

XVII CONVEGNO ANNUALE  
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

**"IL DIRITTO COMMERCIALE NELLA PROSPETTIVA EUROPEA:  
FRA OVERREGULATION E DEREGULATION, NORME IMPERATIVE ED  
AUTONOMIA PRIVATA, ARMONIZZAZIONE E FLESSIBILITÀ"**

Roma, 27-28 febbraio 2026

ANDREA DALMARTELLO

PROFESSORE ASSOCIATO - UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

**L'alea razionale dei derivati tra diritto dei contratti e diritto regolatorio europeo**

SOMMARIO: 1. Introduzione: l'alea razionale dei derivati e il c.d. diritto civile della finanza  
- 2. Diritto privato regolatorio europeo, dottrina dell'alea razionale e rimedi: problemi apparenti. - 3. Rapporti tra diritto "relazionale" dei contratti e diritto "regolatorio". Assetto istituzionale di enforcement della Mifid II e interpretazione delle regole. - 3.1. Profili critici della giurisprudenza che ha escluso l'opportunità di un rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia UE in relazione alla dottrina dell'alea razionale.- 4. Conclusioni: discriminazione alla rovescia? (book antiqua 10 carattere tondo - giustificato)

*1. Introduzione: l'alea razionale dei derivati e il c.d. diritto civile della finanza*

Uno dei temi che ha più impegnato negli ultimi anni la dottrina e la giurisprudenza in materia di servizi di investimento è senza dubbio quello dei requisiti di validità dei contratti derivati e, in specie, degli *interest rate swap* negoziati *over the counter* da clienti (più o meno professionali) con gli intermediari <sup>(1)</sup>.

---

<sup>1</sup> Senza pretese di completezza si può fare riferimento ai recenti studi monografici: A.M. Garofalo, *Aleatorietà e causa nella rendita vitalizia e nell'interest rate swap*, ESI, 2018, 167 ss.; Angelici, *Alla ricerca del "derivato"*, Giuffrè, 2016; M. Barcellona, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Cedam, 2015; Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, Giuffrè, 2014. Per ulteriori riferimenti si può consultare il recente volume (sostanzialmente dedicato ai contratti derivati) di Maffeis, *I contratti del mercato*

Si può affermare con una certa sicurezza che sia ormai consolidata la “dottrina” dell’alea razionale, inaugurata dalle Sezioni Unite del 2020 <sup>(2)</sup>. L’orientamento è molto noto e mi limito in questa sede a tratteggiarlo schematicamente <sup>(3)</sup>.

La comunicazione del *mark to market* del derivato, la formula matematica per ricavarlo e l’illustrazione di analisi di scenario probabilistiche costituiscono elementi di *struttura* del derivato che connotano, cioè, l’oggetto e la causa (astratta) del medesimo <sup>(4)</sup>.

L’operazione finanziaria è, ad avviso della Corte, *civilisticamente* giustificata se il rischio assunto dalle parti e, in particolare, dal cliente è stato rappresentato in modo trasparente e da quest’ultimo condiviso. La Corte, con ciò (pericolosamente) valicando il confine delle valutazioni puramente normative, individua, come si è detto, anche gli elementi tecnico-finanziari dai quali dovrebbe essere costituita tale trasparenza <sup>(5)</sup>.

In mancanza di anche uno soltanto di questi elementi, il derivato è irrimediabilmente nullo *ex art.* 1418, comma 2, c.c. <sup>(6)</sup>

Non è mia intenzione, in questa sede, approfondire criticamente il fondamento, né il merito tecnico- finanziario, di questa “dottrina”. Mi

---

finanziario, in Trattato Cicu Messineo, già diretto da Mengoni-Schlesinger, continuato da Roppo-Anelli, Giuffrè, 2024.

<sup>2</sup> La giurisprudenza della S.C. può dirsi ormai consolidata: v. ad es. Cass., 20 marzo 2024, n. 7412; Cass., 19 marzo 2024, n. 7368; Cass., 24 luglio 2023, n. 22014; Cass., 7 novembre 2022, n. 32705, in Società, 2023, 733 ss.; Cass., 10 agosto 2022, n. 24654, in Contratti, 2023, 167 s.; Cass., 29 luglio 2021, n. 21830, in Nuova giur. civ. comm., 2022, I, 267 ss.; Cass., 6 settembre 2021, n. 21830, in Nuova giur. civ. comm., 2022, I, 267 ss.; Cass., 6 settembre 2021, n. 24014. Il leading case è come noto (sia pure in obiter) Cass. ss. uu., 12 maggio 2020, n. 8770, in Società, 2020, 116ss. V. anche U. Patroni Griffi, Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS, in BBTC, 2021, II, 60 ss.

<sup>3</sup> In dottrina, v. soprattutto Maffeis, Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata, in Riv. dir. civ., 2016, I, ...; Per una revisione critica: v. Garofalo, op. cit., 257 ss.; v. anche Perrone, La giurisprudenza italiana sui derivati. Un’analisi interdisciplinare, in Riv. dir. banc., 2020; Giudici, Hindsight bias e instabilità del contratto: la Cassazione torna sugli interest rate swaps, in Società 2018, 1164 ss. e di recente Gentili, Regolare i contratti finanziari: una questione di approccio, in Riv. dir. banc., 2025, 227 ss.

<sup>4</sup> Tali requisiti strutturali sarebbero giustificati dall’applicazione dell’art. 1935 c.c. sulle lotterie autorizzate: al riguardo si v. per un’esposizione analitica di questa impostazione: Maffeis, I contratti, cit., 303 ss. Critico al riguardo Gentili, op. cit., 231 ss.

<sup>5</sup> Non è opportuno in questa sede soffermarsi sulle ragioni per le quali i parametri finanziari prescelti dalla S.C. sono pessimi rivelatori del rischio assunto dall’investitore: al riguardo, v. da ultimo F. Cacciafesta, Qualche problema, concettuale e pratico, sui “derivati”: con particolare attenzione agli “interest rate swap”, in Riv. dir. comm., 2025, I, 217 ss.

<sup>6</sup> Ravvede un nesso con l’ordine pubblico di direzione, ma senza chiarire se ciò determini l’illiceità del contratto: Maffeis, op. cit., 40 ss.

limite a osservare che, *i) se, per un verso*, sono da condividere le preoccupazioni che l'hanno animata: vale a dire, il rilievo di una insoddisfacente trasparenza sul rischio delle operazioni su strumenti finanziari derivati OTC, specie nel contesto di diffuso *misselling* dei medesimi (verso clientela privata o pubblica) che ha caratterizzato - in tutta Europa - il primo decennio degli anni 2000; *ii) per altro verso*, risultano decisamente meno condivisibili e, almeno a mio avviso, fondati - a dispetto di alcune pur autorevoli voci che li hanno approvato gli argomenti (anche se sarebbe meglio parlare di assiomi) della corte (7) - il contenuto dell'obbligo di trasparenza e le modalità di rappresentazione dell'alea.

Il dibattito al riguardo è particolarmente ricco, anche di voci critiche, che sovente hanno messo in luce gli effetti potenzialmente sproporzionati di un simile argomentare (8).

Al netto della corretta individuazione degli obblighi di trasparenza (rispetto ai quali non può che rimarcarsi il difetto metodologico di una giurisprudenza che costruisce i principi di diritto volto a regolare materie tecniche come la finanza, senza disporre di strumenti idonei per effettuare ricerche ulteriori rispetto a quelle - solo giuridiche - dell'ufficio del massimario (9)), da un punto di vista applicativo è difficile trascurare che uno dei maggiori difetti di questa decisione sia costituita dalla sua rigidità. Essa impone alla giurisprudenza di merito giudizi meccanici, sostanzialmente binari, relativi alla sussistenza dei tre elementi, senza consentire approfondimenti sulla concreta vicenda negoziale, con ciò intendendo il prodotto concretamente collocato dall'intermediario e le modalità più efficaci, che caso per caso, avrebbe richiesto la rappresentazione dei rischi ad esso connessi.

Né, in questa prospettiva, pare costituire un particolare avanzamento del dibattito la costruzione in sede dottrinale di categorie - quale ad es. il diritto civile della finanza - volte in sostanza a fornire una giustificazione dogmatica dell'orientamento giurisprudenziale criticato (10).

---

<sup>7</sup> Oltre al già citato Maffei, si v. U. Patroni Griffi, op. cit.

<sup>8</sup> V. ad es. Anolli-Perrone, op. cit., 195 ss.; A.M. Garofalo, Un anno dopo le sezioni unite: è davvero nella causa il rimedio migliore per gli swap conclusi da clienti disinformati?, in NGCC, 2022; Gentili, op. cit., 231 ss.

<sup>9</sup> Sul punto, devono richiamarsi, pur da estendere alle sentenze dei giudici che hanno ad oggetto controversie tra privati, le riflessioni di Denozza, Discrezione e deferenza: il controllo giudiziario sugli atti delle autorità indipendenti «regolatrici», in Mercato concorrenza regole, 2000, 478 ss

<sup>10</sup> Cfr. Maffei, op. cit., 1 ss.

Non è corretto affermare, come pure è stato fatto <sup>(11)</sup>, che la disciplina codicistica sarebbe sostanzialmente sovraordinata alla regolazione finanziaria, in quanto quest'ultima sarebbe tecnicamente *regulation* e non *substantive law* <sup>(12)</sup>.

Non è, invero, possibile negare che anche nel TUF siano previsti diritti, obblighi, poteri e responsabilità (con ciò confermando la natura di *substantive law*).

In ogni caso, non può essere trascurata la complessa interazione tra fonti e formanti, implicata dal diritto privato regolatorio, nella quale il pur indispensabile riferimento alle categorie civilistiche dovrebbe essere coerente con gli obiettivi regolatori che caratterizzano l'esercizio dell'autonomia di impresa. E questi ultimi non possono che essere ricostruiti attraverso un complesso esame della disciplina di fonte primaria riguardante la regolazione di un determinato mercato. Né il ruolo dell'*authority* di settore (i.e. ESMA e Consob) può essere annichilito nella costruzione di una regola giurisprudenziale. Ciò tanto più quando è opportuno che la regola tenga conto (anche) di altri saperi, senza che possa essere ritenuto sufficiente il semplice esame degli atti processuali del giudizio ovvero ricerche personali dell'organo giudicante.

Ad ogni modo, occorre rimarcare che una certa sensibilità alle caratteristiche della specifica negoziazione di derivati OTC sta emergendo nella recente giurisprudenza di merito, che individua – senza apparente contrasto con l'orientamento delle Sezioni Unite – incerti spazi valutativi delle circostanze del caso concreto volti a disinnescare la rigidità della lista di requisiti formulata dalle Sezioni Unite <sup>(13)</sup>.

Non dispongo di numeri e di dati certi, ma credo sia difficile smentire: *i*) che i derivati OTC continuino a essere conclusi in Italia con numeri significativi, anche senza ricorrere al modello ISDA e alla conseguente applicazione della legge inglese <sup>(14)</sup>; *ii*) che gli intermediari non

---

<sup>11</sup> V. Maffei, op. cit., 5 ss.

<sup>12</sup> Il ruolo regolatorio della stessa disciplina privatistica è da tempo messo in evidenza dalla letteratura anglosassone: cfr. Collins, *Regulating Contracts*, OUP, 1999, 356 ss.

<sup>13</sup> In particolare è interessante notare che l'orientamento delle Sezioni Unite sia sostanzialmente superato in relazione a derivati di piena copertura: Trib. Milano, 25 ottobre 2024, n. 9321; Appello Milano, sent. n. 2278/2024; App. Milano, sent. n. 2352/2023; Trib. Roma sent. n. 1625/2022, tutte disponibili su Banca dati Merito

<sup>14</sup> Non si ricavano questi aspetti dalle indagini semestrali di Banca d'Italia, dalle quali in ogni caso si evince la persistente diffusione di questi prodotti sul mercato: [https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2025-01/cs-OTC-dic2024.pdf?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2025-01/cs-OTC-dic2024.pdf?utm_source=chatgpt.com).

forniscano ai clienti il set informativo prescritto dalle Sezioni Unite; *iii*) che le impugnazioni di contratti derivati siano in tempi recenti drasticamente ridotte.

## 2. *Diritto privato regolatorio europeo, dottrina dell'alea razionale e rimedi: problemi apparenti.*

Mi pare, tuttavia, che, proprio dall'angolo visuale dei rapporti tra disciplina civilistica del contratto e regolazione delle operazioni di negoziazione di strumenti finanziari derivati, vi sia un profilo relativamente al quale lo stato del dibattito sia ancora largamente insoddisfacente.

Intendo approfondire la questione della compatibilità con il diritto dell'Unione Europea della dottrina dell'alea razionale <sup>(15)</sup>.

Si tratta di una questione recentemente liquidata come infondata da una sentenza della prima sezione della Cassazione (la n. 7368/2024) <sup>(16)</sup> con motivi a mio avviso non decisivi.

Prima di evidenziare i profili critici degli argomenti elaborati dalla dottrina e dalla Cassazione in questa recente decisione, è opportuno identificare alcune premesse sulle quali non dovrebbe esserci dissenso.

A) Come si è detto, la dottrina "Comune di Cattolica" individua alcuni requisiti di *struttura* del contratto derivato attraverso un'operazione ermeneutica, giustificata da argomenti sistematico-funzionali, che, per contro, non trova nel *testo* degli articoli del codice civile alcun riscontro. Non vi è in altri termini alcuna menzione nel codice sui requisiti di struttura della scommessa legalmente autorizzata <sup>(17)</sup>.

B) Tali requisiti di struttura, identificati dalle sezioni unite - per altro in modo perplesso - come elementi dell'oggetto del contratto e della sua causa, non costituiscono propriamente *regole* che le parti si danno e che connotano il programma negoziale, bensì *informazioni* riguardanti (almeno secondo l'intendimento delle sezioni unite e della dottrina che ha condiviso tale orientamento) l'alea giuridica del contratto: informazioni che una parte

---

<sup>(15)</sup> V. Lener-Cipriani, *I derivati, le Sezioni Unite e l'Europa*, in *Liber Amicorum Dolmetta*, Pacini, 2023, 195 ss.; Sciarrone Alibrandi, *Le Sezioni Unite sui contratti derivati e il diritto comunitario*, *ivi*, 381; Rosapepe, *Interest rate swap: sul presunto contrasto tra la Cassazione e la normativa eurounitaria e del t.u.f.*, in *BBTC*, 2023, II, 160 ss.

<sup>(16)</sup> Cfr. Cass., 19 marzo 2024, n. 7368.

<sup>(17)</sup> È sufficiente a questi fini la lettura del recente commento all'art. 1935 c.c. di Modica, *Del giuoco e della scommessa*, in *Comm. Schlesinger*, diretto da Busnelli, Milano, 2018, 113 ss., ove si trova conferma dell'assenza del requisito di struttura dell'alea razionale per le scommesse legalmente autorizzate.

(la banca) fornisce (*rectius*, è tenuta a fornire) alla controparte (il cliente). Andando al nocciolo e in termini più diretti e pratici: che si qualificano alla stregua requisiti di struttura o di obblighi informativi, il *comportamento dovuto* dall'intermediario consiste sempre nella predisposizione di un modulo con un certo contenuto.

C) È noto che il *mark to market* costituisca il parametro finanziario, sulla cui base è costruita la multa penitenziale a carico delle parti (cliente o intermediario, in ragione del valore, negativo o positivo, del parametro) in caso di estinzione anticipata del contratto derivato. Cionondimeno, non è possibile sostenere che tale parametro costituisca l'oggetto del contratto, ossia le sue prestazioni essenziali, in quanto è ben possibile che il contratto preveda, in caso di recesso anticipato, una multa penitenziale in misura fissa. In tal caso, si può affermare che il *mark to market* non avrebbe alcun rilievo quale regola contrattuale.

D) Per la dottrina Comune di Cattolica, il contratto derivato è nullo per mancanza di un requisito di struttura (oggetto/causa meritevole), non per la violazione di una norma imperativa di trasparenza.

La discussione si è fin ora concentrata sul fatto che la dottrina dell'alea razionale tramutando una regola di trasparenza, un obbligo informativo, in una regola di struttura non sarebbe compatibile con il regime MIFID (oggi MIFID II) <sup>(18)</sup>, perché determinerebbe l'applicazione di un rimedio – la nullità per mancanza di un requisito essenziale del contratto – diverso da quello identificato dalle sentenze Rordorf del 2007 (risarcimento o risoluzione) <sup>(19)</sup>.

In questi termini, la questione della compatibilità della dottrina Comune di Cattolica con il diritto regolatorio europeo è certamente male impostata <sup>(20)</sup>.

---

<sup>18</sup> Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, GUCE L 145, 30 aprile 2004, pp. 1-47 (*MiFID I*); Direttiva della Commissione 2006/73/CE, GUCE L 241, 2 settembre 2006, pp. 26-58 (*Direttiva di attuazione della MiFID I*); Regolamento (CE) n. 1287/2006 della Commissione, GUCE L 241, 2 settembre 2006, pp. 1-25 (*Regolamento di attuazione della MiFID I*). Il regime *MiFID II* si compone della Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, GUUE L 173, 15 maggio 2014, pp. 349-496 (*MiFID II*), del Regolamento (UE) n. 600/2014, GUUE L 173, 15 maggio 2014, pp. 84-148 (*MiFIR*), nonché di un articolato complesso di misure di attuazione.

<sup>19</sup> Cfr. Cass. ss.uu., 19 dicembre 20027, nn. 26724 e 26725, in *Danno e resp.*, 2008, 525 s., con nota di V. Roppo, *La nullità virtuale dopo la sentenza Rordorf e in NGCC*, 2008, I, 432 ss., con nota di U. Salanitro, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*.

<sup>20</sup> Sulla regolamentazione finanziaria come parte del diritto privato regolatorio: v. *MiFID II and Private Law*, Hart, 2019, 23; Cherednychenko, *Financial regulation and civil liability*

Si tratta di un profilo critico più apparente che reale. La Corte di Giustizia ha da tempo (decisione *Genil* del 2013) <sup>(21)</sup> chiarito che la disciplina dell'intermediazione finanziaria lascia agli Stati membri una piena autonomia procedurale <sup>(22)</sup>, con conseguente facoltà dei giudici degli Stati membri di individuare nel diritto privato interno le conseguenze privatistiche della violazione delle regole di diritto europeo.

I soli limiti che l'ordinamento nazionale riceve nella prospettiva dell'autonomia procedurale sono l'*effettività* del rimedio e la sua *equivalenza* rispetto alle misure interne <sup>(23)</sup>. Sotto entrambi i profili la nullità contrattuale non si presta a censure, in quanto le conseguenze restitutorie costituiscono certamente una misura diretta a proteggere in modo *effettivo* l'interesse tutelato. La tutela effettiva è infatti quella che non rimane solo sulla carta, bensì si traduce in rimedi idonei a realizzare il concreto *enforcement* della situazione soggettiva riconosciuta all'individuo dal diritto UE. E, del resto, come è stato notato, il principio di effettività è stato tradotto all'art. 69.2 lett. *u* della direttiva MIFID 2, significativamente dedicato ai poteri di vigilanza delle autorità di regolazione, ove prevede altresì che "Gli Stati membri garantiscono che siano istituiti i meccanismi necessari a garantire il pagamento di un risarcimento o l'adozione di altre misure correttive a norma del diritto nazionale per eventuali perdite pecuniarie o danni subiti a seguito di una violazione della presente direttiva" <sup>(24)</sup>. La nullità del contratto rientra senza dubbio tra quelle "misure correttive" dirette a rimuovere le "perdite pecuniarie" subite dagli investitori.

---

in European law: towards a more coordinated approach?, in O. O. Cherednychenko, & M. Andenas (a cura di), *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, Edward Elgar Publishing, 2020, 2 ss.

<sup>21</sup> Corte di giustizia dell'Unione europea (*EU CoJ*), 30 maggio 2013, causa C-604/11, *Genil 48 SL e altri c. Bankinter SA e altri*, in AA (2013), p. 663, con nota di Busch; in JOR 2013/274, con nota di Busch. Su questo caso v. inoltre Busch, *The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond*, in ERCL, 2017, 70; S. Grundmann, *The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law*, ERECL, 2013, 267 ss.

<sup>22</sup> Cfr. il quadro storico di Iannone, *L'autonomia procedurale dei giudici nazionali nella giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione Europea*, dUE, 2023, 444 ss.

<sup>23</sup> I *leading cases* sono: Corte giust. 16 dicembre 1976, C33/76 (*Comet*); Corte giust. 16 dicembre 1976, C45/76 (*Rewe*). Essi riguardavano, invero, solo le regole processuali. È con il caso *Unibet CGUE*, 13 marzo 2007, causa C-432/05, che la Corte di Giustizia ha collegato il principio di effettività al rimedio e non solo alle modalità procedurali di esercizio del diritto.

<sup>24</sup> Così Bush, op. cit., 74. Ritiene invece che la norma non riguardi i rimedi privatistici ma i poteri di c.d. *collective redress* delle autorità di vigilanza: Wallinga, *EU Investor Protection and Liability for Investment Losses*, Springer, 2020, 87.

Il secondo requisito individuato dalla Corte UE per i rimedi privatistici applicati al diritto sostanziale UE è l'equivalenza rispetto ai rimedi esclusivamente interni. La Corte intende, in altri termini, impedire agli Stati membri l'introduzione di rimedi per la violazione delle regole europee meno incisivi rispetto a quelli di diritto interno.

Con la conseguenza, per certi versi paradossale, che, applicando in modo rigoroso il principio di equivalenza, a vacillare sarebbe piuttosto il *dictum* delle sentenze Rordorf del 2007, in relazione alla identificazione del rimedio risarcitorio quale conseguenza normale della violazione delle *conduct of business rules* previste dalla MiFID, piuttosto che il rimedio demolitorio giustificato dalla dottrina dell'alea razionale <sup>(25)</sup>.

Più complessa, si manifesta il vaglio di compatibilità con il diritto europeo non tanto del *rimedio*, quanto della *regola* "creata" dalla "dottrina Comune di Cattolica", vale a dire il puntuale obbligo informativo che ha ad oggetto il *mark to market*, la formula matematica e gli scenari probabilistici.

Certamente, infondata - dall'angolo visuale prescelto - è l'osservazione di chi ha messo in luce la criticità risultante dal fatto che tale regola avrebbe un effetto retroattivo incompatibile col principio di certezza del diritto <sup>(26)</sup>.

La giurisprudenza della Corte di Giustizia ha chiarito in più occasioni <sup>(27)</sup> che, salvo ipotesi eccezionali che comunque devono essere vagliate dalla medesima Corte, non si può invocare il principio di certezza del diritto per giustificare l'irretroattività di un orientamento giurisprudenziale. In altri termini, le Sezioni Unite non avrebbero potuto, in nome del principio di certezza del diritto, individuare un'ipotesi di nullità sopravvenuta con effetti *ex nunc*, ma hanno mascherato il proprio intervento larvamente regolatorio ricostruendo sul piano ermeneutico gli elementi strutturali richiesti dal codice civile per la valida conclusione di un contratto aleatorio atipico, qualificato alla stregua di una scommessa legalmente autorizzata.

---

<sup>25</sup> Non vi è nella letteratura europea una sensibilità paragonabile a quella sviluppata nella dottrina italiana circa la maggiore effettività del rimedio demolitorio: al riguardo, già Perrone, Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta, in Riv. soc., 2005, 1020 s.; Dolmetta, La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari, in Contratti, 2008, 80.

<sup>26</sup> Lener-Cipriani, op. cit., 206 ss.

<sup>27</sup> Cfr. CGUE, 21 dicembre 2016, C-154/15; C-307/15, C-308/15 (Gutierrez Naranjo). Cfr. Dalmartello, Epilogo della questione della clausola floor in Spagna? Chiarimenti della Corte di Giustizia sugli effetti della non vincolatività delle clausole abusive, in Riv. dir. banc. 2017.

3. *Rapporti tra diritto "relazionale" dei contratti e diritto "regolatorio". Assetto istituzionale di enforcement della Mifid II e interpretazione delle regole.*

E veniamo dunque a quello che mi sembra il vero problema.

Il profilo è assai delicato, in quanto impone di approfondire uno degli aspetti più controversi della regolazione finanziaria di fonte europea. Vale a dire, i rapporti tra il sistema di regole di fonte UE e la disciplina privatistica <sup>(28)</sup>.

Vi è chi autorevolmente in dottrina ha sottolineato che lo stesso problema, così impostato, sarebbe frutto di un "frintendimento" di quanto affermano le Sezioni Unite <sup>(29)</sup>.

Secondo questa linea di pensiero, le Sezioni Unite avrebbero sviluppato il percorso ermeneutico sul piano dei requisiti civilistici del contratto. E questi ultimi nulla c'entrano - o in ogni caso sono concettualmente da distinguere - con gli obblighi informativi previsti dalla MiFID e dalla disciplina di attuazione.

A me pare, invece, che la questione sia più ambigua e non costituisca un valido argomento, bensì un espediente retorico, liquidare la necessità di un supplemento di riflessione come un semplice frintendimento. È, del resto, la stessa dottrina appena richiamata che tradisce questa ambiguità quando afferma, riferendosi alla trasparenza su *mark to market* e scenari probabilistici, come "il set informativo che precede l'entrata nel contratto".

Come si è osservato in precedenza, *un conto* è la *qualificazione* della natura della regola coniata dalle Sezioni Unite (quale requisito di struttura del contratto), *altro* è il *contenuto* della regola stessa (informazioni che devono transitare dall'intermediario al cliente).

Né - se si eccettua l'autonomia procedurale alla quale si è in precedenza fatto cenno e che riguarda esclusivamente il tema del rimedio più adeguato (effettivo ed equivalente) - sembra possibile utilizzare il diritto privato comune quale "area protetta", popolata da norme delle quali non può essere vagliata la compatibilità con il diritto regolatorio europeo. Tanto più che, in questo contesto, manca una clausola di salvezza per il

---

<sup>28</sup> Cfr. Busch, op. cit., 75, senza mezzi termini definisce tale problema un "vexed question" e rileva che esso non trovi (ancora) soluzione nella giurisprudenza della Corte di Giustizia UE. Cfr. inoltre Dalla Negra, MiFID II and Private Law, Hart, 2019, 173 ss., il quale evidenzia la progressiva integrazione tra il sistema regolatorio e quello privatistico. Al riguardo v. anche Wallinga, op. cit., 75 ss.

<sup>29</sup> Sciarrone Alibrandi, op. cit., 388.

diritto dei contratti nazionale (ad esempio, presente nella direttiva sulle pratiche commerciali scorrette) <sup>(30)</sup>.

Risulta, in definitiva, una petizione di principio affermare - secondo una logica strutturale, tutta interna all'ordinamento italiano ed estranea a quello europeo - che il giudizio di validità costituisce un *prius* logico rispetto alla disciplina degli obblighi informativi.

In altri termini, mutuando il lessico coniato da autorevole dottrina, l'interazione tra diritto privato codicistico "relazionale" e il diritto privato regolatorio <sup>(31)</sup> richiede forme di coordinamento tra i due corpi di norme sovente trascurata <sup>(32)</sup>.

Ciò significa che il diritto privato relazionale può e deve fare i conti con il diritto regolatorio, anche nel contesto della regolazione finanziaria.

Sono oggi da reputare definitivamente superate le tesi - diffuse in passato in Germania e nei Paesi Bassi - secondo le quali MiFID, in quanto disciplina di vigilanza sull'attività degli intermediari, non avrebbe avuto alcun impatto sul diritto contrattuale degli Stati membri<sup>33</sup>.

E, per converso, la tesi di Peter Mülbert, il quale aveva parlato di eclissi del diritto contrattuale in relazione al contesto dell'intermediazione finanziaria <sup>(34)</sup>, aveva certamente colto - benché provocatoriamente -

---

<sup>30</sup> Cfr. art. 3.2 Direttiva 2005/29/CE "This Directive is expressly without prejudice to contract law and, in particular, to the rules on the validity, formation or effect of a contract"

<sup>31</sup> Cfr. Denozza, Il mercato, e la sua tutela, tra diritto privato "relazionale" e diritto privato "regolatorio", in *Accademia*, 2024, 127 ss. Sul diritto privato regolatorio, categoria che secondo il citato studio di Denozza merita ancora adeguati sforzi ricostruttivi: oltre alla recente monografia di C. Attanasio, *Profili ricostruttivi del diritto privato regolatorio*, Napoli, 2022, occorre richiamare (almeno) il classico studio di Collins, *op. cit.*; e quello di Micklitz, *The Visible Hand of European Regulatory Private Law*, YEL, 2009, 3 ss.. Un quadro di sintesi in Zoppini, *Il diritto privato e i suoi confini*, Il Mulino, 2020, 201 ss.

<sup>32</sup> V. però Dalla Negra, *op. cit.*, 174 s.; Wallinga, *op. cit.*, 71 ss.

<sup>33</sup> Sul punto, il faticoso riconoscimento della *Doppelnatur* della regolazione finanziaria è illustrato da: Dalla Negra, *op. cit.*, 36; Wallinga, *EU Investor Protection and Liability for Investment Losses*, Springer, 2020, 72 ss. Cfr. inoltre Grundmann, *op. cit.*, 277. V. però anche di recente Tröger-Opitz, *Sanktionen für die Verletzung von Verhaltenspflichten zwischen Aufsichtsund Zivilrecht*, in *Festschrift 25 Jahre WpHG: Entwicklung und Perspektiven des deutschen und europäischen Wertpapierhandelsrecht*, a cura di Klöhn-Mock, De Gruyter, 2020, 1001 s., per la notazione che nel dibattito internazionale è ancora discussa l'opportunità di individuare rimedi privatistici. L'angolo visuale degli Aa. è tuttavia più ampio e comprende altri settori della regolazione finanziaria (es. *insider trading*).

<sup>34</sup> Mülbert, *The Eclipse of Contract Law in the Investment Firm-Client-Relationship: The Impact of MiFID on the Law of Contract from a German Perspective*, in G. Ferrarini-E. Wymeersch (a cura di), *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, OUP, 2006, 320 ss.

l'opportunità di un esame più analitico della compatibilità tra disciplina contrattuale e MiFID.

È del resto la stessa Cassazione che, nel recente provvedimento citato in precedenza, ha escluso di dover procedere al rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia, affermando la piena compatibilità con il diritto europeo della dottrina dell'alea razionale, proprio riconoscendo che la disciplina europea prevede un obbligo informativo analogo. Senza, nondimeno, porsi il problema della corretta individuazione degli assetti istituzionali di "governo" dell'interpretazione della regola di trasparenza sull'alea dei derivati.

*3.1. Profili critici della giurisprudenza che ha escluso l'opportunità di un rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia UE in relazione alla dottrina dell'alea razionale.*

Il riferimento alla più volte citata decisione della Cassazione consente di entrare nel cuore del problema che la dottrina dell'alea razionale pone nella prospettiva regolatoria.

Due i punti dai quali è opportuno muovere il ragionamento: *a.* Anzitutto, le regole MiFID e MiFID II *non* prevedono espressamente un generalizzato obbligo degli intermediari di informare tutti i clienti circa la *mark to market*, la formula matematica e gli scenari probabilistici. Torneremo a breve sul dato normativo, ma le disposizioni europee fanno ampio uso di concetti indeterminati. È interessante chiedersi, a tale proposito, perché la S.C., così attenta al dato comparatistico, ad esempio nella decisione in materia di clausola di roulette russa <sup>(35)</sup>, non si sia chiesta le ragioni per le quali, nessun regolatore e nessun giudice nel territorio dell'UE (ma il discorso vale anche per gli ordinamenti ove è presente un mercato finanziario sviluppato), abbiano enucleato un simile obbligo; *b.* in secondo luogo, MiFID e MiFID II prevedono la natura di armonizzazione (sostanzialmente) massima delle regole europee <sup>(36)</sup>. Ciò significa che gli

---

<sup>35</sup> Cfr. Cass 22375/2023, in I nuovi orientamenti della Cassazione civile, a cura di Granelli, Giuffrè, 2024, con commento di An. Dalmartello, La clausola di roulette russa tra meritevolezza e doveri fiduciari dei soci. Esclude, tuttavia, che il canone di interpretazione conforme al diritto UE ponga un vincolo per il giudice italiano a conformarsi all'applicazione che del diritto UE viene data in altri Stati membri: Cons. Stato, sent. n. 2660/2015.

<sup>36</sup> Il punto non è, invero, pacifico difettando nel corpo di regole una esplicita presa di posizione in tal senso da parte del legislatore UE: v. ad es. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*, OUP, 2014, 28. Tuttavia, gli obiettivi della disciplina, il livello di minuto dettaglio che in molti casi la connota e la presenza di un'autorità europea

Stati membri – con ciò implicando il legislatore, l'autorità di regolazione, ma anche la giurisprudenza - non possono – almeno in via tendenziale - prevedere regole ulteriori a quelle che possono ricavarsi dalla disciplina di fonte europea <sup>(37)</sup>.

È, in questo contesto normativo, circoscritto lo spazio di operatività di concetti indeterminati (es. buona fede, meritevolezza) appartenenti al diritto “relazionale” dei contratti di ciascuno degli Stati membri.

La stessa Corte di Giustizia, in una decisione riguardante gli spazi di operatività delle regole di ragionevolezza e correttezza in relazione alla distribuzione di polizze vita, aveva, per un verso, riconosciuto uno spazio per la concretizzazione nel caso concreto di tali principi, ma, per l'altro, individuando alcuni limiti <sup>(38)</sup>. Limiti che, pure in un contesto normativo ove difettava l'armonizzazione massima, sono stati individuati mediante un diretto e assai significativo riferimento ai principi e dagli scopi della regolazione (*i.e.* trasparenza sostanziale del contratto) e dal principio di certezza del diritto <sup>(39)</sup>.

Si pongono pertanto alcuni quesiti che rimangono ancora senza una risposta soddisfacente nel dibattito sull'alea razionale.

---

(ESMA) alla quale è attribuito il compito di uniformare l'interpretazione della disciplina derivata europea, consentono di concludere che il livello di armonizzazione, se non massimo, deve essere comunque molto elevato.

<sup>37</sup> Il punto è chiarito dalla dottrina: v. ad es. Busch, op. cit., 81 s.

<sup>38</sup> Cfr. CGUE, 29 aprile 2015, C-51/13, alla quale era stato posto il seguente quesito pregiudiziale circa l'interpretazione dei rapporti tra diritto civile dei Paesi Bassi e direttiva 92/96/CEE: “«1) Se il diritto dell'Unione europea, e segnatamente l'articolo 31, paragrafo 3, della terza direttiva assicurazione vita, osti a che le imprese di assicurazione vita, in forza di standard aperti e/o norme non scritte del diritto olandese, come la ragionevolezza e l'equità che disciplinano il rapporto (pre-)contrattuale tra un assicuratore e un aspirante contraente, e/o un dovere di diligenza generale e/o specifico, siano tenute a fornire ai contraenti più dati sulle spese e sui premi di rischio dell'assicurazione di quelli previsti nel 1999 dalle disposizioni olandesi con le quali è stata data attuazione alla terza direttiva assicurazione vita [segnatamente l'articolo 2, paragrafo 2, lettere q) e r), del RIAV 1998].”.

<sup>39</sup> La citata sentenza CGUE, C-51/13 ha così risolto la questione pregiudiziale riportata alla nota che precede: “L'articolo 31, paragrafo 3, della direttiva 92/96/CEE del Consiglio, del 10 novembre 1992, che coordina le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'assicurazione diretta sulla vita e che modifica le direttive 79/267/CEE e 90/619/CEE (terza direttiva assicurazione vita), deve essere interpretato nel senso che non osta a che un'impresa assicuratrice, sulla base di principi generali di diritto interno, quali gli «standard aperti e/o norme non scritte» in discussione nel procedimento principale, sia tenuta a comunicare al contraente talune informazioni supplementari, oltre a quelle di cui all'allegato II della direttiva in parola, a condizione che le informazioni richieste siano chiare, precise e necessarie alla comprensione effettiva da parte del contraente degli elementi essenziali dell'impegno e che garantiscano una sufficiente certezza del diritto, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare”.

1. In un sistema di diritto privato regolatorio caratterizzato da un complesso di regole amministrato da una pluralità di istituzioni a livello statale (legislatore, giurisprudenza, Consob) e a livello europeo (legislatore, giurisprudenza ESMA), chi deve avere l'ultima parola circa l'esistenza di una specifica regola?
2. Quali spazi ha la giurisprudenza interna nel concretizzare i concetti indeterminati appartenenti al diritto privato "relazionale" ovvero impiegati dal legislatore europeo (in prospettiva regolatoria) senza che possa darsi la facoltà di un giudice del medesimo Stato membro di richiedere un'interpretazione conforme alla Corte di Giustizia?
3. Può, in altri termini, una dottrina fondata sul diritto privato "relazionale" escludere un pieno sviluppo dell'architettura istituzionale, centrale nella prospettiva "regolatoria"?

Non può infatti sottacersi che uno degli aspetti più critici che la dottrina dell'alea razionale pone è da individuare nella sua totale impermeabilità alle istanze regolatorie e alla proporzionalità di intervento che le connota.

A dispetto di quanto declamato da alcuni autorevoli sostenitori, la dottrina dell'alea razionale è tutta ripiegata sullo strumento finanziario derivato nella prospettiva della singola relazione contrattuale; e, come tale, sembra rifiutare la prospettiva regolatoria per la quale la tutela privatistica del cliente è complementare a quella pubblicistica affidata alle autorità di settore e funzionale al conseguimento di obiettivi di conformazione del prodotto, di integrità del mercato, da bilanciare con l'ideale di giustizia commutativa (se non distributiva) alla base dell'obiettivo di tutela dell'investitore.

In ogni caso, anche nella prospettiva della tutela dell'investitore vi sono più punti dove la dottrina dell'alea razionale e le *conduct of business rules* sembrano sovrapporsi e richiedere una razionalizzazione.

Al riguardo non è possibile analizzare tutti i numerosi punti di frizione, mi limito a citarne alcuni:

- a) L'art. 24.5 di MiFID II, richiedendo una trasparenza sui rischi relativi al "tipo specifico di strumenti" non sembra affatto imporre un approccio *one size fits all*, ma consente alle imprese di investimento di modulare la trasparenza al fine di consentire ai clienti "di prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa". Del resto, l'art. 48 di MIFIR II (reg. 565/2017/UE) richiede una trasparenza "sul funzionamento e i risultati dello strumento finanziario in varie condizioni

*di mercato*”, ancora una volta il livello di dettaglio delle informazioni deve adattarsi alle esigenze del cliente. Alla luce di tali norme sembra che gli scenari probabilistici non siano considerati - e probabilmente a ragione - il modo più trasparente e comprensibile di rappresentazione dei rischi. Più correttamente la norma regolamentare fa riferimento a c.d. scenari c.d. *what if*.

- b) Non diversamente, nella prospettiva della trasparenza sui “costi” dell’operazione, è importante ricordare che, dal 2009 al 2022, la Consob aveva richiesto - sia pure in un atto non vincolante - la comunicazione del *Mark to market*, scomposto nelle varie componenti del valore teorico, degli *hedging costs* e del *markup*, nel caso di derivati OTC, quali prodotti illiquidi, là dove questi siano collocati presso la clientela al dettaglio <sup>(40)</sup>. Regola in evidente contrasto con la dottrina dell’alea razionale poiché la Consob non includeva nella disciplina di trasparenza gli scenari probabilistici, né la formula di calcolo del MTM. Inoltre, le Sezioni Unite non distinguono tra clienti, mentre la Comunicazione riguarda solo la clientela *retail*.
- c) Anche nel contesto vigente (la comunicazione del 2009 sugli illiquidi è stata revocata dalla Consob nel 2022), la trasparenza sui costi è richiesta dall’art. 24.4 MIFID II, attuato dal Reg. n. 565/2017/UE. L’art. 50 di questo regolamento prevede una regolamentazione assai analitica dalla quale è comunque escluso l’*unbundling* del *mark to market* del derivato. Secondo alcuni comunque richiesto in alcuni provvedimenti interpretativi dell’ESMA<sup>41</sup>.

A ciò si aggiunga che queste regole non escludono, anzi presupponendola, la facoltà per operatori, autorità di settore e giudici di valorizzare aspetti concreti della fattispecie, come - ad esempio, per quanto qui interessa - il fatto che lo strumento derivato OTC sia idoneo a realizzare una perfetta copertura dell’indebitamento sottostante. Nella prospettiva dell’alea sopportata dal cliente, lo strumento di copertura genera, se considerato in stretto nesso con il rischio sottoposto a *hedging*, un effetto finanziario di stabilizzazione dei pagamenti periodici ai quali è tenuto il cliente. Con conseguente e sostanziale irrilevanza della volatilità implicita

---

<sup>40</sup> Cfr. Comunicazione Consob 2 marzo 2019, n. 909104

<sup>41</sup> Sul rilievo privatistico degli orientamenti delle autorità di settore: Cherednychenko, ‘Public Supervision over Private Relationships: Towards European Supervision Private Law?’, in ERPL, 2014, 37

nelle variabili finanziarie (ad es. il tasso di interesse variabile nel caso di Interest Rate Swap) dedotte nello strumento finanziario derivato.

A ciò si aggiunga che l'art. 24.12 MIFID II richiede che gli Stati membri notifichino alla Commissione l'intenzione di richiedere requisiti di trasparenza aggiuntivi rispetto a quelli indicati nell'articolo in questione, con ciò implicando un necessario coordinamento degli orientamenti regolatori e interpretativi all'interno dell'UE.

Sembra, pertanto, possibile osservare che il diritto regolatorio di fonte europea imponga uno stretto coordinamento con il diritto privato "relazionale", specie là dove vi siano potenziali interferenze.

E non si tratta di invocare senza fondamento, come pure è stato fatto, il divieto di *gold plating* (che riguarda unicamente eventuali interventi normativi del legislatore o delle autorità amministrative di uno Stato membro, che risultano più restrittivi rispetto alla disciplina UE di armonizzazione massima) <sup>(42)</sup>, ma di rimarcare semplicemente la piana applicazione del canone di interpretazione conforme.

Del resto, la Corte di Giustizia (Caso Rasmussen, Grande Sezione 19 aprile 2016, C-441/14) ha da tempo chiarito che: *"l'esigenza di un'interpretazione conforme include l'obbligo, per i giudici nazionali, di modificare, se del caso, una giurisprudenza consolidata se questa si basa su un'interpretazione del diritto nazionale incompatibile con gli scopi di una direttiva"*.

Si può, in una prospettiva più analitica, richiamare una tassonomia accreditata in dottrina circa i rapporti tra disciplina regolatoria di fonte europea e diritto privato degli Stati membri <sup>(43)</sup>. Secondo questa impostazione vi sono almeno tre possibili modalità di interazione: la separatezza, la sostituzione e la complementarità. Nel caso di MiFID e MiFID II, esclusa la separatezza (pure invocata dai sostenitori della dottrina dell'alea razionale) <sup>(44)</sup> che trova terreno fertile in quegli ordinamenti ove prevale la ricostruzione pubblicistica delle regole in materia finanziaria, si discute se la disciplina UE *sostituisca* le clausole generali privatistiche

---

<sup>42</sup> Sul *gold plating*: v. Burelli, *Il gold plating e l'armonizzazione spontanea, due tecniche legislative a confronto*, in Riv. It. Dir. Pubbl. Comunitario, 2022, 625 ss. e per la (incerta) definizione v. pag. 628.

<sup>43</sup> Cfr. Cherednychenko, *Islands and the ocean: Three models of the relationship between EU market regulation and national private law*, in Modern L. Rev., 2021, 1294

<sup>44</sup> Cfr. Maffei, op. cit., 14, il quale costruisce a questo proposito la categoria del "diritto civile della finanza". La dottrina europea (Cherednychenko, *Islands*, cit.,) ha messo in luce come la separatezza pregiudica i valori di certezza e armonizzazione al fine di promuovere la giustizia correttiva nelle singole relazioni contrattuali, con evidenti rischi di tradire gli obiettivi di policy unionali.

oppure sia ravvisabile una *complementarità* tra i due corpi di norme. La presenza di clausole generali e di concetti indeterminati nella stessa disciplina UE (art. 24.1 MiFID II), così come nelle norme di attuazione interne (es. art. 21 t.u.f.), indurrebbe a preferire il modello della sostituzione, in quanto gli spazi per l'individuazione della regola più adatta alla migliore protezione dell'investitore sono garantiti proprio da tali clausole generali di settore.

Tuttavia, vi è in dottrina chi ritiene che sia la complementarità a meglio descrivere le modalità di interazione tra i due corpi di regole. Complementarità che, nondimeno, non dovrebbe lasciare spazio a fughe in avanti giustificate da ricostruzioni dogmatiche di diritto puramente interno e che, in ogni caso, impone uno stretto coordinamento tra diritto privato "relazionale" e diritto regolatorio <sup>(45)</sup>.

Pertanto, anche in questa prospettiva la dottrina dell'alea razionale si presta a essere rimeditata nella prospettiva di una corretta ricostruzione dei rapporti con il diritto UE.

#### 4. Conclusioni: discriminazione alla rovescia?

Da quanto si è messo in evidenza discende che: i) i giudici italiani, ferma l'applicazione delle norme di derivazione europea (e l'applicazione diretta del Regolamento MIFIR 2), possono legittimamente discostarsi dal *dictum* delle Sezioni Unite non ravvisando – in generale ovvero in relazione al caso concreto – la necessità che la trasparenza sull'alea del derivato consista necessariamente nei tre aspetti delineati dalle sezioni unite, fermo restando il vaglio sulla corretta rappresentazione dei rischi secondo le regole europee; ii) alternativamente, i giudici di merito potranno comunque formulare, mediante rinvio pregiudiziale, un quesito interpretativo alla Corte di Giustizia per verificare se e in che limiti la dottrina dell'alea razionale sia compatibile con il sistema Mifid/Mifid II <sup>(46)</sup>.

In definitiva, considerato che nel contesto europeo una dottrina analoga a quella italiana non si è sviluppata in nessun altro Stato membro

---

<sup>45</sup> Occorre riconoscere che la dottrina ammette, nel caso di complementarità, l'elaborazione di regole più restrittive da parte della giurisprudenza di ogni Stato membro anche in caso di materie soggette ad armonizzazione massima (Cherednychenko, Islands, cit., 1326). A tale riguardo, vi è tuttavia da chiedersi se tali regole più restrittive non possano comunque essere vagliate dalla Corte di Giustizia, in relazione agli obiettivi di policy e al valore di certezza del diritto (specie se contrastanti con orientamenti delle autorità di settore).

<sup>46</sup> In altri termini, invocando una pronuncia "ostativa" della Corte: sulle quali v. da ultimo G. Greco, Le sentenze pregiudiziali "ostative" della Corte di Giustizia, Giappichelli, 2025, 99 ss.

(mentre il fenomeno del *misselling* dei derivati è stato frequente in quasi tutti gli Stati membri), si tratta di evitare che si diffondano fenomeni di “discriminazione alla rovescia”<sup>(47)</sup>, vale a dire parafrasando – sia pure in modo improprio - l’art. 53 della l. n. 234/2012<sup>(48)</sup>, evitare che ai cittadini italiani e in particolare alle imprese di investimento italiane si applichino norme o prassi interne, tali da produrre effetti discriminatori in rapporto al trattamento che ai medesimi comportamenti si applicherebbe là dove operasse esclusivamente il diritto europeo. Tanto più che, in presenza del diritto armonizzato, dottrina e giurisprudenza escludono che possa essere invocata l’eccezione (all’operatività del diritto UE) delle c.d. situazioni puramente interne<sup>(49)</sup>.

Vale in conclusione ricordare il monito recentemente formulato da una dottrina tedesca che invita, nel contesto dell’analisi giuridica delle sanzioni civilistiche per la violazione delle regole del mercato finanziario, ad abbandonare le grandi narrative e a concentrarsi su analisi empiriche più granulari: “Die großen, kontextunabhängigen Narrative zur Wirkung kapitalmarktrechtlicher Sanktionen werden kaum glaubwürdig belegbar sein, während wichtige Impulse von granulären Untersuchungen engerer Funktionszusammenhänge ausgehen werden”<sup>(50)</sup>.

---

<sup>47</sup> Cfr. Arena, Le “situazioni puramente interne” nel diritto dell’Unione Europea, ES, 2019, 86 ss.

<sup>48</sup> Il testo della norma è il seguente: “Parità di trattamento. 1. Nei confronti dei cittadini italiani non trovano applicazione norme dell’ordinamento giuridico italiano o prassi interne che producano effetti discriminatori rispetto alla condizione e al trattamento garantiti nell’ordinamento italiano ai cittadini dell’Unione europea”.

<sup>49</sup> Sull’evoluzione della giurisprudenza della Corte di Giustizia UE relativamente alle c.d. “situazioni puramente interne”: v. l’ampio studio di Arena, op. cit., 55 ss. in part. 60, per l’indicazione che l’eccezione delle situazioni puramente interne tende a non trovare applicazione in caso di diritto comunitario derivato. Nella giurisprudenza della Corte, è necessario richiamare la sentenza CGUE, 15 novembre 2016, C.268/15 (Ullens de Schooten), ove si legge un quadro dei complessi orientamenti della Corte circa le situazioni puramente interne,

<sup>50</sup> Troger-Opitz, op. cit., 1019.