

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

1 / 2017

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Maserà
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

PARTE PRIMA

ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *L'Europa e le banche. Le 'incertezze' del sistema italiano*
(Europe and banks. The 'uncertainties' of the Italian system).....1

SANDRO AMOROSINO – *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche dell'era telematica*
(Public settings of the economic activities carried out with electronic tools).....21

FRANCESCO DI CIOMMO – *La consulenza finanziaria alla luce della Mifid 2: profili giuridici*
(Investment advisory under MIFID 2: legal issues).....39

ALBERTO LUPOI – *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento* ("Financial products" within the scope of law: rising of the financial risk as core component of any financial transaction)..... 69

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

DIEGO ROSSANO – *Di tutta l'erba un fascio: il caso CARIFE e delle altre tre banche* (Don't lump everything together: the CARIFE and other three banks cases) nota a sentenza del Tar Lazio, n. 166 del 7 gennaio 2017.....1

EDUARDO RULLI – *Risoluzione e dichiarazione di insolvenza: chi sono i “cessati rappresentanti legali” da sentire ex art. 82 t.u.b.?* (Resolution and judicial insolvency proceeding: who are the “former legal representatives” to be sued in the trial?) nota a sentenza della Corte di appello di Bologna, 13-19 Maggio 2016.....23

**I PRODOTTI FINANZIARI NELLA REALTÀ DEL DIRITTO:
RILEVANZA DEL RISCHIO FINANZIARIO QUALE OGGETTO
DELL'OPERAZIONE D'INVESTIMENTO * ****

(“Financial products” within the scope of law: rising of the financial risk as core component of any financial transaction)

ABSTRACT: *The financial risk is the “object” of any financial transaction. The financial product being only the temporary bearer of a financial risk, could also be ignored by the customer, as long as the financial risk is known. Customer’s awareness should then be addressed to the understanding of financial risk and not (necessarily) of the financial product itself (often poorly understood). The latest regulatory developments have been heading to this direction, by formalizing: the risk-return, the probability scenarios and the costs factor on the expected return (all together financial risk), in some indexes. Therefore, the financial risk index is the core information to be disclosed to the prospective customer, the lack of this piece of information cannot (any longer) be treated as a “rules of conduct”, since the financial risk virtually represents all the core information regarding the financial transaction the customer is about to enter.*

SOMMARIO: 1. Introduzione: “Tre facciate di formato A4”, la nuova dimensione delle “informazioni chiave”: l’emersione del rischio finanziario. – 2. Titoli di credito, valori mobiliari, prodotti finanziari. – 3. PF ≠ SF. – 4. *Reale* ed *idea di reale*. – 5. Cose *nella* realtà e cose *nel* diritto, o *nella* realtà *del* diritto. – 6. La logica dell’essere e la logica della *descrizione*. – 7. Documenti e rappresentazione. – 8. In difesa del linguaggio tecnico (l’essere del PF). – 9. “Semplificare il linguaggio”, una contraddizione nella logica dell’essere del PF. – 10. La consapevolezza: indice sintetico di rischio, scenari probabilistici, impatto dei costi totali sul rendimento atteso. – 11. (segue) Alcuni dettagli sulla natura del rischio finanziario negli ST. – 12. Alcuni spunti.

*Contributo approvato dai revisori.

** “Ciò che viene creato dallo spirito è più vivo della materia”, BAUDELAIRE, *Il mio cuore messo a nudo*, Milano, 2015, p. 11.

1. Il cliente al dettaglio (soprattutto, ma non solo) che si avvicina ad un prodotto finanziario, si dice che sconta da subito una forte asimmetria informativa.¹ Le informazioni che mancano al cliente sono di diversa natura: alcune riguardano l'emittente del prodotto o la controparte, altre i rischi generici e specifici di mercato, altre le caratteristiche del prodotto finanziario, altre ancora il servizio offerto, i costi, eventuali conflitti di interesse. Molte di queste informazioni (è un aspetto che ritengo centrale per quanto esporrò), sono direttamente o indirettamente destinate ad una corretta valutazione del *rischio finanziario* (per ora in senso generico) assunto nell'*operazione di investimento*. Le regole sulla trasparenza sono finalizzate a colmare o comunque contenere sino ad un certo livello di efficienza tale asimmetria.² Negli

¹Per altro, occorre ricordare come il fenomeno delle asimmetrie informative sia estremamente diversificato, negli Stati Uniti ha coinvolto anche numerosi investitori qualificati (ad es. banche, fondi pensione, etc.) quali controparti di banche di investimento venditrici di prodotti finanziari. Limitando ai molti casi di *settlement* raggiunti fra banche di investimento e lo *U.S. Department of Justice*, l'11 aprile 2016 Goldman Sachs ha concluso un *settlement* pagando 5 miliardi di dollari, questo ed altri importi del genere, pur potendo impressionare in termini assoluti, sono assolutamente poco indicativi, in quanto vanno rapportati al mercato nel quale operano le parti. Ad es. nel caso di specie il *settlement* riguardava 530 operazioni di cartolarizzazione, per un controvalore di 530 miliardi di dollari di MBS. Come si evince dallo *Statement of facts*, contenuto nel *Settlement Agreement*, Goldman Sachs ha dichiarato che, in diverse occasioni, non ha *disclosed* a coloro che hanno acquistato gli MBS diverse informazioni relative alle procedure di controllo e di selezione dei *loans* sottostanti: "Goldman told investors in offering documents that "[l]oans in the securitized pools were originated generally in accordance with the loan originator's underwriting guidelines," other than possible situations where "when the originator identified 'compensating factors' at the time of origination." But Goldman has today acknowledged that, "Goldman received information indicating that, for certain loan pools, significant percentages of the loans reviewed did not conform to the representations made to investors about the pools of loans to be securitized." Questo documento e le informazioni su molti altri procedimenti, possono essere rinvenute su www.justice.gov. Vorrei aggiungere, che le asimmetrie informative sono un tema che ormai coinvolge anche il consumatore e la banca (v. il documento di consultazione della Banca d'Italia per le modifiche alle regole di trasparenza relative ai mutui ai consumatori).

²Cfr. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova 2002; per una analisi sulle origini dell'impianto del *need of protection* del cliente, MINNECI, *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, in *Banca, borsa*, 2012, I, p. 568; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, p. 235 ss. Per i limiti del sistema impostato sulla trasparenza, PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa*, 2015, I, p. 31; v. anche PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa*, 2006, I, p. 372, dove mi sembra rilevante, anche ai fini delle tesi espresse in questo lavoro, lo spunto offerto circa le informazioni che l'intermediario deve offrire in relazione al prezzo del prodotto e, dunque, non solo in relazione alle caratteristiche del prodotto, p. 383 ss: "Piuttosto, l'oggetto proprio dell'obbligo di informazione gravante sull'intermediario pare doversi individuare in funzione della "decodificazione"

ultimi trent'anni il cliente ha ricevuto una mole crescente di informazioni, eppure l'asimmetria informativa non si è affatto ridotta, se per riduzione intendiamo porre il cliente nella situazione di effettuare una (sempre più sfuggente nel contenuto giuridico) *consapevole* scelta di investimento, cioè una consapevole valutazione del *rischio finanziario* assunto nell'operazione di investimento. Molteplici le cause ormai note: si è confusa la quantità delle informazioni con la qualità, le modalità di trasmissione al cliente si sono rivelate di facile aggiramento e, quindi, inefficienti, il sistema non ha tenuto sufficientemente conto che il cliente è generalmente un ineducato finanziario (sofferente di molteplici *biases*, come ampiamente studiato dalla finanza comportamentale),³ non in grado di valutare molte delle informazioni (pur se nel tempo sempre più *semplificate*) a lui dirette (senza contare il comportamento scorretto di alcuni intermediari d'intralcio al funzionamento del sistema che, però, ha trovato e tutt'ora trova difficoltà nell'arginare tali comportamenti).⁴ Per organizzare il crescente volume di informazioni, si è tentata (in passato con le operazioni bancarie, oggi soprattutto con i prodotti d'investimento offerti dagli organismi collettivi e domani con l'allargamento ai prodotti di investimento pre-assemblati c.d. PRIIPs) la strada delle

di quanto segnalato dal prezzo di mercato, secondo un *continuum*, che va dalla minimale indicazione della correlazione fra rischio e rendimento, a una segnalazione del rischio in termini relativi mediante l'impiego dei giudizi delle società di *rating*, sino all'estremo di una comunicazione analitica delle circostanze da cui discende il *pricing* corrente." COLAERT, *The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?* (2016), in <https://ssrn.com/abstract=2721644>: "In order to prevent "information overload", it is crucial that the KID is drawn up as a short document written in a concise manner."

³Cfr. MORERA - MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *Analisi giur. eco.*, 2012, p. 12; CAVEZZALI GARDENAL - RIGONI, *Alfabetizzazione finanziaria e «asset allocation» dei non esperti: uno studio sperimentale*, in *Analisi giur. eco.*, 2012, p. 107

⁴Il servizio di consulenza finanziaria avrebbe dovuto essere la risposta, anche se solo nei casi in cui essa è prestata: profilato il cliente è dovere dell'intermediario individuare il prodotto finanziario adeguato (così che il cliente è liberato dal comprendere e maneggiare le molte informazioni relative ai prodotti finanziari). Il problema, però, si è spostato dalle asimmetrie informative alle pratiche di corretta profilatura del cliente (a partire dalla qualificazione del cliente come cliente professionale e poi alla corretta individuazione del profilo di rischio). E' scoraggiante, forse inevitabile, che la tendenza è quella di spostarsi su tecniche automatizzate nelle quali il (principale) vantaggio sembra essere quello di aver eliminato l'"interferenza" dell'intermediario nelle scelte di investimento del cliente. Per dati ed alcuni spunti rinvio a GENTILE - SICILIANO, *Le scelte di portafoglio dell'investitore retail ed il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, in *Quaderno di finanza Consob*, n. 64, Luglio 2009.

informazioni chiave e sintetizzate in indici, nel tentativo di asciugare il tessuto informativo in modo che esso non sia fuorviante (o lo sia meno).⁵ Mi sembra che il disagio ed i timori del legislatore siano ben evidenziati ad es. nel considerando n. 6 del Regolamento UE n.583/2010: “le spiegazioni testuali relative al profilo di rischio/rendimento [sintetizzate in un indice da 1-7] dovrebbero occupare uno spazio limitato (...)”, perché, presumo, il numero è efficace di per sé e la spiegazione potrebbe amplificarne o ridurne la portata cognitiva verso il cliente. Oppure, nel citato Regolamento, l'intera Sezione 2 è intitolata “Linguaggio, lunghezza e presentazione” e l'art. 5 prescrive di evitare “l'uso di espressioni gergali”, di “evitare l'uso di termini tecnici quando si possono usare termini di uso comune”. Ed è così che, scorrendo alcuni KIID (dunque, documenti che recano *solo* le informazioni chiave prescritte dal suo citato regolamento, informazioni alle quali la disciplina richiede massima sintesi e chiarezza) si legge: “La duration modificata del portafoglio è compresa fra -3 e +4. La duration modificata è definita come la variazione del portafoglio (in %) a fronte di una variazione di 100 punti base dei tassi d'interesse”.

Ulteriore sforzo diretto ad asciugare ancor di più le *informazioni chiave* dalla componente testuale è prodotto dal Regolamento UE n. 1286/2014 relativo ai PRIIPs, che prescrive non più di “tre facciate di formato A4” quale limite dimensionale delle informazioni chiave. Il considerando numero 13) prevede: “Date le difficoltà che molti investitori al dettaglio incontrano nel comprendere la terminologia finanziaria specialistica, occorrerebbe prestare particolare attenzione alla scelta delle parole e allo stile di scrittura del documento”; oppure il considerando numero 18): “ (...) il documento contenente informazioni chiave dovrebbe, se del caso, includere una segnalazione relativa alla comprensibilità per l'investitore al dettaglio”, del tipo (art. 8, co. 3, lett. b) del citato Regolamento): “State per acquistare un prodotto che non è semplice e può essere di difficile comprensione”. Come dire: nonostante sono riportate solo poche ma rilevanti informazioni, rese in modo conciso, attraverso indicatori sintetici e con

⁵Introdotte con la Direttiva n. 65 del 2009 e dal Regolamento UE n. 583 del 2010 relativo ai KIID per i prodotti emessi dagli OICVM.

attenzione a non impiegare gergo finanziario, scritte con caratteri di dimensione adeguata, evidenziate anche attraverso l'impiego di variazioni cromatiche, attenzione perché tali informazioni potrebbero (nonostante tutto) risultare di difficile comprensione.

Nel mentre, la regolamentazione si è molto frammentata inseguendo i nuovi prodotti ed arrancando dietro le nuove tecniche digitali di commercializzazione e vendita che, viceversa, si presentano sempre più integrati (prodotti finanziari, operazioni e servizi bancari, “prodotti di investimento assicurativo” e prodotti assicurativi non di investimento, prodotti di investimento pre-assemblati, prodotti composti).⁶ Non credo vi siano più dubbi che, a fronte di prodotti integrati l'impianto regolatorio è ancora disintegrato (pur potendosi notare un primo cambiamento nell'approccio e, quanto meno nei proposti a livello di Unione Europa).⁷ E' sufficiente rilevare la difficoltà di coordinamento della “trasparenza bancaria” con “la trasparenza finanziaria” e “assicurativa” (ma forse anche l'idea di *coordinamento* è stantia); i limiti dell'appena introdotta consulenza al credito, visto che i mutui ai consumatori, oltre che essere caratterizzati da clausole sempre più finanziarie, da derivati più o meno impliciti, sono spesso abbinati a contratti assicurativi (pratica oggi appositamente regolata) o a pro-

⁶Su questo aspetto rinvio a LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari*, in *Banca, borsa*, 2016, I, p. 297 ss., soprattutto per le condivisibili considerazioni rispetto al fatto che ci “troviamo in un sistema i cui confini tra prodotti finanziari, bancari e assicurativi va sfumando, eppure sul piano dell'impostazione formale continuiamo a ragionare per comparti: servizi di investimento, credito ai consumatori, trasparenza bancaria, servizi di pagamento”. Sul punto basta analizzare la comunicazione ESMA sulle “pratiche di vendita abbinata” dell'11 Luglio 2016. V. anche per riflessioni sull'attuale sistema, CERA, *Il depositante bancario tra processo economico e mercati*, in *Analisi giur. eco.*, 2016, p. 271; per quanto riguarda un'analisi sul meccanismo di risoluzione, BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *Analisi giur. eco.*, 2016, p. 279. Sulle nuove tecniche della “innovazione finanziaria”, SICLARI, SCIASCIA, *Innovazione finanziaria e rafforzamento del mercato unico per i servizi finanziari retail: sfide, rischi, risposte della regolazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, p. 184 ss.

⁷Cfr. SANTORO, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari in prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs)*, in *Regole e Mercato* (a cura di Mancini, Paciello, Santoro, Valensise) Torino 2016, p. 525, si riferisce alle linee guida ESA sul *cross-selling* notando come si tratti di un approccio “orizzontale” del regolatore, pur solo in ambito di offerta dei prodotti di investimento complessi. Per aspetti relativi alla integrazione dell'attività di vigilanza, v. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. e con.* 2012, p. 52 ss.

dotti finanziari e, dunque, le competenze del consulente non possono essere limitate al contratto di mutuo quale “classica” operazione bancaria.⁸ Di conseguenza, anche l’apparato di regole che riguardano le informazioni si è specializzato (prospetti di vari tipo, il prospetto semplificato per i mutui o documenti quale il KIID ed oggi il KID). Credo, in estrema sintesi, che si sia passati dalla *regolamentazione dell’“atipico”* (fenomeno degli anni ’80 del secolo scorso) ad una *iper-regolamentazione del tipico*.

Inoltre, si può scorrere il catalogo degli Oicr e la relativa disciplina, il catalogo a fini squisitamente micro regolatori di: prodotti finanziari che non sono “titoli”, strumenti finanziari comunitari e non comunitari, prodotti di investimento pre-assemblati, prodotti finanziari-assicurativi di tipo *index linked* o *unit linked* o di capitalizzazione, strumenti finanziari rilevanti ai fini dell’ “interesse finanziario” per determinare le incompatibilità del revisore contabile, e la combinazione con l’essere o meno quotati in mercati regolamentati o negoziabili in altri sistemi multilaterali, le azioni (che sono strumenti finanziari) non rientrano nella disciplina dei prodotti di investimento pre-assemblati, ancora alcuni prodotti possono essere o non essere considerati derivati (e quindi “complessi”) a seconda delle esigenze settoriali della regolamentazione. Per es. gli *inflation-linked bonds*, dove le cedole sono legate all’andamento dell’inflazione, ai fini della linee guida ESMA 26 Novembre 2015 sui prodotti complessi possibile oggetto del servizio di mera esecuzione ai sensi della Direttiva UE n. 65/2014 (d’ora in poi “MiFID II”), non sono considerati incorporanti un derivato, mentre i *contingent convertible bonds* sono considerati “*embed a derivative and therefore are complex*”, si tratta, per altro, di una lista di “prodotti complessi” diversi dall’attuale predisposta dal CESR nel 2009 e diversa da quella del Regolamento UE n.1268/2014.⁹ Si potrebbe continuare a lungo (è tutt’ora aperta la discussione in sede di Unione Europea circa la differenza fra *covered bonds* e *asset backed securities*, sempre al fine di applicare una

⁸Sia consentito rinviare al mio, *La direttiva 17/2014, il mercato dei crediti immobiliari e la consulenza del credito*, in *Banca, borsa*, 2016, I, p. 234

⁹Sulle differenze strutturali della MiFID II rispetto all’attuale disciplina, CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II. (Tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, I, p.72 ss.

o altra micro regolamentazione). Mi sembra chiaro che il tentativo di rendere più efficiente il sistema della trasparenza trova un ostacolo naturale nel proliferare degli enti, dei prodotti e delle relative regolamentazioni. In questi termini alcuni “principi generali”, quale il principio stabilito nell’art. 27 del Regolamento Intermediari, “Tutte le informazioni (...) devono essere corrette, chiare e non fuorvianti”, annegano poi nelle micro regolamentazioni, in un meccanismo poco virtuoso nel quale, coscienti che i principi generali faticano a trovare terreno fertile nelle politiche degli intermediari, si è costretti a modelli informativi obbligatori ed uniformati.

Ritengo che molte delle inefficienze informative prima accennate, scaturiscono dalla *natura* dei prodotti finanziari (anche se vedremo non è possibile una visione assolutamente unitaria e sistematica) e quindi dalla loro *comprensibilità* da parte del cliente. In questo lavoro vorrei riflettere sul fatto che i prodotti finanziari (diciamo molti prodotti finanziari, *quasi* tutti) non esistono nella *realtà esterna al diritto*, come per es. molti dei prodotti di consumo, o come un terreno, un immobile, etc. I prodotti finanziari, la loro *essenza*, è di norma *scritta* in un documento, quella che chiamerò la *regola della documentalità*, (a volte in poche pagine all’interno di una ampia documentazione e, spesso, neanche in forma discorsiva, bensì schematica) e dato che essi *sono solo ciò che è scritto*, il linguaggio deve essere assolutamente tecnico, perché un linguaggio *semplificato* non semplifica il prodotto, ma lo rende indefinito. In questo senso il prodotto finanziario è *scritto*, secondo la *regola della documentalità*, mentre può essere *descritto* in un messaggio pubblicitario, in molte altre parti di un prospetto, riassunto nelle informazioni chiave, etc. Ma si tratta di una differenza logica fondamentale: la logica dell’*essere* del prodotto finanziario (dove il linguaggio produce effetti ontologici sull’*essere* del prodotto finanziario) e la logica della *descrizione* (che per quanto possa essere o meno chiara e non fuorviante) in nulla incide sull’*essere* del prodotto. Il linguaggio tecnico, però, non è comprensibile al pubblico, eppure il prodotto (necessariamente) scritto in quel linguaggio al pubblico è destinato.

Il lavoro sarà così organizzato: date queste premesse, rileverò come non sia possibile una teoria unitaria dei prodotti finanziari e, di conseguenza, come possa

essere anche contingente una ricostruzione giuridica di “operazione d’investimento di natura finanziaria” ai sensi della disciplina del T.u.f.. Mostrerò poi come il diritto e le sue strutture concettuali si pongono nel rapporto “*reale ed idea di reale*”, donde il titolo di questo contributo “I prodotti finanziari *nella* realtà del diritto”, (ritengo necessaria anche una pur sintetica introduzione di più ampio respiro, per non banalizzare una tale bipartizione e collocare adeguatamente alcune strutture giuridiche). Individuata la *regola della documentalità* e la sua portata, cercherò di mostrare come il prodotto finanziario non sia l’oggetto dell’operazione di investimento, in quanto esso è solo il *temporaneo portatore* di un *rischio finanziario*. E’ quest’ultimo l’oggetto dell’operazione d’investimento, sarà allora sufficiente che la *consapevolezza* del cliente si formi sulla consapevolezza del *rischio finanziario* assunto (espresso sinteticamente in forma di indice e di alcune altre informazioni chiave). In questo senso, le informazioni sul rischio finanziario non possono essere trattate sullo stesso piano di altre informazioni: perché le prime sono essenziali alla qualificazione dell’operazione di investimento e, dunque, sono elemento sul quale si deve formare la consapevolezza dell’investitore. Sulla centralità del *rischio finanziario* mi sembra indicativo il citato Regolamento UE n. 1896/2014, il quale ritiene *essenziali* (all’interno delle pur ristrette informazioni chiave) le seguenti informazioni: il rischio/rendimento espresso in un *indice*, gli scenari probabilistici di *performance* (espressi in tre valori) ed i costi totali dell’operazione (in quanto incidono sul rendimento prospettato, anch’essi sintetizzati in un indice). In tale dinamica, la conoscenza del *prodotto* è superflua, così come la conoscenza o la comprensibilità di tutte quelle informazioni che nei suddetti indici possono essere sintetizzate. E’ dunque sull’indice rischio/rendimento, sugli scenari probabilistici e sull’incidenza dei costi, che si deve formare la *consapevolezza* del cliente nel concludere una data operazione d’investimento (cioè, nell’assumere un dato *rischio finanziario*).¹⁰

¹⁰Anticipo che questa conclusione, per alcuni aspetti, è coerente con quanto esposto in materia di contratti *Swaps* da MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016 p.1102 secondo il quale: “La programmazione di uno scambio di flussi, in sé, non ha causa meritevole (...) quando è un rischio irrazionale – quando cioè

2. Non credo possibile ricostruire in modo unitario una teoria dei prodotti finanziari disciplinati dal T.u.f. (“PF”). Quanto meno se al vertice di una tale teoria debba porsi una fattispecie sufficientemente precisa.¹¹ E’ anche difficile trovare un’intesa terminologica onnicomprensiva del *fenomeno*; basta pensare ai recenti “prodotti di investimento al dettaglio pre-assemblati” disciplinati nel Regolamento UE n. 1268/2014 ed inseriti nel T.u.f. senza un chiaro coordinamento con la definizione di PF e di strumenti finanziari. Il punto, mi sembra, è che i PF in generale, come prima di loro i valori mobiliari, non siano quasi mai stati l’oggetto di per sé di una disciplina (come ad es. i titoli di credito), bensì principalmente lo strumento della disciplina di altro e cioè, dell’attività di raccolta di risparmio e (passando per le “attività di intermediazione immobiliare”) dei servizi di investimento e dell’offerta al pubblico. Così quando ci si interroga sulla natura complessa o meno di un PF, non sono elementi strutturali del PF ad essere esaminati di per sé nel tentativo di creare un concetto giuridico finanziario di PF complesso, ma è il fatto che essi possano o meno essere offerti al cliente al dettaglio e la *complessità* è misura della capacità media di comprensione del cliente.¹² Insomma, il PF è regolato quasi sempre in funzione di altro. Se si volesse tracciare un percorso evolutivo della normativa (a partire dalla c.d. legge bancaria del 1936, che disciplinava l’emissione di valori mobiliari, passando per l’art. 18bis della l. 7 giugno 1974, n. 216, introdotto dalla l. 23 marzo 1983, n. 77, per la l. 6 febbraio 1996, n. 52, che ha disciplinato gli “strumenti finanziari” ed, in fine, giungendo al T.u.f.) risulterebbe evidente la funzione soprattutto strumentale dei valori mobiliari e dei PF rispetto alle operazioni di raccolta del risparmio ed alla regolamen-

l’investitore non è consapevole di quanto e quale sia il rischio (...)”, così la trasparenza è tale se è “trasparenza sul rischio e trasparenza del rischio”. Il che mi sembra essere assolutamente confermato dall’indice sintetico di rischio e dagli scenari probabilistici dei PRIIPs, come in seguito sarà approfondito. Per una ricostruzione dei derivati “speculativi”, E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, Milano 2014.

¹¹Per una riflessione sulle norme puramente definitorie E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo*, in *Banca, borsa*, 2012, I, p.541.

¹²Una eccezione, credo, è la disciplina dei prodotti illiquidi, nella quale la “illiquidità” sembra poter essere una caratteristica obiettiva del PF (pur se sempre in prospettiva della disciplina dell’offerta del PF).

tazione dei servizi di investimento.¹³

I capostipiti dei “titoli di massa” furono le azioni di risparmio e le obbligazioni convertibili (che trovarono specifico riconoscimento quali strumenti di investimento finanziario di massa nella l. 7 giugno 1974, n. 216).¹⁴ Nella seconda parte degli anni '70 del XX secolo il fenomeno dell'investimento finanziario di massa esplose e con esso vennero proposti nuovi titoli “atipici” d'investimento, accanto alle quote dei fondi comuni di investimento, (per es. i certificati di associazione in partecipazione, certificati immobiliari, certificati di deposito, accettazioni bancarie, etc., anche nel tentativo di aggirare la rigida disciplina della riserva di attività bancaria o dei fondi comuni di investimento, o i vincoli posti alla emissione di obbligazioni o azioni di risparmio).¹⁵ Al tempo la teoria dei titoli di credito (la cui rilevanza per il fenomeno

¹³Sull'utilizzo di “titoli di massa”, SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, p. 507. Per la ricostruzione storica della evoluzione normativa, CHIONNA, *Le origini della nozione di valore mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 834, secondo il quale, in una prima ricostruzione di valore mobiliare, nella dottrina e nella regolamentazione di inizio del XX secolo, ruolo centrale (seppur non essenziale) rivestiva il “peculiare modo di formazione del prezzo”, e cioè all'interno delle borse valori, luoghi diversi dai mercati e dalle fiere (*op. cit.*, p. 839, nota 26). Anche se, in chiave di ricostruzione generale, non poteva escludersi che il valore mobiliare “potesse essere considerato, in via esclusiva, un “titolo di borsa”, e cioè un particolare bene di massa il cui prezzo si andava a formare nel rispetto di una determinata e particolare disciplina di legge (quella relativa alle contrattazioni di borsa) (...). Restava tuttavia tratto qualificante della nozione la materiale esistenza di un documento o di un certificato di massa (di natura non necessariamente cartolare) strumentale alla realizzazione di un'operazione di raccolta del risparmio.” Insomma, sin dall'origine la preoccupazione di non irrigidire la fattispecie (che avrebbe agevolato l'elusione della disciplina di riferimento, cioè la raccolta del risparmio) pervadeva la regolamentazione. CHIONNA, *op. cit.*, p. 858., con riferimento alla nozione di valore mobiliare nella legge bancaria del 1936: “tutti questi valori mobiliari dovevano pur sempre riferirsi a rilevanti operazioni di investimento, o più in generale di raccolta di capitali, tali da incidere sui c.d. flussi finanziari, ampiamente diffuse, e quindi volte ad interessare in larga scala il pubblico dei risparmiatori”. Sulla centralità delle operazioni atipiche, SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche*, in *Banca, borsa*, 1986, I, p.13. Sulla distinzione fra “valore mobiliare” e “strumento finanziario” al momento della introduzione dei secondi nel 1996, CARBONETTI, *Dai “valori mobiliari” agli “strumenti finanziari”*, in *Riv. soc.*, 1996, 1103. Per una analisi dell'evoluzione del “mercato mobiliare”, BESSONE, *Il diritto privato europeo dei mercati finanziari*, in *Vit. Not.*, 2003, p.1211

¹⁴Cfr. COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. Soc.*, 1977, p. 74; BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili nella riforma*, in *Giur. Comm.*, 1974, I, p. 728

¹⁵E' d'interesse l'Indagine conoscitiva del Senato sul funzionamento della Borsa Valori in Italia, in *Riv. Soc.* 1977, p. 228, ove si individua nella frattura fra risparmio privato ed imprese l'aspetto critico

dell'investimento finanziario iniziò a tramontare nel 1983), era ancora il punto di riferimento e si discuteva del principio della libertà nella creazione dei titoli di credito che, del resto, altro non era che l'epifania dell'investimento finanziario di massa, il quale cercava strade alternative per realizzarsi.¹⁶ Il salto giuridico fra il sistema a titoli di credito e quello a valori mobiliari fu notevolissimo,¹⁷ in quanto si uscì dalla rigidità formale della disciplina dei titoli di credito, per entrare in un sistema che da subito fu percepito quale aperto, cioè improntato ad una libertà di forme e di strutture solo limitato dalle regole per proteggere il pubblico di risparmiatori.¹⁸ Così, nonostante l'apparente centralità del valore mobiliare, il nuovo sistema era però imperniato sul: "concetto di sollecitazione del pubblico risparmio, concetto rispetto al quale la connotazione oggettiva legata al valore mobiliare costituirebbe una superfetazione inutile, priva di qualsiasi funzione nella delimitazione dell'area cui la disciplina si applica".¹⁹ Dello stesso tenore, chi commentando la definizione di valore mobiliare osservava come: "la norma contenuta nell'art. 18 bis è solo una pseudo definizione, dato che

che una riforma della Borsa Valori è chiamata a risolvere (ed anche in questo senso deve leggersi l'agevolazione, anche di natura fiscale, alla emissione di nuovi strumenti di autofinanziamento delle imprese). Così anche la relazione Cesarini: *Considerazioni e proposte per un rilancio della Borsa*, in *Riv. Soc.* 1977, p. 267. Per quanto riguarda i molti problemi per l'inquadramento giuridico dei fondi comuni di investimento, v. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. Soc.*, 1968, p. 242.

¹⁶Per una riflessione sul momento dell'atipico, PAVONE LA ROSA, *Titoli "atipici" e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. Soc.*, 1982, p. 705; LIBONATI, *Titoli atipici e non*, in *Banca, borsa*, I, 1985, p. 468; PELLIZZI, *Panorama dei titoli di credito*, in *Banca, borsa*, 1984, p.1; CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa*, 1986, I, p. 24. Per una rinnovata riflessione sulle azioni di risparmio nel T.u.f., GALLETTI, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quotate"*, in *Banca, borsa*, 1999, I, p. 608. Per una ricostruzione storica circa la disciplina dei titoli di credito, LENER, SPADA, *Dei titoli di credito*, in *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, *Comm. cod. civ.* (diretto da Gabrielli), Torino 2015, p. 121 ss.

¹⁷Cfr. LENER, *Attuazione della direttiva sui servizi di investimento: alcuni errori da evitare*, in *Società*, 1996, p. 386.

¹⁸Cfr. SPADA, *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del millennio*, in *Banca, borsa*, 1999, I, p. 407.

¹⁹Cfr. D'ALESSANDRO, *L'attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, *Quad. Giur. Comm.* n. 85, Milano 1986, p. 98. V anche per la medesima impostazione "finalistica" della disciplina, ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2010, p. 82 ss.

non è idonea a svolgere la funzione di individuare una classe di elementi rispetto a tutte le altre. Ad accogliere queste conclusioni, l'art. 18 *bis* non poteva considerarsi "norma idonea ad essere utilizzata in una elaborazione del concetto di titolo di credito e delle sue categorie, in particolare di quella del titolo di massa, ovvero in una qualsiasi altra elaborazione sistematica".²⁰ L'oggetto dell'art. 18 e ss. della legge 216/1974 non erano allora i valori mobiliari in sé, bensì le *operazioni di investimento in attività finanziarie*.²¹ Impostazione, questa, portata alle estreme conseguenze da chi, commentando il medesimo testo legislativo, ha ritenuto che "valore mobiliare è da intendersi come l'unità di un'operazione – normalmente collettiva- di raccolta e, simmetricamente, di impiego del risparmio a titolo di finanziamento o di investimento (...), il valore mobiliare è nozione non solo testualmente disancorata dalla cartolarità, ma che una lettura orientata alla *ratio* degli articoli 11 e 12 [della l. 23 marzo 1983, n. 77] raccomanderebbe forse contro la lettera della legge, di affrancare da ogni vincolo documentale".²² Ancora, chi ha ritenuto che la nozione di valore mobiliare potesse essere una sintesi "della figura tradizionale (riferita al "documento" o "certificato rappresentativo" inteso quale titolo di massa) e di una figura (riferita "ad un interesse negoziabile e non") che, traendo spunto dall'esperienza statunitense è capace di svolgere nel nostro ordinamento una funzione analoga a quella svolta nell'ordinamento statunitense dal concetto di *investment contract*"; concludendo che "qualunque operazione che coinvolga un tale "interesse" è dunque riferibile ad un "valore mobiliare"". ²³ L'amplessimo significato del valore mobiliare era necessario per soddisfare le

²⁰Cfr. CARBONETTI, *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 282.

²¹Cfr. CARBONETTI, *op. cit.*, p. 295. In senso critico rispetto alla nozione di valore mobiliare, R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca, borsa*, 1997, I, p.326: "Intralcio [il riferimento è alla definizione di valore mobiliare] fondamentale, sotto due profili: il profilo della (apparentemente) necessaria "documentalità" del valore mobiliare e il profilo della ammissibilità, per così dire, di valori mobiliari di tipo "derivativo"."

²²Cfr. SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche*, *cit.* p.20; v. anche la ricostruzione di ROPPO, *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contratto Impresa*, 1986, p. 261; G. VISENTINI, *Emissione e collocamento di valori mobiliari: prima di note di commento agli art. 11-14 della l. 23 marzo 1983, n. 77*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 478.

²³Cfr. C. RABITTI BEDOGNI, voce *Valori mobiliari*, in *Enc. Giur.*, vol. XXXII, Roma, 1996, p. 4.; per una analisi dei modelli stranieri di riferimento, FERRARINI, *I nuovi confini del valore mobiliare*,

esigenze di protezione del risparmiatore. “Pertanto, pur continuando ad utilizzare, per una sorta di deriva concettuale, la locuzione “valore mobiliare”, l’art. 18 *bis* ne amplia la portata al punto tale da farla coincidere con quella genericissima di attività finanziaria” (a testimonianza della strumentalità della nozione di valore mobiliare rispetto all’attività di sollecitazione del pubblico risparmio). “Per contro, nell’ambito della disciplina dell’intermediazione mobiliare (...) l’esigenza è quella, opposta, di delimitare in modo preciso l’attività oggetto di regolamentazione” e dunque adottare una definizione precisa (una elencazione) di strumenti finanziari.²⁴

A me sembra che, per impiegare le parole di Carbonetti, la “pseudo definizione” di valore mobiliare, sia rimasta quale pseudo definizione di PF; con la differenza che, questa volta, le operazioni di investimento in attività finanziarie, nascoste prima nelle pieghe della legge, sono ora emerse sino alla lettera della legge: “*forme di investimento di natura finanziaria*”.²⁵ Attualmente, la definizione assolutamente generica di PF, sembra essere più un presidio di sicurezza, che una definizione sufficientemente precisa in grado di delimitare una categoria. Del resto, la già evidenziata frammentazione terminologica nel T.u.f. è strumentale a micro discipline.²⁶

3. Logicamente, per come è scritta la definizione di PF, esiste un’area nella quale possono ravvisarsi PF che non sono Strumenti Finanziari (“SF”), cioè $PF \neq SF$. La definizione stabilisce che sono PF: gli SF ed *ogni altra forma* di investimento di natura

in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 743: “la dilatazione del concetto di valore mobiliare sia avvenuta, anzitutto, attraverso il distacco dal ceppo – cui il valore mobiliare è sempre collegato – del titolo di credito. Sul punto che per aversi valore mobiliare ai sensi dell’art. 1/18*bis* non è necessario che la singola fattispecie abbia natura “cartolare” esiste in dottrina unanimità di consensi”. Così l’espressione un “interesse negoziabile e non (...) in ogni caso esclude quell’essenziale caratteristica del titolo di credito, che è la destinazione alla circolazione”. Sul punto, LIBONATI, *Commentario della L. 23 marzo 1983, n. 77*, in *Nuove leggi civ.*, 1984, p. 509 ss.

²⁴Cfr. CARBONETTI, *Dai “valori mobiliari” agli “strumenti finanziari”*, cit. p. 1115.

²⁵Cfr. LENER - SPADA, *Dei titoli di credito*, in *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, cit. p.151: “Queste “unità” sono, nel glossario del t.u.f. (ormai caotico all’esito di poco vigilati, molteplici interventi sul lessico legislativo), presentate come sottoclassi della classe degli “strumenti finanziari” e denominate “valori mobiliari”, “strumenti del mercato monetario”, etc.”

²⁶Per un’analisi sul rapporto fra i prodotti finanziari e gli strumenti finanziari rinvio a SALAMONE, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, p.712 ss., MAGGIOLLO, *Servizi ed attività di investimento*, in *Tratt. dir. civ. e comm.* (a cura già di Cicu, Messineo, Mengoni, continuato da Schlesinger), Milano 2012, p 8 ss.

finanziaria, esiste quindi un'area dei $PF \neq SF$. Quest'area è piuttosto inesplorata. Un tempo i pretori (negli anni dell'"atipico") oggi soprattutto la Consob hanno cercato di definire l'esistenza concreta di $PF \neq SF$, ciò soprattutto per stabilire o meno l'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico.

In prima analisi e nella disciplina dell'offerta: qualsiasi SF è, a priori, un'operazione di investimento di natura finanziaria e, dunque, non si pone mai il problema se uno SF *non* sia anche un PF. In quanto la natura finanziaria sembra appartenere per definizione allo SF, data anche la lettera della legge: "sono PF gli SF" e, dunque, svolgendo il testo, gli SF sono forme di investimento finanziario (e ciò senza la necessità di accertare in concreto la natura finanziaria o meno di una certa operazione). Anche se una certa operazione, *sostanzialmente*, potrebbe non essere qualificata come di investimento finanziario. Mi riferisco, ad es., alla Comunicazione Consob del 12 maggio 2000. Nell'operazione prospettata, in sintesi, venivano offerti "certificati azionari indivisibili rappresentativi di un certo numero di azioni (...) necessariamente e inderogabilmente connesse al diritto d'uso di un posto ormeggio predeterminato" di proprietà dell'emittente. In poche parole, mi sembra, che il sottoscrittore in sostanza volesse acquistare un posto barca per ormeggiare la propria imbarcazione (ne deduco), oppure per locarlo a terzi, solo che ciò accadeva attraverso l'acquisto o la sottoscrizione di un dato numero di azioni, pur non essendo prospettabile alcun rendimento finanziario nell'operazione; ma la presenza delle azioni (valori mobiliari e quindi SF) ha (credo necessariamente) portato a ritenere applicabile la disciplina dell'offerta al pubblico. Cioè, data la presenza di un SF non si è ritenuto di dover (o poter) indagare se si trattasse *comunque* di un'operazione di investimento di natura finanziaria, natura che quanto meno mi sembra essere discutibile in questo caso. Ciò porta a concludere che la natura finanziaria dell'investimento esiste in *forma astratta* per tutti gli SF (quanto meno per la disciplina dell'offerta al pubblico; infatti, l'utilizzo di SF derivati con finalità di copertura non mi sembra configurabile quale operazione di *investimento*, bensì quale operazione finanziaria). Viceversa, non sembra che l'astrattezza della natura finanziaria dell'operazione valga per i $PF \neq SF$. Perché quando

oggetto dell'offerta non è uno SF (dunque a priori è un'operazione d'investimento di natura finanziaria), allora occorre chiedersi di che tipo di *operazione* si tratta.

La Consob (Comunicazione del 6 maggio 2013) ha trattato della qualificazione dell'offerta di pietre preziose da parte di una società, attraverso canali bancari. L'operazione vede il cliente acquistare una pietra preziosa (tramite banca). Si tratta di un ordinario contratto di compravendita, senza alcun obbligo della banca o della società venditrice, al riacquisto ad un certo prezzo e in un dato momento futuro della pietra preziosa.²⁷ In questa circostanza non si riscontra la presenza di uno PF (infatti, il contratto di compravendita, non assimilabile ad un contratto a termine, non è anche uno SF) e, allora, si è reso necessario indagare sulla natura finanziaria dell'*operazione di investimento*, per individuare se sia stato offerto un $PF \neq SF$ ("offrire" non deve ingannare, perché in questo caso di stratta di "offrire", cioè prospettare, un'operazione di investimento di natura finanziaria). È rilevante notare come la *forma* finanziaria dell'investimento non si riferisca alla forma documentale, bensì alla *forma dell'operazione*, cioè alla sua struttura, ed è quindi un riferimento assai più generico. La Comunicazione del 6 maggio 2013 ribadisce alcuni aspetti centrali di qualificazione di cosa debba intendersi per forma di investimento di natura finanziaria: "le prospettive di investimento che implicano la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale; (ii) aspettativa di rendimento di natura finanziaria e; (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale." Chiacchiando in altro passaggio della medesima Comunicazione, che non rientrano nella nozione di PF: "le operazioni di investimento in attività reali o di consumo, cioè le operazioni di acquisto di beni e di prestazione di servizi che, anche se concluse con l'intento di investire il proprio patrimonio, sono essenzialmente dirette a procurare all'investitore il godimento del bene, a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta bisogni non finanziari del risparmiatore stesso" (enfasi aggiunta). La conclusione è che l'offerta di pietre preziose non è anche offerta di

²⁷Diversamente, "certificati" che consentono di acquistare bottiglie di vino (che verranno in esistenza in data futura) sono considerati SF se la banca si obbliga al riacquisto.

PF, in quanto la pietra preziosa è sostanzialmente acquistata in quanto tale e non è neanche prospettato uno “specifico rendimento” (finanziario) nell’operazione.

Però, stante i canoni indicati dalla Consob, un conto deposito (generalmente vincolato per un certo periodo di tempo) remunerato ad un appetibile tasso di mercato, mi sembra che si possa configurare quale investimento di natura finanziaria. Il fatto che un tale conto deposito non rientri fra i PF è dovuto solo ad un tratto di penna, in quanto il T.u.f. stabilisce che in assenza di uno SF un tale deposito non è anche un PF. Ma si tratta unicamente della “necessità” di non attrarre la raccolta del risparmio tramite conti deposito (o quanto meno alcune *forme* di deposito) nella disciplina dell’offerta al pubblico. Perché, in ottica di sistema, il depositante che rinuncia a termine alla disponibilità delle somme, in cambio di un tasso di interesse (soprattutto in un momento di tassi negativi), sta compiendo un’operazione di investimento finanziario,²⁸ (assumendosi un tipico rischio finanziario e, cioè, il rapporto fra la solvibilità della banca depositaria, nel caso di somme eccedenti i 100.000 euro, e il rendimento offerto per un certo periodo di tempo). Del resto le linee guida ESMA del 26 Novembre 2015 (che si applicheranno con l’entrata in vigore della MiFID II), relative alla individuazione dei prodotti complessi che non possono esser oggetto del servizio “execution only”, includono alcuni *depositi strutturati*, fra i quali, ad es., quei depositi nei quali il contratto “gives the credit institutions the unilateral right to terminate the agreement before maturity”; oppure sono ritenuti *complessi* quei depositi strutturati nei quali “an exit fee is not a fixed sum”.

Per il profilo che vorrei approfondire, la crisi circa l’individuazione di un PF, quanto meno per l’applicabilità della disciplina di offerta, emerge ogni qual volta l’operazione di investimento si *realizza*, nel senso che la dimensione tipicamente *astratta* di un’operazione di investimento finanziario di massa tramite SF, quale ad es. la sottoscrizione di obbligazioni, quote di fondi, si *materializza* nelle mani

²⁸“Denaro-tempo-denaro” è l’estrema sintesi di cosa possa intendersi per attività (o operazione) finanziaria (oltre che “denaro-spazio-denaro” e “denaro-denaro”), P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Vol. I, Torino, 2012, p. 122; anche se occorre ribadire che tale analisi riguardava soprattutto l’attività finanziaria in relazione all’attività bancaria propriamente detta.

dell'investitore in (traendo spunto da varie Comunicazioni Consob): pietre preziose, vino, posti barca, bovini, etc. In questo senso, cioè quando l'oggetto dell'investimento si *materializza*, si pone il dilemma della centralità della *cosa reale* e del fatto che essa è godibile per *sé stessa*. Ciò perché tutti gli SF regolati nel T.u.f non sono propriamente *cose* che esistono nella realtà materiale *al di fuori del diritto*, come un diamante per l'appunto, ma essi sono soltanto concetti creati dal diritto che non hanno un loro corrispondente nelle realtà materiale.

4. La bipartizione, sulla quale sto per impostare una parte delle riflessioni, fra *reale e concetto* (o *idea di reale*) presuppone l'aver già compiuto una scelta per nulla scontata e cioè, che il reale (non *un reale*) esista a prescindere da schemi concettuali (nel nostro specifico caso, giuridici) che lo *pensino*.²⁹ Coloro che hanno creduto nella esistenza di un "libro della Natura", recante la "veracitas dei" hanno dovuto combattere contro l'*anticipatio mentis*, cioè il pre-giudizio della mente: per svelare la verità occorre la preparazione della mente grazie alla purificazione di tutti i pregiudizi, in modo di metterla in grado di riconoscere la verità manifesta, ossia di leggere il libro aperto della Natura. E' proprio la potente metafora dello *svelamento* che nei secoli è rimasta protagonista: l'uomo teoretico descritto da Nietzsche *denuda* la realtà, nel

²⁹Per uno studio sul ruolo della tecnica nella artificialità della natura IRTI, *L'uso giuridico della natura*, Bari, 2013. LÉVI-STRAUSS, *Il pensiero selvaggio*, Milano 1964, p. 269, ss. DERRIDA, *La scrittura e la differenza*, Torino, 2002, p.359 ss., il saggio *La struttura, il segno, il gioco*, (1966) nel quale è l'analisi al lavoro sulle strutture di Lévi-Strauss, *physis* e *nomos*, natura e cultura, dunque "appartiene alla natura ciò che è *universale* e spontaneo, e non dipende da alcuna cultura particolare né da una norma determinata". Tale bipartizione è *mitica*, fuori dal tempo in senso moderno cioè, del tempo inteso quale *moto rettilineo*, piuttosto che *moto circolare*: "Il corso delle ombre è invece indipendente da lui [dall'essere umano] e annuncia non solo movimenti dovuti al destino ma orbite e rivoluzioni pensabili senza la presenza degli uomini",²⁹ mentre l'orologio meccanico è "la macchina delle macchine" che, sospendendo la forza di gravità grazie ai propri meccanismi di precisione, produce quel tempo intellettuale assolutamente uniformato, quello che per Jünger è il "tempo del Lavoratore", GUERRI, *Ernst Junger*, Milano, 2007, p. 77. JÜNGER, *Il libro dell'orologio a polvere*, 1994, Milano; la clessidra è icona del tempo scandito (ancora) dalla natura, dalla forza di gravità per l'appunto, che richiama la polvere alla terra. L'orologio meccanico, viceversa, controlla la gravità tramite meccanismi di compensazione, così l'uomo crea il tempo a propria immagine. Il concetto di tempo, mi sembra, sia lo strumento per comprendere la profondità e l'influenza di una tale bipartizione.

tentativo di giustificarla.³⁰ Così, Kelsen intende la “realtà”, oggetto di conoscenza scientifica: “soltanto il complesso di accadimenti psico-fisici sottoposti alla legge di causa ed effetto, cioè la natura”, mentre il diritto è altro perché neanche segue il principio di causalità; concetto di natura *esterna* al diritto impiegata da Jhering per concepire la “legge dello scopo”.³¹ Il diritto nomina la realtà *esterna* (la natura), attribuendole rilevanza giuridica. Nell’*aforisma 112 Nietzsche* scrive: “sono indicibilmente più importanti i *nomi date alle cose* di quel che esse sono.”³² Ecco, i *nomi dati alle cose*: le cose senza nome non esistono, oppure non esistono *per l’uomo*. Così uno degli esercizi dello spirito introdotti da Marco Aurelio è quello di nominare le cose dentro di sé, di dirselo per sé stessi. “E’ necessario nominare, è necessario parlare a se stessi, è necessario dirselo”.³³ La *realtà*, intesa quale *fatto* che esiste a prescindere da chi lo

³⁰Cfr. NIETZSCHE, *La nascita della tragedia*, Milano 1977, p.100: “Se infatti l’artista a ogni disvelamento della verità rimane attaccato con sguardi estatici sempre e solo a ciò che anche ora, dopo il disvelamento, rimane velo, l’uomo teoretico a sua volta gode e si appaga nel togliere il velo e trova il suo supremo fine e piacere nel processo di un disvelamento sempre felice, che riesca per forza propria”; perché l’uomo teoretico persegue la finalità di “far apparire l’esistenza comprensibile e per tanto giustificata”.

³¹Cfr. KELSEN, *Lineamenti di dottrina pura del diritto*, Torino, 2000, p. 73; OLIVECRONA, *La realtà del diritto*, Torino, 2000, in particolare il saggio dal titolo *Il diritto come fatto*, p. 94: “La presente esposizione ha l’intento di dimostrare come sia possibile spiegare i fenomeni cosiddetti giuridici come fenomeni empirici, appartenenti cioè al mondo dei fatti, al mondo empirico delle cause e degli effetti”. Principio di causalità che, nel pensiero di Nietzsche, è servito per rendere “perfetta l’immagine del *divenire*, ma non siamo approdati oltre l’immagine, dietro l’immagine (...) E’ sufficiente considerare la scienza come la più fedele umanizzazione possibile delle cose; impariamo a descrivere sempre più esattamente noi stessi, descrivendo le cose e la loro successione”, NIETZSCHE, *La gaia scienza*, Milano 1977. Così che, addirittura, l’“irreversibilità del tempo” (nel moto rettilineo) “fornisce un criterio morale oggettivo.”, ciò che Adorno chiama il “privilegio della priorità”, ADORNO, *Minima Moralia*, Torino 2015, p. 84. Per una critica alla irreversibilità del tempo quale “ordine prima-dopo”, SARTRE, *L’essere e il nulla*, Milano 2014, p. 147 ss.

³²Cfr. NIETZSCHE, *La gaia scienza*, cit., *aforisma 58*, p. 103. “Ma che cos’è poi “reale”? Tirate via da tutto questo, voi sobri, il fantasma e l’insieme degli *ingredienti* umani! Sì, se *lo* poteste! (...) Per noi non ci sono “realtà””. JHERING, *Lo scopo nel diritto*, Torino 2014, p. 43: “Nelle due particelle *quia* e *ut* si rispecchia il contrasto di due mondi: il *quia* è la natura, l’*ut* è l’uomo. Questo *ut* lo rende potenziale signore di tutto il mondo, perché l’*ut* sta a significare la possibilità di un rapporto teleologico tra il mondo esterno e l’io; a questo rapporto non pone limiti né il proprio io, né il mondo esterno.”

³³Cfr. FOUCAULT, *L’ermeneutica del soggetto*, Milano 2011, p. 260 ss., il riferimento è nella trattazione del sapere spirituale, appunto descritto da Marco Aurelio, in opposizione al sapere di conoscenza, che a partire dal XVI sec. ha offuscato il primo.

pensa e, dunque, lo *nomina*, a partire dalla metà del XIX secolo e per buona parte del XX secolo è stato spogliato di oggettività e senza tale caratteristica esso ha perso identità. La sintesi di una tale *deoggettivizzazione* è nell'assunto che non esistono *fatti* ma solo *interpretazione*, "che non c'è accesso al mondo se non attraverso la mediazione ... operata da schemi concettuali e rappresentazioni"³⁴. Il ribelle jungeriano, nello sforzo di penetrare le "segrete dell'essere", impiega tutto sé stesso e in un certo senso diffida della *deoggettivizzazione*: "quando diffida delle valute e si attacca alle cose, dimostra ancora di saper distinguere tra oro e inchiostro tipografico" (mi sembra un ottimo esempio per i temi che tratteremo).³⁵ Così *reale* ed *idea di reale* si rincorrono, come nella celebre vignetta di Thomas Nast, nella quale è ritratto un bambino, al quale viene teso un cartoncino che reca la scritta: "questo è latte per decreto del Congresso" e, a ben vedere, non è molto diverso da un pezzo di carta, seppur munita di filigrana e ologramma, che uno stato *nomina* banconota.³⁶

5.³⁷ E' il diritto che crea la *sua realtà*, il resto è solo un momento di legittimazione di tale *realtà*. Il processo di concettualizzazione giuridica delle *cose reali* è un processo creativo della *realtà del diritto*.³⁸ Per il diritto alcune entità sono *date*: per

³⁴Cfr. FERRARIS, *Manifesto del nuovo realismo*, Bari 2012, p. 20 ss. al quale rimando per una sintetica ricostruzione del pensiero filosofico su questo tema.

³⁵Cfr. JÜNGER, *Trattato del ribelle*, Milano, 2010, p. 56.

³⁶Cfr. DI LUCIA, *Prefazione a*: SEARLE, *Creare il mondo sociale*, Milano, 2010.

³⁷Sarebbe anche interessante, sempre in questa ottica di bipartizione, approfondire il tema dei diritti *naturali*. Ad es. l'articolo 16 del Codice Civile universale Austriaco (1812) per il Regno Lombardo-Veneto (qui in vigore dal 1816): "Ogni uomo ha diritti innati che si conoscono colla sola ragione, perciò egli deve considerarsi come persona. La schiavitù o proprietà sull'uomo (...) non sono tollerati in questi Stati"; art. 17: "Tutto ciò ch'è conforme agl'innati diritti naturali, si avrà per sussistente sino a tanto che non venga provata una legale restrizione di questi diritti". Da notare che negli altri codici preunitari non esiste analoga previsione, dove invece il riferimento è ai "diritti civili", quale letterale conformità alla eccezionale spinta della Rivoluzione francese. Così il Codice Civile di Parma, Piacenza e Guastalla (1820), art. 12: "I diritti civili sono quelli che la legge civile attribuisce allo stato di famiglia"; il Codice Civile per il Regno delle due Sicilie (1819), Capitolo I, "Del godimento dei diritti civili"; il Codice Civile del Regno di Sardegna (1838), art. 18: "Ogni suddito gode dei diritti civili (...)".

³⁸Cfr. JEMOLO, *Ancora sui concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1945, I, p. 133 ss., osservava rispetto al concetto diritti reali ed, in particolare, ad uno dei requisiti *concettuali* di tali diritti e cioè il potere

es.: gli *eventi*, le *cause*, i *frutti naturali* (artt. 947, 1092, 1148 c.c.) o la *cosa*, sono inemendabili³⁹, cioè esistono al di fuori e quindi a prescindere dal concetto di diritto. Il diritto *concettualizza* la *cosa* così creando il concetto di *bene*⁴⁰: “Sono *beni* le *cose* che possono formare oggetto di diritti” (art. 810 c.c.), discernendo in via ipotetica *cose* che possono anche essere *beni*, da *cose* che non lo sono, ma in effetti la proposizione afferma che sono *beni* le *cose* che il diritto stabilisce che lo siano. Il diritto ri-nomina il reale attraverso la *concettualizzazione* della *cosa* in *bene*. Si tratta della porta di accesso al *reale*, quali *cose reali* possono essere concettualizzate dal diritto e, dunque, su quali *cose reali* il diritto esercita il proprio potere. Sono *cose* (quindi fuori dal concetto di diritto): il suolo, il corso d’acqua, la sorgente, gli alberi, le siepi, i laghi, gli stagni, ma anche opere dell’uomo quali i canali, i muri, le case, gli edifici, i cortili. Ove le *cose* realizzano la possibilità enunciata nell’art. 810 c.c., allora esse *sono beni* ed in quanto tali rientrano in un concetto di diritto, così la *cosa* “corso d’acqua” è per il diritto un *bene immobile* e ciò è spiegato nella Relazione del Ministro Guardasigilli al codice civile, paragrafo 387: “La distinzione [beni mobili e beni immobili] è ricondotta al suo significato naturale, abbandonandosi il sistema del codice del

che esclude ogni altro potere eguale o concorrente del soggetto sulla cosa: “non è chi non veda che siamo su un terreno del tutto diverso da quello della classificazione delle scienze naturali, che pur queste non sono in *rerum naturam* bensì costruzioni della mente umana, ma che però fanno riferimento a dati di fatto, ad elementi tangibili. Qui invece si ha un rinvio continuo ad altre categorie (potere, potere immediato, dovere), che sono esse pure, frutto di costruzione intellettualistica...). Così notava FUNAIOLI, *Il codice del popolo italiano*, in *Riv. dir. comm.* 1945, I, p. 23: “Chè l’arte legislativa trasforma la realtà concreta in astratta realtà giuridica; l’arte della interpretazione trasporta la realtà giuridica nella fattispecie della vita reale”.

³⁹La parola *cosa* è impiegata di frequente nel codice civile senza un’attribuzione di significato, salvo le determinazioni della cosa per opera de concetto: cosa mobile, immobile, determinata, perita, deteriorata, futura, legata, giudicata, pignorata, ipotecata, etc.).

⁴⁰Per altri, “pseduo-concetti” con riferimento all’elemento della universalità che dovrebbe caratterizzare il concetto in senso filosofico (salvo poi scrivere sempre di “concetti”), PUGLIATTI, *La logica e i concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, p. 197 e il conseguente e noto dibattito con JEMOLO, *op. cit.* p. 130, che così apre il suo saggio: “La polemica sui concetti giuridici, in termini variati ma non di sostanziale difformità, pare destinata a riaccendersi a intervalli di tempo...”, ed ancora CALOGERO, *La polemica sui concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1945, I, p. 112. Per un diverso aspetto la *concettualizzazione* del reale porta anche alla creazione di termini “artificiali”, che possono essere conosciuti soltanto attraverso il diritto; sulla rilevanza della “parole artificiali” e sul modo in cui esse sono conoscibili, v. VYGOTSKIJ, *Pensiero e linguaggio*, Milano 2011, p. 135 ss.

1865... nel quale l'artificiosa nozione degli immobili per destinazione." In effetti, non può essere considerata *naturale* neanche l'impostazione del codice civile vigente, dato che è guidata da categorie del tutto concettuali quali i beni che hanno "importanza sociale" ed i beni di "interesse individuale" (Relazione, paragrafo 811). Proprio in quanto la *cosa* "energie naturali" ha un valore economico essa è un *bene mobile*, nella potente formula dell'art. 814 c.c. "si *considerano* beni mobili le energie naturali".⁴¹ "Si *considerano*" è la chiave ontologica del concetto, che può bene leggersi con "essere" per il diritto, salvo tradire il pudore del concetto rispetto al reale (come se fosse sottinteso: non lo sono realmente, ma si *considerano* esserlo). Il dominio ontologico del concetto è assoluto, esso crea, anche contro la comune percezione del reale, i "beni immateriali" o i "beni immobili vacanti", non in quanto beni immobili che vagano, ma in quanto beni immobili "che non sono in proprietà di alcuno" (art. 827 c.c.) e dunque vagano *per* il diritto; attribuisce un "peso" alla immateriale servitù; "sono frutti *naturali* quelli che provengono direttamente dalla *cosa*", e tali frutti (che sono *cose* che provengono da una *cosa*) sono concepiti quali "*cosa mobile futura*", fino a quando non ne avviene il distacco ed in quanto tali se ne può "disporre" (art. 820 c.c.). Il dominio del concetto è assoluto, così creando, a fronte dei "frutti naturali" (che esistono *al di fuori* del diritto), i "frutti civili" (che esistono solo *nel* diritto).⁴² In effetti, la funzione del consulente tecnico spesso coincide con la necessità del diritto di comprendere la *cosa* fuori da sè stesso e dunque attraverso altri concetti.

⁴¹ Relazione del Ministro Guardasigilli al codice civile 1942, paragrafo 388.

⁴² La medesima metodologia era nel codice civile del 1865, secondo il quale, nuovamente contro la comune percezione del reale, "i conigli, la paglia, lo strame, il concime, i piccioni delle colombe", etc. sono beni immobili per destinazione (ove posti dal proprietario del fondo per servizio al fondo medesimo, art. 413 c.c. 1865; questo era il riferimento nella Relazione del codice civile del 1942 all' "artificiosa nozione" del codice civile del 1865). Oppure, quando un mulino o altri edifici galleggianti destinati ad una fabbrica, si "considerano come formanti una cosa sola" (art. 409 c.c. 1866), nel senso che sono due cose nella realtà, ma una sola cosa nella realtà del diritto. Così come assertivo nella individuazione della "fisica del diritto" l'Art. 406 c.c. 1886: "Tutte le cose che possono formare oggetto di proprietà pubblica o privata, sono beni immobili o mobili". PUGLIATTI, *op. cit.* p. 206, per alcune critiche ai beni immobili per destinazione, con riferimento agli alveari, e l'introduzione del "concetto sostanziale" e "concetto formale". Comunque, credo sia questa la chiave ricostruttiva secondo la quale Grassetti scrive: "Il concetto è reale (di quella sola realtà che può avere; che è appunto realtà ideale), ed ha la sua realtà anche se non corrisponde al dato", *op. cit.* p.212

L'art. 892 c.c. prevede delle distanze per chi vuol piantare alberi o piante presso il confine, le distanze sono diverse a seconda del tipo di albero o di pianta. Ed è così che una siepe di ontano deve essere piantata alla distanza di un metro dal confine, mentre una siepe di robinie a due metri. Non esiste un concetto giuridico "siepe di ontano" o di "siepe di robinie", mentre esiste una classificazione botanica ed un esperto botanico potrà chiarire.

6. In questa prospettiva, i PF non esistono *realmente*, cioè *nella realtà* (come la "siepe di robinie"). Essi sono una costruzione *concettuale*, essi non esistono *fuori* dal concetto ed è dunque solo *nel* concetto che possono essere conosciuti, non esiste altra epistemologia.⁴³ Per conoscere il PF occorre addentrarsi *nel* concetto, osservandone le regole (linguistiche ed interpretative), in quanto l'oggetto non è *dato* e non può essere altrimenti *compreso*, (non è possibile allungare la mano ed "afferrarlo").⁴⁴

Il PF non può essere sperimentato, ma solo conosciuto attraverso le modalità nelle quali esso è, cioè per iscritto in un documento. Il PF esiste in quanto *scritto*; il PF può certamente anche essere *descritto*, la differenza è sostanziale. L'essere del PF è *scritto* in una parte del prospetto, negli allegati ai modelli ISDA, in una parte del regolamento di emissione, in alcune parti di uno statuto, etc. Mentre può essere *descritto*

⁴³Scrivendo Jemolo con riferimento al concetto di diritti reali, JEMOLO, *op. cit.* p. 133: "Tanto è vero che una persona ignara di diritto e così del portato della tradizione giuridica, ma che viva nella nostra civiltà e ne senta in pieno le esigenze economiche e sociali, non si renderà mai conto di una differenza profonda che passi tra il diritto di abitazione, diritto reale, e la locazione, sia pure trentennale, diritto di obbligazione, come non renderà conto che quelle realtà sociali così diverse che corrispondono ai nomi di locazione d'immobili, di cose mobili, di servizi, siano sottospecie di una medesima *species*, mentre ad es. il comodato sia *species* diversa dalla locazione di cose" . WITTGENSTEIN, *Ricerche filosofiche*, Torino 1999, p. 32 ss., impiegando un gioco linguistico di Wittgenstein, non sarebbe possibile ("utile" a fine di conoscenza) la proposizione "questo è un PF", perché l'impiego del pronome "questo" è legittimo in quanto è sufficiente un gesto ostensivo verso il *portatore* (cioè, in senso generale, l'oggetto verso il quale il gesto è diretto), che nel nostro caso sarebbe come dire "questo" accompagnato dal gesto ostensivo verso un *documento* nel quale è *scritto* il PF. Ma quale conoscenza del PF potrebbe produrre l'abbinamento di "questo" più il gesto ostensivo verso il documento?

⁴⁴*Perceptio e comprehensio*, come impiegati da AGOSTINO, *Contro gli accademici*, Milano 2005 (tit. orig. *Contra Academicos*), nei vari passaggi nei quali il dialogo è incentrato su Zenone e la teoria della conoscenza.

in un messaggio pubblicitario, in altre parti dei suddetti documenti, in una raccomandazione del consulente. In quei documenti nei quali il PF è scritto (e che definiscono l'essere del PF) non si può dire che è *scritto* bene o male, perché significherebbe dire che è una cosa o è altra cosa. Mentre quando il PF è *descritto*, esso può essere descritto bene o male, a seconda della fedeltà della descrizione rispetto al PF. La logica della descrizione implica che essa non produce effetti sull'essere del PF. Mentre la logica dell'essere implica che ogni minima variazione incide sull'essere del PF. Così, la *sommatoria descrizione* di un PF strutturato in un messaggio pubblicitario, implica che essa possa o meno riportare fedelmente alcuni dati essenziali del PF, ma per quanto la descrizione possa essere infedele, non muta l'essenza del PF. Viceversa, se nelle condizioni definitive di offerta (dove è *schematicamente scritto* il PF), invece di x% è *scritto* y%, allora è mutato anche il PF.

7. Alla luce del ragionamento che stiamo sviluppando, la classificazione del T.u.f. può confondere, se non analizzata, in quanto l'ampia coincidenza fra PF e SF, può essere fuorviante. Infatti, molti titoli, valori, quote, non sono *propriamente* PF, bensì documenti *rappresentativi* di PF; essi sono emessi con lo scopo di agevolarne la circolazione o rendere il PF negoziabile e uniforme in modo che l'operazione di investimento possa essere frammentata in unità e negoziata in un sistema multilaterale. Ma l'indagine circa il concetto di PF non conduce ai documenti che lo *rappresentano*, ma al documento nel quale il PF è scritto, cioè dove è definito l'essere PF. In alcuni casi vi è coincidenza (ad es. un certificato di deposito bancario o buoni postali) ed in questo caso l'essere del PF è scritto in quel titolo. Ma in molti altri casi non vi è una tale coincidenza.

Il T.u.f. stabilisce, ad esempio, che i titoli di debito sono PF. Ma i titoli di debito, poniamo obbligazioni quotate in un mercato regolamentato e dunque forme *dematerializzate* in assoluto (cioè, che non sono state accentrate dal gestore, ma nascono dematerializzate), *non sono*, secondo la nostra lettura PF, nel senso che non è in quella scrittura contabile, registrata dalla società di gestione accentrata nel conto

dell'emittente, con un dato ISIN, che è l'essere PF. Perché l'essere PF è scritto nel documento denominato "Condizioni Definitive", che è complementare al prospetto. Il soggetto emittente, quando richiede l'ammissione del titolo di debito al mercato, compila un modello (tipo il modello denominato "MT 265").⁴⁵ In tale modello ci sono alcune indicazioni che riguardano il titolo per il quale è richiesta la quotazione, fra le quali: tipologia (in questo caso "obbligazioni ed altri titoli di debito negoziabili in un mercato regolamentato"), convenzione del calcolo rateo, data di validità del titolo, totale dei titoli, legge che regola l'emissione, trattamento fiscale, la classificazione dello strumento finanziario, vincoli di trasferibilità. In allegato al modello MT 265, "il regolamento, le *term-sheet*, il prospetto di quotazione, l'*offer circular*". Difatti, l'essere del PF è scritto nell'allegato cioè, nelle Condizioni Definitive. Oggi, tramite la circolazione dei titoli dematerializzati, le scritture contabili *rappresentano* un dato titolo (attraverso il codice ISIN), ma per conoscere le caratteristiche del titolo (l'essere PF) occorre cercare altrove, cioè nei documenti nei quali quel titolo è scritto. Se per assurdo, tutte le scritture contabili gestite in modo accentrato dovessero svanire, vi sarebbero insormontabili problemi di circolazione e di titolarità (sormontabili ove fossero rimaste integre le scritture degli intermediari attraverso i quali sono registrate le operazioni di acquisto e vendita della propria clientela), ma non svanirebbe pure il PF, esso è nel documento ed è rappresentato nel bilancio dell'emittente, che resterebbe debitore per tutti i titoli emessi e sottoscritti (anche se non sarebbe immediato rintracciare i creditori). Allora, occorre cercare nei documenti nei quali è scritto il PF (cioè, l'essere del PF) e le Condizioni Definitive di offerta è certamente uno fra i documenti più importanti.

8. Le Condizioni Definitive sono un documento che segue al deposito di altri documenti, ai quali è collegato anche tramite rinvii, quali il documento di registrazione ed il prospetto base (che può indicare genericamente diverse emissioni). Si

⁴⁵Per una analisi sistematica del rapporto fra dematerializzazione, documento e titoli di credito, LENER - SPADA, *Dei titoli di credito*, in *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, cit. p. 151 ss.

tratta di un documento relativamente breve, se comparato al prospetto, nel quale sono indicate le condizioni di uno specifico PF che si intende offrire. Infatti, mentre la denominazione di un PF e le sue generiche caratteristiche possono essere indicate nel prospetto, è nelle Condizioni che è scritto l'essere del PF, nella sezione denominata "Informazioni riguardanti gli strumenti finanziari da offrire/quotare – termini e condizioni" e nella sezione "Condizioni dell'offerta". Si tratta in genere di circa sei pagine, l'essere del PF deve essere ricercato qui. Le voci informative sono indicate nei vari allegati al Regolamento UE n. 809/2004 (dipende per quale titolo e per quale importo), non tutte le voci riguardano l'essere del PF (per es. le voci riguardanti il responsabile del collocamento, i collocatori, altri soggetti partecipanti all'offerta, data di stipula degli accordi di collocamento, etc.). Le informazioni sono genericamente predisposte su due colonne parallele, a sinistra la voce informativa, a destra lo specifico contenuto informativo, si tratta dunque di una esposizione schematica dei contenuti informativi che definiscono l'essere del PF.

Le voci informative rilevate in varie Condizioni Definitive e ristrette alla qualifica dei PF possono essere del seguente tenore: tipologia del PF (es. obbligazione a tasso variabile); status delle obbligazioni (senior), codice ISIN, numero delle obbligazioni, valore nominale, ammontare nominale, data di emissione, data di godimento, prezzo di emissione, prezzo di sottoscrizione, durata, data di scadenza, rimborso anticipato, cedola a tasso variabile (es. Euribor 3 mesi), oppure descrizione del parametro di riferimento (es. Tasso Euribor tre mesi calcolato a cura di EMMI tramite *Calculation Agent* GRSS), formula del calcolo del tasso lordo di ogni cedola variabile, data di rilevazione del parametro di riferimento (es. quarto giorno di apertura del sistema TARGET2 antecedente la data di decorrenza di ciascuna cedola variabile), margine, *floor*, *cap*, periodicità delle cedole, base di calcolo, periodicità di pagamento degli interessi variabili e numero delle date di pagamento degli interessi variabili per ogni anno (n) (es. Trimestrale – n=4); per altra tipologia di PF, come i *certificates*, possono essere presenti voci informative sul valore di riferimento iniziale (es. il livello di chiusura dell'indice S&P GSCI *Crude Oil Excess Return* alla Data di Determinazione), livello

di *Bonus* (es. pari al prodotto fra la Percentuale *Cap* e il Valore di Riferimento Iniziale), percentuale *Cap*, livello barriera (es. x% del Valore di Riferimenti Iniziale), formula per il Calcolo dell'Importo di Liquidazione, etc. Quasi tutte le voci informative sono poi definite, a loro volta, nel prospetto base.

Secondo quanto prospettato, l'essere del PF altro non è che l'insieme delle suddette informazioni. Un primo rilievo riguarda la natura *tecnica* delle informazioni e, di conseguenza, del linguaggio impiegato. Non si tratta propriamente di un testo analogo a quello contrattuale, oppure di uno statuto o di un regolamento. Si tratta di informazioni schematizzate, nel senso che esse sono esposte singolarmente e non in una dinamica discorsiva cioè, non v'è molto spazio per la costruzione della frase (per altro a volte assente), per la decorazione linguistica. L'esposizione tecnica del PF esalta il dato, nella sua essenza, perché ciò che è oltre il dato è superfluo, anzi potenzialmente dannoso per la precisione, dunque la definizione, dell'essere del PF. Così "l'arrotondamento del tasso lordo di ogni cedola variabile" (voce informativa) è "0,01% più vicino" (contenuto informativo). In queste circostanze, la logica dell'essere, rispetto alla logica della *descrizione*, è necessariamente avara di parole pur essendo ricca di significato. L'equilibrio fra l'essenza del dato ed il superfluo è la chiave per limitare l'interpretazione. Perché l'interpretazione, nella logica dell'essere, ha un effetto sull'essere del PF un dato PF, o altro PF. Il "resto" (rispetto al dato) riguadagna spazio quando la tecnica si scolora. Così nelle "modalità di adesione" l'informazione è resa riprendendo una più consona dinamica linguistica, pur con andamento incerto: "mediante contratti conclusi fuori sede. E' previsto il diritto di recesso. L'investitore, entro 7 (sette) giorni di calendario decorrenti dalla data di sottoscrizione dei contratti conclusi fuori sede, ha facoltà di comunicare il proprio recesso (...)". Su questi presupposti, maggiore sarà la qualità tecnica del linguaggio dell'essere del PF, minori (pur se sempre possibili) le variabili interpretative e, dunque, meno mutevole l'essere del PF inquadrata in dati tecnicamente corretti e precisi. Gli spazi interpretativi non sono necessariamente ridotti a seconda della lunghezza del testo, ma dalla sua qualità (tecnica).

Mentre il contenuto dell'informazione tende all'esposizione del dato come sino ad ora ricostruito, la voce informativa spesso è definita nel prospetto base (solitamente nella sezione "Glossario") e può indugiare in una forma espressiva un po' più discorsiva, seppure sempre tecnica. A volte il rinvio è inutile (cioè, non specifica ulteriormente il definito). Ad es. la voce informativa "Valore Nominale" impiegata nelle Condizioni Definitive, è a sua volta definita nel prospetto base: "il valore nominale delle Obbligazioni"; oppure la "Data di Emissione" è definita: "la data di emissione delle Obbligazioni, come specificata nelle Condizioni Definitive". Altre volte, invece, la definizione non ripete solo la voce informativa definita; così "Floor" significa: "Il tasso al di sotto del quale il valore della cedola a tasso variabile o legata alle variazioni dell'Indice dei Prezzi al Consumo cui è applicabile non può scendere"; oppure semplicemente si rinvia al contenuto informativo, così il "Giorno Lavorativo" è "qualsiasi giorno di calendario che soddisfi i requisiti di volta in volta specificati nelle Condizioni Definitive".

Le voci informative non ulteriormente definite o definite per rinvio (e allora le relative definizioni) ed i contenuti informativi, sono gli elementi che tutti insieme compongono l'essere di un PF. Le voci informative sono la forma tecnica del PF, i contenuti informativi qualificano l'essenza di un dato PF all'interno di quella forma tecnica. Chiunque volesse conoscere l'essere del PF non potrebbe che leggere tali informazioni, qualsiasi altra informazione o non sarebbe pertinente o sarebbe solo *descrittiva* del PF. Così sono descrittivi i messaggi pubblicitari, tutte quelle parti del prospetto base che si riferiscono alla denominazione del PF o ad alcune sue principali caratteristiche, così i documenti che riportano solo le informazioni chiave, così colui che collocando il PF lo descrive (più o meno) sommariamente al cliente. Nella logica della *descrizione* i PF potranno essere descritti bene o male (cioè, più o meno fedelmente rispetto all'essere del PF), ma non incideranno sulla essenza del PF.⁴⁶

⁴⁶Analogo ragionamento può essere esteso ai *Master Agreement* predisposti dall'ISDA, l'essere del PF derivato, rispetto all'intero materiale contrattuale, è solitamente in un paio di pagine in allegato dove sono schematizzate le informazioni sull'essere del derivato.

9. *Semplificare* il linguaggio tecnico dell'essere del PF, nel senso di renderlo accessibile ai non-tecnici, significa allontanarsi dai precisi codici tecnici tanto più si intende allargare i destinatari dell'informazione (e dunque impiegare un codice linguistico non-tecnico e maggiormente diffuso). Però, all'interno della logica dell'essere (che applichiamo alle informazioni sull'essere del PF) ogni minimo scostamento dal codice tecnico comporta una possibile variazione dell'essere del PF (quindi la sua natura). In altri termini, la *semplificazione* (nel senso sopra indicato) del linguaggio tecnico dell'essere del PF non implica (non può implicare) una semplificazione *del* PF, bensì implica (necessariamente) la confusione sull'essere del PF.⁴⁷ Al di fuori della logica dell'essere e all'interno della logica della *descrizione* vi sono, invece, ampi spazi per la *semplificazione* del linguaggio (ormai mantra della regolamentazione del settore). Bisogna però essere consapevoli che anche in questo ambito, semplificare le informazioni per renderle maggiormente fruibili, in realtà significa, in genere, discostarsi sempre di più dall'essere del PF, proprio nel momento in cui il cliente fa affidamento su quelle informazioni per decidere se investire o meno in un dato PF. E' infatti chiaro che il cliente non può comprendere l'essere del PF, cioè non ha i mezzi per accedere al linguaggio tecnico nel quale sono espresse le informazioni caratterizzanti l'essere del PF. A fronte della precisione tecnica circa l'essere del PF avremo, però, un crescente livello di incomprendibilità dell'essere del PF per il cliente al dettaglio (destinatario del PF). Su queste basi, il cliente al dettaglio logicamente non è in grado di comprendere il PF nel quale investe, se non quale risultato della *semplificazione* avvenuta tramite il linguaggio descrittivo che, in quanto tale, è sempre indiretto rispetto al PF. Il ragionamento fin qui esposto conduce, mi sembra, ad un paradosso: i PF sono offerti al pubblico, ma quasi tutto il pubblico non può comprenderle l'essere del PF, se non indirettamente attraverso il *semplificato* linguaggio descrittivo che, come vedremo, descrive sempre meno il PF e sempre più il rischio finanziario.

⁴⁷E' come se si volesse *semplificare*, ad es., il Teorema di Pitagora, spiegandolo senza impiegare termini tecnici quali: *triangolo rettangolo, cateto, ipotenusa*.

10. Preso atto, quanto meno secondo quanto proposto, che l'essere del PF non è comprensibile (mi si passi il termine) *per definizione*, dovremo anche prendere atto che il cliente al dettaglio investe senza conoscere l'oggetto diretto dell'investimento, affidandosi sostanzialmente alla *descrizione* del PF (tramite messaggi pubblicitari, attività di consulenza più o meno generica, documenti informativi più o meno sintetici, schede prodotto, etc.). Questa notazione, in generale, dovrebbe destare qualche perplessità. Perché significherebbe pacificamente ammettere che anche l'oggetto del contratto (o dei contratti conclusi per svolgere l'operazione di investimento), *non è per definizione* (secondo i parametri sopra esposti) *comprensibile* ad una parte e, dunque, porsi il problema del contenuto della consapevolezza della scelta effettuata dal cliente. Innanzi a tale paradosso la strada, come abbiamo visto, non può essere quella di semplificare l'essere del PF, mentre è già stata battuta senza troppo successo la semplificazione della *descrizione* del PF. Credo che la strada sia quella di spostare la consapevolezza del cliente sull'oggetto dell'operazione di investimento, cioè sul *rischio finanziario* (che come vedremo a breve può essere espresso in modo da risultare comprensibile ed assolutamente accessibile al cliente). Perché, sostanzialmente, l'oggetto di una operazione di investimento non è l'acquisto o la sottoscrizione di un PF, ma l'assunzione di un *rischio finanziario* (temporaneamente ospitato in un PF). Lo scenario della normativa primaria e secondaria legata all'esecuzione della MiFID II muovono decise in questa direzione e, cioè, verso l'emersione e la centralità del *rischio finanziario* assunto dal cliente, quale elemento essenziale per una scelta consapevole. Che un PF sia solo il temporaneo portatore di un rischio finanziario, è ormai chiaro non solo grazie ad una riflessione su cosa sia un'operazione di investimento (spunti di questo tenore furono già avanzati al tempo delle prime gestioni patrimoniali),⁴⁸ ma è confermato dal dato normativo (come già visto per gli strumenti emessi dagli organismi collettivi ed a breve per i PRIIPs).

La normativa sulla trasparenza, quanto meno da quando è stato promulgato il T.u.f., ha sempre menzionato il rischio relativo ad un certo PF quale informazione che

⁴⁸Cfr. P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 44

deve essere resa all'investitore (come, sporadicamente, all'interno di qualche prospetto di offerta al pubblico di titoli di debito sono già apparsi gli scenari probabilistici). Ma si è trattato di un'informazione (seppur rilevante) parificata, in termini di disciplina, alle altre informazioni oggetto di trasparenza. Il Regolamento UE n. 1268 del 2014 e, soprattutto, gli standard tecnici dell'ESA del 31 marzo 2016 ("ST") (seppure in versione non ancora definitiva) pongono il *rischio* al centro delle informazioni chiave rese nel KID.⁴⁹ Anzi, tolte alcune informazioni chiave "generali" sui dati dell'emittente e la sommaria *descrizione* del PF, la quasi totalità delle informazioni chiave del KID sono: *l'indice sintetico di rischio/rendimento* (letteralmente negli ST *summary risk indicator "SRI"*), *gli scenari probabilistici* e *l'impatto dei costi totali* sui rendimenti attesi (il tutto rapportato a tre diversi periodi temporali legati alla durata dell'investimento).⁵⁰

11. La bozza di ST è una fonte importante per comprendere l'impostazione del KID. Abbiamo evidenziato come la dimensione delle informazioni chiave (ad es. rese nell'attuale KIID), già ristretta rispetto alle più ampie informazioni oggetto della disciplina della trasparenza, sia stata ulteriormente ristretta nella disciplina del prossimo KID, nel quale, più che le parole (ormai "nemiche" della trasparenza) sono i numeri e gli indici, così come si legge a pagina 6 degli ST: "one of the key challenges faced in preparing the draft RTS was summarising a wide range of different risk profiles within a single 'summary risk indicator' (SRI). The ESAs have identified market and credit risk as the major factors of risk that need to be reflected in this indicator, alongside liquidity risk."; p. 11: "The information provided to retail investors should enable those investors to understand and compare the risks associated with investments in PRIIPs so that they can make informed investment decisions." L'indice SRI, la cui metodolo-

⁴⁹Infatti, la Risoluzione del Parlamento UE, 5 settembre 2016 (ed anche una seconda Risoluzione del 1 dicembre 2016), raccomanda di rivedere alcuni aspetti che riguardano gli scenari probabilistici, alcuni "alert" del KID e metodologie sul rischio di credito.

⁵⁰Sulla utilità degli scenari probabilistici, ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici. Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio"*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 6, 2016.

gia matematica è indicata negli allegati degli ST, sintetizza in una scala da 1 a 7 tre tipologie di rischio legate all'*operazione di investimento*: di mercato, di credito e di liquidità. L'indice SRI deve essere accompagnato da una "narrow explanation" (per altro quasi interamente prevista negli ST) e, subito sotto l'indice SRI, è indicato "the time frame of the recommended holding period".

Oltre all'indice SRI nel KID devono essere resi anche gli scenari di *performance* in tre modalità: "unfavourable, moderate and favourable scenario", anch'essi rapportati ai diversi "holding periods" (il modello per il calcolo dello scenario è previsto negli allegati degli ST). Il terzo aspetto sono i costi totali dell'operazione ed il loro impatto sulla *performance* dell'operazione, impatto che deve esser rappresentato sia in percentuale che in "monetary units". E' indicativo che le voci di possibili costi relativi all'operazione, di cui tener conto, sono più di 40 e devono essere sintetizzati in un "summary cost indicator of the PRIIP" che è "the reduction of the yield due to total costs". Quindi, il cuore delle informazioni chiave nel KID sono tre indici: SRI, scenario di performance, indice dell'impatto dei costi totali sui rendimenti attesi (in generale, *rischio finanziario*).

12. L'operazione di investimento di natura finanziaria ha per oggetto l'assunzione di un *rischio finanziario*. Questo aspetto ha nel tempo trovato uno specifico rilievo normativo. Il *rischio finanziario* è oggi regolato in un documento che, la normativa comunitaria, definisce di carattere precontrattuale (il KID). Una tale classificazione è in linea con l'impostazione da tempo adottata per le informazioni chiave. La struttura dell'intera operazione di investimento poggia sulla *consapevolezza* dell'assunzione del *rischio finanziario*, in questo senso mi sembra che l'obbligo di consegna del KID al cliente debba rivestire una rilevanza imperativa, in quanto senza di esso il cliente non può essere consapevole del rischio che assume e, quindi, l'*oggetto* dell'operazione di investimento sarebbe assolutamente *indeterminato*. In altri termini, non credo che la mancata consegna del KID possa essere agevolmente inquadrata come una "regola di comportamento", nel senso che il KID, dunque il *rischio*

finanziario, è la componente *strutturale* dell'operazione d'investimento che, se non portata a conoscenza del cliente con le debite modalità, renderebbe *non valida* l'operazione. In assenza di consapevolezza del *rischio finanziario* assunto, il consenso del cliente non avrebbe oggetto sul quale essere diretto. Certamente, la disciplina specifica del *rischio finanziario* è oggi prescritta solo per alcuni PF e per alcuni servizi di investimento e, dunque, le conclusioni che ho proposto sono contingenti. La centralità del *rischio finanziario*, quale essenza della scelta consapevole, emerge anche dalla circostanza che il PF (mi riferisco alla disciplina della MiFID II) sarà *a priori tipizzato* per un certo tipo di cliente. E non si tratta della distinzione fra cliente professionale e cliente al dettaglio, ma della distinzione fra tipologie di rischio che un certo cliente ideale potrà assumersi. Si tratta dell'astrazione del rischio finanziario: cioè, l'ideatore del PF ipotizza alcune categorie di rischio in relazione ad alcune tipologie di clientela. L'individuazione del *rischio finanziario* offerto anticipa la reale identificazione del cliente, egli, in un certo senso, è "profilato a priori" dall'ideatore del PF, perdendo così di centralità le esigenze di ogni singolo cliente (seppur esse siano mai state realmente rilevanti nella loro specificità, ove non catalogate in classi generiche di rischio). Così, sostanzialmente, cristallizzando il tipo-cliente ed il tipo di rischio. Insomma, tutto è in funzione del *rischio finanziario*.

Non (mi) nascondo come esistano diverse questioni sulle quali ho mancato di approfondire. Ad es. il rapporto fra *operazione d'investimento* e *contratto*. Non sfugge che mentre la nullità del contratto è regolata dalla legge è avventato accostare la *nullità* al concetto di *operazione*. Credo sia un accostamento fuorviante nel caso si ritenesse di poter estendere la disciplina della nullità del contratto così semplicemente all'*operazione di investimento*. Penso, poi, a come possa essere ricostruita in termini giuridici la *finalità* dell'operazione e la sua rilevanza. E' noto che la Banca d'Italia ha già impostato così il tema dei prodotti composti (finalità bancaria o finalità

d'investimento del prodotto composto al fine di stabilire la disciplina applicabile).⁵¹

Mi sembra che la ricostruzione in termini giuridici dell'*operazione (di investimento)* sia un tema attuale. Probabilmente, in un'epoca dominata dalla normativa comunitaria (ormai molta parte di questa normativa è direttamente applicabile e non si tratta solo dei Regolamenti, ma anche ad es. degli "standard tecnici" e delle linee guida, cioè regole sempre più *tecniche* e meno "giuridiche"), riterrei essere necessario ricostruire alcuni rapporti giuridici (anche) sforzandosi di comprendere termini percepiti come meno tecnici e generici, quali per l'appunto *operazione d'investimento e finalità* dell'operazione, etc. Perché essi sono termini flessibili, in un certo senso "neutri" che, ove si riuscisse ad inquadrarli in ottica giuridica, potrebbero essere in grado di cogliere fenomeni sfuggenti, mutevoli e, soprattutto, fenomeni regolati sin dall'origine da un legislatore "straniero".

Alberto Lupoi

*Associato di diritto dell'economia
nell'Università di Padova*

⁵¹Sul punto specifico sia consentito rimandare al mio, *Trasparenza e correttezza nelle operazioni bancarie e di investimento (note alle istruzioni della Banca d'Italia sulla trasparenza)*, in *Contr. Impr.*, 2009, p. 1252