., Milano, 2020, p. 17; C. ANGELICI, *Sul "contratto" di borsa*, Milano, 2021, pp. 105, nt. 16.

li (5), e ciò rappresenta una particolarità rispetto alla nozione comune e tradizionale di libero mercato, in cui domanda e offerta possono bensì incontrarsi casualmente, ma anche in conseguenza di scelte discrezionali, e, entro i limiti di legge, anche del tutto arbitrarie.

La mancanza di discrezionalità esprime una regola peculiare riconducibile a un divieto di discriminazione (6), da intendersi qui non come preferenza ingiustificata, o mal giustificata, ma nell'accezione, dura, di rigida parità di trattamento (7), che è riferita agli ordini, non alla persona dei clienti (8).

Nel sistema multilaterale di negoziazione si concludono contratti che hanno ad oggetto strumenti finanziari quotati presso altri mercati, in virtù della convergenza di interessi multipli di acquisto e di vendita (9). Il sistema è gestito come l'attività di un soggetto privato, e così da un'impresa di investimento (10), o, in alternativa, da un gestore del mercato (11), e ciò segna il superamento del modello della gestione come servizio pubblico (12).

Se presta l'attività come un'impresa di investimento (13), l'intermediario non è parte di un contratto con l'investitore o con l'emittente,

---

(4) *Supra*, Cap. III, n. 3. Cfr. N. DE LUCA, *Prova della titolarità di azioni quotate ed esercizio di azioni giudiziarie. Rilevanza della custodian confirmation*, in *Società*, 2022, p. 749.

(5) Che le regole di incontro siano non discrezionali è essenziale: cfr. A. GIANNELLI, *I contratti dei sistemi multilaterali di negoziazione*, in G. Gitti-M. Maugeri-M. Notari (cur.), *I contratti per l'impresa*, II, p. 298.

(6) C. ANGELICI, *Sul "contratto" di borsa*, Milano, 2021, p. 13.

(7) Sulle ragioni di un divieto di discriminazione e su quelle di un divieto di disparità di trattamento D. MAFFEIS, *Offerta al pubblico e divieto di discriminazione*, Milano, 2007, pp. 57 ss.

(8) C. ANGELICI, *Sul "contratto" di borsa*, Milano, 2021, pp. 18, 86.

(9) Art. 1, comma 5-*octies*, lett. a) t.u. intermediazione finanziaria. Le Multilateral Trading Facilities (MTFs) corrispondono, secondo la vecchia dizione, agli ATS-Alternative Trading Systems. Ampiamente M. SEPE, *Le sedi di negoziazione e gli internalizzatori sistematici*, in F. Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2019, p. 713.

(10) È superata la riserva di gestione delle strutture di *trading* alle società di gestione dei mercati regolamentati: A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, IV ed., Milano, 2024, p. 218.

(11) Art. 18, comma 3-*bis* t.u. intermediazione finanziaria.

(12) Corte Cost., 18 febbraio 2010, n. 52, in *Contratti*, 2010, 1115.

(13) Comunicazione Consob n. DEM/11075027 in data 31 agosto 2011.

perché si limita a favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta di terzi investitori (14).

A differenza del sistema multilaterale di negoziazione, il sistema organizzato di negoziazione consente, eccezionalmente anche su base discrezionale, la sola interazione (e non invece l'incontro, com'è proprio del sistema multilaterale di negoziazione) tra interessi multipli di acquisto e di vendita. L'interazione può condurre alla conclusione di contratti relativi non a qualsiasi strumento finanziario (come, pure, è proprio del sistema multilaterale di negoziazione), bensì soltanto ad obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati (e così con l'esclusione principalmente delle azioni e degli altri strumenti finanziari *equity*) (15).

**2. La conoscenza dell'alea come requisito del consenso dell'investitore.** — Qualsiasi attività di investimento tra intermediario e investitore è sempre preceduta dalla conclusione del c.d. contratto quadro, che ha una funzione informativa, di grande rilevanza, ma meramente propedeutica (16).

L'attività di investimento è quella che segue cronologicamente alla conclusione del contratto di investimento e che consiste nel compimento dei singoli atti di investimento (17), che sono il frutto di un consenso che deve essere espresso consapevolmente (18), all'esito della

---

(14) R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XIII ed., Torino, 2024, p. 136.

(15) Art. 1, comma 5-*octies*, lett. b) t.u. intermediazione finanziaria. In dottrina R. GHETTI, *La disciplina dei sistemi di negoziazione: profili strutturali*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2019, p. 1005.

(16) *Infra*, n. 9.1. E. GABRIELLI-R. LENER,  *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento dopo la MiFID*, in E. Gabrielli-R. Lener (cur.), *I contratti del mercato finanziario*, II ed., Torino, 2011, p. 47 affermano condivisibilmente che il contratto di investimento non è un autonomo tipo contrattuale, bensì è una « categoria trasversale comprensiva, per finalità protettive degli investitori e di regolazione del mercato, di tutti i singoli contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento (dei quali, a loro volta, bisognerà invece verificare la tipicità o eventuale sottotipicità rispetto ai tradizionali tipi civilistici) ». Osserva D. D. ABATE, *La sostenibilità nella legislazione finanziaria: elemento essenziale del contratto di investimento o orpello accessorio*, in *Banca borsa*, 2023, I, p. 617 che « non vi è (...) una definizione normativa che individui, dal punto di vista tipologico, le caratteristiche essenziali comuni ai contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento ».

(17) *Infra*, n. 9.2, 9.3.

(18) *Infra*, n. 9.4. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XIII ed., Torino, 2024, p. 136.

## CAPITOLO V

L'OGGETTO DEI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO:  
PRODOTTI FINANZIARI E STRUMENTI FINANZIARI

## Sezione I

*Categorie e linee di tendenza dell'attività di investimento*

SOMMARIO: 1. La distinzione tra prodotti finanziari e strumenti finanziari. — 2. Dall'ordine pubblico di direzione alle misure di architettura sociale: gli investimenti sostenibili. — 3. Il fascino di guadagnare raccogliendo risparmio tra il pubblico: l'offerta attraverso internet e gli investimenti digitali. — 4. Gli investimenti *šari'a compliant*.

**1.** *La distinzione tra prodotti finanziari e strumenti finanziari.* — Nel mercato finanziario i beni e i servizi sono considerati per la loro idoneità a generare denaro. Pertanto, dal lato dell'offerta, qualsiasi bene o servizio si presta ad essere adoperato per raccogliere risparmio tra il pubblico.

Dal lato della domanda dell'investitore, qualsiasi bene o servizio si presta a essere adoperato per scopo di investimento, anzi lo scopo di investimento, soprattutto quello squisitamente speculativo, spiega la nascita di nuovi beni e servizi ed ispira la conformazione del contenuto di nuovi beni e servizi.

Ciò spiega perché l'essenza dell'investimento non è il bene che forma l'oggetto di esso, ma lo scopo di generare denaro <sup>(1)</sup>. Ciò spiega anche perché si presume che lo scopo sia di investimento, anche

---

(1) S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in M. Cera-G. Presti (dir.), *Il Testo Unico finanziario*, Bologna, 2020, I, p. 79; M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, p. 55. La qualificazione di un'operazione economica come atto di investimento integra « un giudizio di fatto, incensurabile in sede di legittimità, in quanto di natura strettamente interpretativa »: Cass., 8 febbraio 2019, n. 3712.

quando è dubbio se sia prevalente lo scopo di generare denaro o quello di godere e di disporre del bene (2).

La causa di investimento accomuna gli atti che hanno ad oggetto il prodotto finanziario (che non integra uno strumento finanziario (3)) e lo strumento finanziario, anche se i criteri di distinzione tra prodotto finanziario e strumento finanziario non sono univoci (4).

2. *Dall'ordine pubblico di direzione alle misure di architettura sociale: gli investimenti sostenibili.* — In finanza, la « *contribuzione sostanziale* » al raggiungimento di obiettivi ambientali e il principio di « *non arrecare un danno significativo* » ad alcun obiettivo di sostenibilità sono misure di architettura sociale che esprimono un — ulteriore e poderoso — principio, ad oggi dai contorni non del tutto definiti, di ordine pubblico economico di direzione (5).

Una definizione di « *fattori di sostenibilità* » si trova nel Regola-

(2) Cfr. Documento Consob per la Discussione 19 marzo 2019 - *Le offerte iniziali e gli scambi di crypto-attività*, in *consob.it*; Comunicazione n. DTC/13038246 in data 6 maggio 2013, in *consob.it*.

(3) Altra è la nozione di prodotto finanziario ai fini del Regolamento UE 2019/2088: « *un portafoglio gestito conformemente al punto 6) del presente articolo; un fondo di investimento alternativo (FIA); un IBIP; un prodotto pensionistico; uno schema pensionistico; un OICVM; un PEPP* » (art. 2, comma 12).

(4) S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in M. Cera-G. Presti (dir.), *Il Testo Unico finanziario*, Bologna, 2020, I, p. 79.

(5) *Supra*, Cap. I, n. 7; *infra*, Cap. VI, n. 19.2. L'art. 9, comma 3 Cost. prevede che « *La Repubblica (...) tutela l'ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni* ». L'art. 41, comma 2 e 3 Cost. prevede che « *L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi (...) in modo da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza (...)* » e « *La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini (...) ambientali* ». In dottrina F. FIMMANÒ, *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell'impresa?*, in *Giur. comm.*, 2023, I, pp. 777 ss.; R. MARINO, *La tutela dell'investitore retail. Una realtà in continuo divenire tra "spinte gentili", strumenti di public enforcement e rimedi civilistici (seconda parte)*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2023, pp. 168 ss.; M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *CeI*, 2023, p. 63 (il quale osserva che « *è difficile accettare l'idea che, in un mondo chiamato ad affrontare problemi epocali (crisi ambientale, ordine internazionale, rispetto dei diritti fondamentali), il diritto dell'impresa possa rimanere isolato e impermeabile, governato dall'unico principio di ricerca del profitto* »); M. E. SALERNO, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione "orientato al prodotto"*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2022, p. 65.

mento UE 2019/2088 (c.d. SFDR (6)), dove «*per fattori ESG si intendono “le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva”*» (7).

Un primo insieme di investimenti sostenibili, che si concludono attraverso il consenso sulle qualità ESG (8), è quello che ha ad oggetto prodotti finanziari riferiti ad «*un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale*» (9). La misura di architettura sociale consiste nel «*mitigare le problematiche ambientali dello sviluppo*» e nel fornire supporto a «*piani governativi di c.d. transizione ecologica*» (10). La nozione di investimento sostenibile include l'investimento in attività economiche che contribuiscano a un obiettivo ambientale, e così comprende l'«*investimento ecosostenibile*», che è l'investimento in «*attività economiche ecosostenibili*» ai sensi del Regolamento UE 2020/852 (11).

Come accade per l'indicatore sintetico di costo (12), anche la nozione di contribuzione (dell'attività economica) a un obiettivo ambientale si può esprimere in numeri. Essa si misura, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse che concernono l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di

---

(6) Art. 2, punto 24 Regolamento UE 2019/2088. Obiettivo è quello di armonizzare la normativa in tema di «*trasparenza per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari per quanto riguarda l'integrazione dei rischi di sostenibilità e (...) considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi e nella comunicazione delle informazioni connesse alla sostenibilità relative ai prodotti finanziari*» attraverso la creazione di standard comuni per la rendicontazione e la divulgazione di informazioni, per orientare gli investitori verso una scelta più informata e consapevole della tipologia di prodotto finanziario.

(7) Cfr. F. LAUS, *Corporate Sustainability Due Diligence e amministrazione del rischio*, in *Società*, 2024, p. 927; E. LOCASCIO ALIBERTI, *Obiettivi long-term e durata dell'incarico di amministratore nella S.p.A.*, in *Società*, 2023, p. 798, n. 61.

(8) *Supra*, Cap. II, n. 2. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, XII ed., Torino, 2023, p. 322, nt. 20.

(9) Art. 6, comma 2 del Regolamento UE 2019/2088.

(10) M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell'impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa*, 2023, I, p. 584; A. GENOVESE, *L'armonizzazione del reporting di sostenibilità delle imprese azionarie europee dopo la CSRD*, in *CeI*, 2023, p. 90.

(11) Ampiamente A. ZOPPINI, *La finanza sostenibile al servizio del Paese: situazione attuale e strategie future*, in *Scritti in memoria di Rodolfo Sacco*, Torino, 2024, II, pp. 1853 ss.

(12) *Supra*, Cap. IV, n. 8.

materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare.

Un secondo insieme di investimenti sostenibili, che si concludono attraverso il consenso sulle qualità ESG, è quello che ha ad oggetto prodotti finanziari riferiti ad « *un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale* » e che « *contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza* » o « *promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali* ».

Un terzo insieme di investimenti sostenibili, che si concludono attraverso il consenso sulle qualità ESG, riguarda gli investimenti « *in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate* ».

L'investimento, a qualunque insieme appartenga e qualunque sia il prodotto finanziario che forma oggetto di esso, è sostenibile a condizione che non arrechi « *un danno significativo* » ad alcun obiettivo sostenibile <sup>(13)</sup> e a condizione che le imprese che beneficiano degli investimenti « *rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali* » <sup>(14)</sup>.

Possono essere investimenti sostenibili, oppure non, gli *ESG-related derivatives*, a seconda che la mera connessione a una variabile ad es. climatica si accompagni, oppure non, a una contribuzione ad obiettivi ESG <sup>(15)</sup>. La caratteristica della sostenibilità dipende dagli obiettivi, non dal parametro ai quali i flussi sono connessi.

Casi di *greenwashing* <sup>(16)</sup>, di ambientalismo di facciata, o simili, sono favoriti dalla scarsa conoscenza degli strumenti finanziari sostenibili <sup>(17)</sup>. Se ricorrono i presupposti di rilevanza di un vizio del consenso (errore, dolo), i casi di *greenwashing* possono certamente

(13) Cfr. art. 2-bis del Regolamento UE 2019/2088, introdotto dall'art. 25 del Regolamento UE 2020/852.

(14) Art. 6, comma 2 del Regolamento UE 2019/2088.

(15) *Infra*, sez. terza, n. 6.

(16) Il *greenwashing* è definito « *appropriazione indebita di virtù ambientaliste finalizzata alla creazione di un'immagine "verde"* » da Cons. Stato, 27 aprile 2017, n. 1960. Cfr. F. PISTELLI, *L'indicizzazione del regolamento contrattuale*, Trento, 2023, p. 94; R. MARINO, *La tutela dell'investitore retail. Una realtà in continuo divenire tra "spinte gentili", strumenti di public enforcement e rimedi civilistici (seconda parte)*, in *Osservatorio dir. civ. com.* 2023, n. 176.

(17) A. Zorzi, *La tutela dell'investitore retail. Una realtà in continuo divenire tra "spinte gentili", strumenti di public enforcement e rimedi civilistici (seconda parte)*, in *Osservatorio dir. civ. com.* 2023, n. 176.

## CAPITOLO VI

### LE REGOLE DI ESECUZIONE DEI CONTRATTI DEL MERCATO FINANZIARIO E I RIMEDI

SOMMARIO: 1. Fiducia: servire al meglio l'interesse dei clienti per l'integrità dei mercati. — 1.1. Regole organizzative interne a carico dell'intermediario. — 1.2. Fuori dal contratto di consulenza che prevede la valutazione periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari, non esiste un obbligo legale dell'intermediario di informare l'investitore dell'andamento dell'investimento. — 2. Le regole di fonte secondaria a carico dell'intermediario che possono aggiungersi alle regole di fonte primaria. — 3. L'obbligo a carico dell'intermediario di informare l'investitore e di verificare che l'investitore abbia compreso l'informazione. — 4. L'adeguatezza degli atti di investimento come regola di condotta dell'intermediario nei servizi di consulenza e di gestione individuale. — 5. L'appropriatezza degli atti di investimento come regola di condotta dell'intermediario nei servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione individuale. — 6. La *best execution* come regola generale di condotta dell'intermediario. — 7. Il dolo e la colpa come elementi soggettivi della condotta illecita dell'intermediario. Il concorso di colpa, la quantificazione del danno, la prevedibilità. — 8. La simulazione dell'esecuzione di ordini, in presenza di una gestione. Il compimento di atti discrezionali nell'esecuzione di ordini. — 9. L'onere dell'intermediario di provare l'adempimento di obblighi di condotta e informativi nei giudizi di risarcimento del danno e nei giudizi di nullità, annullamento per dolo e risoluzione per inadempimento. — 10. L'onere dell'investitore di provare il danno e le voci del danno risarcibile. — 10.1. L'onere della prova della sussistenza e della misura del danno. — 10.2. I fatti che determinano il nesso di causalità. Esclusione del *disgorgement* e trasferimento degli *inducements*. — 10.3. La limitata rilevanza della distribuzione quantitativa e qualitativa dell'alea ai fini della liquidazione del danno. Possibile rilevanza del *mark to market* e irrilevanza del *mark to model*. — 10.4. Il danno nelle scommesse finanziarie. — 10.5. L'irrilevanza, ai fini della liquidazione del danno, della prognosi sulle modificazioni di valore successive alla decisione. — 11. L'onere dell'intermediario di provare la mancanza del nesso di causalità tra inadempimento degli obblighi informativi e danno. L'onere dell'investitore di provare il nesso di causalità nel servizio di consulenza e nel servizio di gestione con clausola di preventivo assenso. — 11.1. La presunzione del nesso di causalità e la prova contraria. — 11.2. L'irrilevanza della propensione al rischio ai fini del giudizio sul nesso di causalità. — 11.3. Che l'investitore avrebbe agito in modo razionale è sempre un *thema probandum*, anche tramite presunzioni, non una massima di esperienza. — 11.4. L'onere dell'investitore di provare il nesso di causalità nel servizio di consulenza. — 11.5. L'onere dell'investitore di provare il nesso di causalità nel caso di più

raccomandazioni personalizzate provenienti da intermediari e consulenti diversi. — 11.6. L'onere dell'investitore di provare il nesso di causalità nel servizio di gestione con clausola di preventivo assenso. — 12. La prescrizione, decennale, dell'azione di risarcimento del danno, e la decorrenza del termine dal momento della verifica del danno. — 12.1. La natura della responsabilità dell'intermediario e il termine decennale di prescrizione. — 12.2. L'ipotesi di scuola della prescrizione quinquennale da illecito aquiliano. — 12.3. La decorrenza del termine di prescrizione dal momento in cui il danno, come prospettato dall'attore, è divenuto percepibile con l'ordinaria diligenza. — 12.4. La non risarcibilità del *mark to market* negativo originario dei derivati. — 13. Il dolo o la colpa come elementi soggettivi della condotta illecita dell'investitore e il concorso del dolo o della colpa dell'investitore. — 13.1. Obblighi e oneri dell'investitore. — 13.2. Il cliente che si affida. — 13.3. Il cliente ignaro. — 13.4. Il cliente furbo. — 13.5. Il cliente che collude con l'intermediario. — 13.6. Il cliente negligente. — 14. La responsabilità dell'intermediario per il fatto del consulente finanziario o del preposto *de facto* e la responsabilità del consulente finanziario per il fatto proprio. — 14.1. La responsabilità dell'intermediario per il fatto del consulente finanziario. — 14.2. La responsabilità dell'intermediario per il fatto del preposto *de facto* e del terzo del quale è tollerata un'attività corrispondente a quella di un consulente o di un preposto. — 14.3. La responsabilità dell'intermediario per il fatto del consulente o preposto apparente. — 14.4. Il diritto di regresso dell'intermediario. — 15. L'inefficacia dell'atto di investimento compiuto dall'intermediario in violazione di un obbligo di astensione e l'inefficacia dell'atto di investimento compiuto dall'intermediario in una situazione di conflitto di interessi. — 15.1. Il nesso di causalità tra l'inadempimento di un obbligo di astensione e il danno. — 15.2. La varietà degli obblighi di astensione. — 15.3. Il doppio presupposto al quale è subordinata l'efficacia dell'atto di investimento in capo all'investitore. — 16. La risoluzione per inadempimento del contratto di investimento o di un singolo ordine e la risoluzione per inadempimento del contratto che integra uno strumento finanziario. — 16.1. Le diverse fattispecie di risoluzione. — 16.2. La risoluzione del contratto di esecuzione di ordini per conto del cliente o di negoziazione in contropartita diretta o di consulenza. — 16.3. La liceità della risoluzione c.d. selettiva. — 16.4. La risoluzione del contratto di gestione individuale. — 16.5. Gli effetti della risoluzione. — 17. Presupposti e limiti della rescissione e della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta degli atti di investimento che integrano contratti razionalmente aleatori. — 18. L'articolata condotta dell'intermediario che integra la *product governance*. — 18.1. Gli strumenti finanziari devono servire a qualcosa. — 18.2. Gli obblighi e la responsabilità contrattuale del *manufacturer*. — 18.3. La prevenzione del pregiudizio all'integrità del mercato e le analisi di scenario. — 18.4. Gli obblighi e la responsabilità contrattuale del *distributor*. — 18.5. I rapporti tra *manufacturer* e *distributor*. — 18.6. La responsabilità extracontrattuale del *manufacturer*. — 19. I vizi del consenso e l'annullabilità degli ordini di investimento. — 19.1. Informazione e regole di condotta dell'intermediario e vizio del consenso dell'investitore. — 19.1.1. Il consenso non disinformato o completamente informato, ma assente perché non consapevole. — 19.1.2. Il consenso consapevole ma non completamente informato, e quindi potenzialmente viziato. — 19.1.3. La prova dell'errore. — 19.1.3.1. La ripartizione dell'onere della prova dell'informazione (a carico

dell'intermediario) e dell'incidenza della non completa informazione sul consenso (a carico dell'investitore). — 19.1.3.2. L'errore sulla natura dell'atto di investimento o dello strumento finanziario. — 19.1.3.3. L'errore sulla qualità dello strumento finanziario. — 19.1.3.4. La riconoscibilità del vizio. — 19.1.4. La prova del dolo, commissivo o più spesso omissivo, e rilevante anche se colposo. — 19.1.4.1. Il dolo determinante. — 19.1.4.2. Il dolo incidentale. — 19.1.5. Gli effetti dell'annullamento. — 19.2. La verifica dell'incidenza, sulla formazione del consenso, della mancanza o dell'erroneità delle comunicazioni relative alle qualità ESG. — 20. Le restituzioni da invalidità o da scioglimento dell'atto di investimento. — 20.1. Le restituzioni e la concezione reale dell'arricchimento per diritto italiano. — 20.2. Le restituzioni e la concezione patrimoniale dell'arricchimento per diritto inglese. — 21. Le situazioni di conflitto di interessi, l'azione dell'intermediario in conflitto di interessi con l'investitore e la contrarietà all'interesse dell'investitore degli effetti degli atti di investimento, per l'incidenza di un interesse in conflitto. — 21.1. L'azione dell'intermediario nelle diverse situazioni di conflitto di interessi. — 21.2. La prevenzione e la gestione delle situazioni di conflitto di interessi. — 21.3. L'informazione sulla singola situazione di conflitto di interessi. — 21.4. Conflitto di interessi nel compimento di atti di investimento e rimedi. — 21.4.1. I casi in cui opera la presunzione legale implicita del nesso di causalità. — 21.4.2. I casi in cui il danno è *in re ipsa* e l'autorizzazione dell'investitore ad agire nella situazione di conflitto di interessi. — 21.4.3. Il danno. — 22. La redazione e la pubblicazione dei bilanci, le comunicazioni sociali e la responsabilità dell'emittente e degli amministratori e sindaci. — 23. Il prospetto d'offerta e la responsabilità dell'emittente o dell'offerente, dell'intermediario collocatore, di Consob. — 23.1. La responsabilità dell'emittente, dell'offerente, del garante, delle persone che si occupano di parti delle informazioni contenute nel prospetto. — 23.2. La responsabilità dell'intermediario collocatore. — 23.3. La responsabilità di Consob. — 24. La responsabilità delle agenzie di *rating*, dei fornitori di *rating* ESG e dei *proxy advisors*. — 24.1. La responsabilità delle agenzie di *rating*. — 24.2. La responsabilità dei fornitori di *rating* ESG. — 24.3. La responsabilità dei *proxy advisor*. — 25. Prevenire gli effetti sistemici di inadempimenti e insolvenze sui mercati finanziari: i *financial collateral arrangements*. — 25.1. Le ragioni di ordine pubblico di direzione della liceità della realizzazione delle garanzie finanziarie. — 25.2. La ragionevolezza delle condizioni di realizzo delle garanzie finanziarie. — 25.3. La nullità dei contratti di garanzia con trasferimento del titolo di proprietà conclusi con i clienti al dettaglio. — 25.4. Le condizioni di liceità dei contratti di garanzia con trasferimento del titolo di proprietà conclusi con i clienti professionali e le controparti qualificate.

**1. Fiducia: servire al meglio l'interesse dei clienti per l'integrità dei mercati.** — L'ufficio di diritto privato dell'intermediario è al servizio della trasparenza dell'alea che il cliente è destinato ad assumere con il compimento di ciascun atto di investimento, perché l'investitore deve essere consapevole e autoresponsabile <sup>(1)</sup> ed è esattamente la traspa-

---

(1) *Supra*, Cap. I, n. 12.

renza ciò che garantisce l'una e l'altra cosa (è impossibile che il cliente sia consapevole di un'alea che non conosce, è un'idea sciocca dell'autoresponsabilità che essa non presupponga la conoscenza di ciò, di cui si è autoresponsabili quando si consente).

L'esigenza della consapevolezza dell'alea e dell'autoresponsabilità degli investitori non esclude che sussista allo stesso tempo l'esigenza che gli investitori abbiano fiducia nei mercati finanziari e così, innanzitutto, che essi nutrano fiducia negli intermediari finanziari e nei consulenti finanziari. Occorre così la fiducia nel modo come intermediari e consulenti profilano <sup>(2)</sup>, come gestiscono il c.d. ascensore dei clienti al dettaglio o professionali da una categoria all'altra <sup>(3)</sup>, come giudicano le esigenze di un fiduciante <sup>(4)</sup>, come illustrano la sostanziale differenza tra una consulenza e una consulenza con preventivo assenso <sup>(5)</sup>, come pensano di prevenire e di organizzarsi per gestire le situazioni di conflitto di interessi <sup>(6)</sup>, come valutano il merito di credito per erogare un *up front* <sup>(7)</sup>, come chiariscono all'investitore il significato della stima della misura dell'alea e degli scenari probabilistici e il limite di attendibilità di un modello <sup>(8)</sup>, come applicano il criterio di calcolo della misura dell'alea <sup>(9)</sup>, come cooperano alla gestione del rischio studiando i debiti dell'impresa o dell'ente o un singolo finanziamento <sup>(10)</sup>, e così via.

Il fine ultimo della fiducia degli investitori attuali e potenziali nell'onestà e nella professionalità degli intermediari e dei consulenti finanziari, e quindi della fiducia che essi possono riporre nei mercati finanziari, è che chi investe o pensa di investire possa decidere di farlo nella convinzione di assumere l'alea dell'investimento (e di assumerla tutta intera, indipendentemente dal motivo dell'investimento e dalle intime speranze di buona sorte) e non si senta, invece, esposto alle conseguenze del dolo o della colpa dell'intermediario o del consulente.

A presidio della fiducia sta innanzitutto l'art. 21 t.u. intermediazione finanziaria che contiene un lungo elenco di obbligazioni a carico

---

(2) *Supra*, Cap. II, n. 2.

(3) *Supra*, Cap. II, nn. 4, 9.

(4) *Supra*, Cap. II, n. 11.

(5) *Supra*, Cap. III, n. 11.

(6) *Infra*, n. 21.

(7) *Supra*, Cap. III, n. 15.

(8) *Supra*, Cap. IV, nn. 3, 21, 23.

(9) *Supra*, Cap. IV, n. 23.

## CAPITOLO VII

LA TUTELA DEI DIRITTI NEI CONTRATTI  
DEL MERCATO FINANZIARIO

SOMMARIO: 1. Le clausole di proroga della giurisdizione e il limite dell'ordine pubblico internazionale all'efficacia in Italia delle sentenze del giudice straniero, in particolare del giudice del Regno Unito e dello Stato di New York, e dei lodi internazionali. — 1.1. Le clausole di proroga della giurisdizione. — 1.2. La contemporanea pendenza di due processi in Italia e in uno Stato diverso e la sospensione. — 1.3. I contratti si eseguono, non si impugnano: la scelta del giudice del Regno Unito o dello Stato di New York. — 1.4. Il limite dell'ordine pubblico internazionale al riconoscimento in Italia dell'efficacia delle sentenze del giudice del Regno Unito e dello Stato di New York, e dei lodi internazionali. — 2. La legge applicabile e le norme di applicazione necessaria. — 2.1. Le clausole di scelta della legge applicabile. — 2.2. Perché, anche indipendentemente dal giudice, la legge del Regno Unito è amica degli intermediari finanziari. — 2.3. Le norme di applicazione necessaria. — 3. La tutela degli interessi collettivi dei clienti al dettaglio che siano consumatori. — 4. La ripartizione degli affari interni dell'ufficio del tribunale. La mediazione obbligatoria. L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF). — 4.1. La ripartizione degli affari interni dell'ufficio del tribunale. — 4.2. La mediazione obbligatoria. — 4.3. L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF). — 5. Il limite della nullità c.d. selettiva.

**1.** *Le clausole di proroga della giurisdizione e il limite dell'ordine pubblico internazionale all'efficacia in Italia delle sentenze del giudice straniero, in particolare del giudice del Regno Unito e dello Stato di New York, e dei lodi internazionali.*

**1.1.** *Le clausole di proroga della giurisdizione.* — Con apposita clausola del contratto di investimento <sup>(1)</sup>, intermediario e investitore possono scegliere un foro esclusivo <sup>(2)</sup> o concordare la proroga della giurisdizione a favore di un giudice straniero appartenente all'Unione

---

(1) *Supra*, Cap. IV, n. 9.1.3.

(2) Art. 28 c.p.c.

Europea <sup>(3)</sup> o del giudice di uno Stato terzo <sup>(4)</sup>, anche tra quelli che, in mancanza di accordo, non avrebbero competenza <sup>(5)</sup>.

Anche ove non si applichi il requisito di forma del contratto di investimento <sup>(6)</sup>, e tra intermediario e investitore la forma non sia stata pattuita o adottata spontaneamente <sup>(7)</sup>, la clausola di elezione del foro esclusivo deve « *risultare da atto scritto* » <sup>(8)</sup> e la clausola di proroga della giurisdizione deve essere conclusa o provata « *per iscritto* » <sup>(9)</sup>.

Se il giudice ha accertato la propria competenza in base all'accordo, qualunque autorità giurisdizionale di un altro Stato membro deve dichiarare la propria incompetenza <sup>(10)</sup>.

Non è infrequente che si incontrino clausole di proroga della giurisdizione che siano contrastanti, contenute in diversi contratti

---

(3) Art. 25 del Regolamento 1215/2012, Bruxelles I-bis. Il par. 5 dell'art. 25 del Regolamento Bruxelles I-bis 1215/2012 stabilisce la regola dell'autonomia della clausola di scelta del foro rispetto alle altre clausole del contratto (« *Una clausola attributiva di competenza che fa parte di un contratto si considera indipendente dalle altre clausole contrattuali. La validità della clausola attributiva di competenza non può essere contestata per il solo motivo che il contratto è invalido* »): L. PENASA, *Gli accordi sulla giurisdizione e i terzi*, I, *Natura e legge regolatrice*, Padova, 2012, pp. 95 ss.

(4) Art. 4 della l. n. 218/1995. Osservano M. ANOLLI-A. PERRONE, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, p. 217, nt. 71 che « *con l'uscita dall'Unione europea il Regno Unito è da considerare come un Paese terzo* » sicché « *la clausola di proroga della giurisdizione contenuta nell'ISDA Master Agreement non risulta più soggetta al Regolamento (UE) 1215/2012 (Bruxelles I-bis) e, per conseguenza, non comporta più l'automatica declinazione della giurisdizione da parte del giudice italiano* ».

(5) Artt. 25, 26 Regolamento Bruxelles I-bis n. 1215/2012. Illustra la validità delle clausole che designano i giudici di uno Stato membro S.M. CARBONE-C.E. TUO, *Il nuovo spazio giuridico europeo in materia civile e commerciale. Il Regolamento UE n. 1215/2012*, 7<sup>a</sup> ed., Torino, 2016, p. 250.

(6) *Supra*, Cap. IV, n. 9.1.

(7) *Supra*, Cap. IV, n. 9.2.

(8) Art. 28 c.p.c.

(9) Il carattere esclusivo si presume: art. 25 Regolamento Bruxelles I-bis 1215/2012, art. 4, comma 2 l. 31 maggio 1995, n. 218.

(10) Cass. (ord.), SS.UU., 15 luglio 2024, n. 19456. L'art. 31, paragrafo 3 Regolamento Bruxelles I-bis 1215/2012. In tal senso, v. ad es. C. SILVESTRI, *Gli accordi sulla giurisdizione nella nuova disciplina degli artt. 25 e 31 nel Reg. 1215/2012*, in *International journal of procedural law*, 2015, 21 e 32. Il considerando n. 20 del Regolamento c.d. Bruxelles I-bis precisa che « *Quando emerge una questione circa la validità di un accordo relativo alla scelta del foro a favore dell'autorità giurisdizionale o delle autorità giurisdizionali di uno Stato membro, essa dovrebbe essere decisa secondo la legge dello Stato membro del foro o dei fori prescelti nell'accordo, comprese le norme di tale Stato membro sul conflitto di leggi* ».

relativi allo stesso rapporto contrattuale tra intermediario ed investitore <sup>(11)</sup>.

La proroga della giurisdizione si estende alle domande subordinate o alternative <sup>(12)</sup>, ma non — secondo la giurisprudenza italiana <sup>(13)</sup> — ad un contratto collegato (ad es. un mandato soggetto alla giurisdizione inglese sottoscritto prima del modulo ISDA, salvo il caso in cui il giudice inglese abbia già deciso in via definitiva sulla giurisdizione, nel senso che la giurisdizione è inglese <sup>(14)</sup>), o ad un illecito extracontrattuale (ad es. per la condotta precedente alla sottoscrizione del modulo ISDA o alla conclusione dei singoli atti di investimento) <sup>(15)</sup>.

È valido l'accordo di proroga della giurisdizione che vincola soltanto una delle parti contraenti, mentre l'altra è libera di adire a sua scelta altri giudici fra quelli che sarebbero competenti in assenza di accordo <sup>(16)</sup>, o che indica giurisdizioni (anche esclusive, ma) diverse per ciascuna delle parti dell'accordo di proroga (c.d. clausole di proroga della giurisdizione asimmetriche).

---

(11) A. HUDSON, *The law of finance*, Second Edition, London: Sweet & Maxwell, 2013, pp. 129; 465 s. Cfr. Cass. (ord.), SS. UU., 15 luglio 2024, n. 19456; Trib. Milano, 25 luglio 2024, ined.: sono i casi in cui il contratto di mandato conferito dall'ente locale alla banca contiene la clausola di proroga della giurisdizione a favore del giudice italiano e il successivo *master agreement* ISDA contiene la clausola di proroga della giurisdizione a favore del giudice inglese.

(12) V. ad es. Cass., SS.UU. (ord.) 29 maggio 2023, n. 14939; Cass., SS.UU. (ord.) 23 luglio 2021, n. 21165; Cass., SS.UU. (ord.) 14 aprile 2020, n. 7822; Cass., SS.UU. ord. 26 aprile 2017, n. 10233, in *Fallimento*, 2017, pp. 775 ss.; Cass. 26 giugno 2015, n. 13203, in *Corr. giur.*, 2015, 1498 ss.; Cass. ord. 14 aprile 2008, n. 9745, in *Int'l Lis*, 2009, 28 ss.; Cass. SS.UU. 20 febbraio 2007, n. 3841, *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2008, pp. 160 ss.

(13) V. ad es. Cass. SS.UU. 14 giugno 2007, n. 13894; Cass. SS.UU. ord. 1° febbraio 2010, n. 2224, in *dejure.it*.

(14) Cass. (ord.), SS.UU., 15 luglio 2024, n. 19456.

(15) V. Cass., SS.UU., 18 dicembre 2020, n. 29107 (su cui F. GIORGIANNI-C. M. TARDIVO, *Il nuovo diritto delle banche e degli intermediari finanziari in Italia e in Europa*, Torino, 2021, p. 637); Cass. SS.UU. 19 gennaio 2017, n. 1311, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2017, 1047 ss., Cass. SS.UU. ord. 18 settembre 2014, n. 19675, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2015, pp. 653 ss.; Cass. SS.UU. ord. 27 febbraio 2012, n. 2926, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2012, pp. 941 ss.

(16) Cass. SS.UU. 8 marzo 2012, n. 3264, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2013, pp. 142 ss. In dottrina, per la validità della clausola, già E. RIGHETTI, *La deroga alla giurisdizione*, Milano, 2002, pp. 292 ss.

**1.2.** *La contemporanea pendenza di due processi in Italia e in uno Stato diverso e la sospensione.* — Nel caso in cui pendano due giudizi (identici o connessi) — uno, instaurato dinanzi al foro prescelto dalle parti la cui competenza si fonda sull'art. 4 o sugli artt. 7, 8 o 9 del Regolamento Bruxelles I-bis, l'altro, successivamente instaurato dinanzi al giudice italiano — il giudice del foro derogato può disporre la sospensione del processo, in pendenza del giudizio dinanzi al giudice dello Stato designato dalle parti, qualora (i) la sentenza di merito possa essere riconosciuta ed eventualmente eseguita nello Stato membro <sup>(17)</sup> e (ii) la sospensione del processo sia necessaria per la corretta amministrazione della giustizia <sup>(18)</sup>.

Se davanti a un giudice italiano e ad uno inglese pendono due controversie relative agli stessi atti di investimento, fermo che non si applica l'art. 295 c.p.c., perché la pregiudizialità riguarda un processo straniero <sup>(19)</sup>, il regime è diverso a seconda che il processo inglese sia

---

(17) Può essere ostativa alla sospensione la circostanza che, ad un giudizio prognostico, si ritenga che la decisione da rendersi da parte del giudice straniero possa contenere « disposizioni » che « produc(a)no effetti contrari all'ordine pubblico ». L'opportunità di sospendere il processo è subordinata, tra l'altro, alla prognosi riguardo alla circostanza che « l'autorità giurisdizionale dello Stato terzo [quale è il Regno Unito, n.d.r.] emetta una decisione che può essere riconosciuta e, se del caso, eseguita in tale Stato membro »: G. CAMPEIS-A. DE PAULI, *La procedura civile internazionale*, Padova, 1996, p. 167.

(18) Artt. 33 e 34 del Regolamento Bruxelles I-bis 1215/2012, relativi rispettivamente alla litispendenza ovvero alla connessione tra una giurisdizione di uno Stato membro dell'Unione europea e quella di uno Stato terzo. Cfr. sul punto A. MALATESTA-G. VITELLINO, *Le novità in materia di proroga della giurisdizione*, in AA.Vv., *La riforma del Regolamento Bruxelles I*, a cura di A. MALATESTA, Milano, 2016, p. 75.

(19) L'art. 295 c.p.c. è inapplicabile quando si tratta di valutare la pregiudizialità di un processo straniero. Come insegna la dottrina, « La disciplina sulla (...) connessione estera tra giudizi che investono contestualmente uno Stato membro e ordinamenti estranei alla disciplina uniforme va ritrovata (...) nel regolamento n. 1215/2012 » (R. LUZZATTO, *Articolo 7*, in F. POCAR, T. TREVES, S.M. CARBONE, A. GIARDINA, R. LUZZATTO, F. MOSCONI, R. CLERICI, *Comm. nuovo dir. int. priv.*, Padova, 1996, p. 159). FED. SARTORI, *Sospensione del processo per pregiudizialità tecnica in un contratto autonomo di garanzia*, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2016, p. 492 afferma che « la sospensione necessaria ex art. 295 cod. proc. civ. opera nei casi di cui previsti dalla legge e, in ogni caso, norma ricognitiva di ipotesi già legislativamente disciplinate ». In

ISBN 978-88-28-86830-9



9 788828 868309

**€ 62,00**

024223577