

RIVISTA ITALIANA
PER LE
SCIENZE GIURIDICHE

Fondata da Francesco Schupfer e Guido Fusinato

SOTTO GLI AUSPICI DELLA FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA
DELLA SAPIENZA - UNIVERSITÀ DI ROMA

DIRETTORE

Mario Caravale

nuova serie

2

2011



JOVENE EDITORE

Prodotti finanziari, strumenti finanziari e valori mobiliari
tra “nuove” classi di beni e “nuovi” beni.

Abstract anticipato di un saggio da scrivere

Paolo Spada

1. La parola “finanza” e i vocaboli che ne derivano risalgono al lemma dell’antico francese “fin” (denaro) ed al vocabolo latino “finare”. Quest’ultimo significa “esigere del denaro” e si presenta come una forma alterata di “finire”, nel senso di portare a compimento; d’onde: pagare.

L’analisi etimologica orienta, dunque, a pensare la finanza come un fenomeno nel quale la *ricchezza* deve essere ancora conseguita; essa è, qui ed ora, *assente*: un’assenza che può dipendere dal fattore tempo (prestazione non esigibile o non riappropriabile), dal fattore spazio (merce viaggiante o depositata alla rinfusa) o da entrambi.

Efficacemente è stato di recente osservato da P. FERRO-LUZZI (*Attività e “prodotti finanziari”*, in *L’attuazione della MiFID*, a cura di D’Apice, Bologna, 2010, 18) che «operazione “finanziaria” è quella che tra le parti (che non devono essere necessariamente due) è programmata in modo da iniziare e terminare con il danaro»; operazione che si lascia scomporre in tre varianti: «a) danaro/tempo/danaro; quando il tempo, e la sua durata, ha rilevanza determinante nel muovere le parti all’operazione; b) danaro/spazio/danaro; quando tra l’atto iniziale dell’operazione e il suo termine si interpone uno spazio, l’interesse delle parti essendo appunto diretto a “spostare” nello spazio denaro... la “moneta”, in [questo] contesto, [essendo] essenzialmente una cosa; c) danaro/danaro, che è cambio».

Alle varianti che precedono, deve aggiungersene una quarta: «[d)] nella quale il termine intermedio tra denaro e denaro, denaro sempre oggetto dell’interesse iniziale e finale delle parti, non è però costituito [soltanto] dal tempo (pur un certo tempo potendo essere necessario, ma in via meramente strumentale), ma dal riferimento ad un “dato” rilevante agli effetti di determinare la differenza tra danaro iniziale e danaro finale». È, questa quarta, la variante degli *strumenti cc.dd. derivati* (o di alcuni di essi), a proposito dei quali un po’ provocatoriamente può dirsi – ed ho già detto e scritto – che la ric-

chezza è *inesistente*, nel senso che è puramente sperata – come in ogni scommessa che si rispetti.

In senso descrittivo, “prodotto finanziario” è, per l’analisi giuridica, un’ipotesi – il risultato di una reificazione – di ogni operazione dell’autonomia privata dalla quale scaturiscono pretese giustiziabili di accesso a ricchezza assente o – se si accetta la provocazione – inesistente nel momento in cui l’operazione si compie.

2. Come ogni prodotto (risultante di un’attività di separazione o di manifattura), il prodotto finanziario – inteso nel senso descrittivo che si diceva – è compatibile con l’idea di mercato, da intendersi – sempre per l’analisi giuridica – come la risultante di una regola di tempo e di luogo (fisico o, oggi, “virtuale”) nei quali si incontrano flussi di offerta e di domanda di ricchezza. La ricchezza – sempre per il giurista – è fondamentalmente di due generi: *ricchezza dell’appartenenza* (cose che formano oggetto di diritti) e *ricchezza della pretesa* (crediti ed altre situazioni di vantaggio; prerogative di partecipazione a processi decisionali). La ricchezza dell’appartenenza è difendibile con la forza (posso lecitamente resistere al tentativo di spoglio e di molestia purché la difesa sia proporzionata) e giustiziabile (il giudice ripristina l’appartenenza che mi è stata sottratta); la ricchezza della pretesa è solo giustiziabile (posso accedervi solo *ope iudicis*). Alla luce di questa differenza, *la ricchezza della pretesa è un artefatto del diritto*: è il diritto che “crea” ricchezza nel momento stesso in cui prevede i mezzi per accedere ad essa e per conservarla (questo è il senso in cui Ascarelli parlava – con riferimento alla ricchezza che il linguaggio corrente, al pari di quello di specialità, chiama proprietà intellettuale – di “fattispecie costitutiva del bene immateriale”).

3. Ciò detto, giova considerare preliminari ad una riflessione giuridica sui “prodotti finanziari” i seguenti acquisiti:

a) prodotto finanziario, in quanto artefatto del diritto, si lascia pensare solo relativamente ad un ordine giuridico dato;

b) i prodotti finanziari sono compatibili con l’idea di mercato;

c) i flussi di offerta e di domanda, che – nell’ottica di una regola di tempo e di una regola di luogo – costituiscono un mercato, possono riguardare prodotti finanziari coesistenti o preesistenti all’offerta ed alla domanda che li concerne. Per antonomasia: offerta di

“collocazione” di prodotti finanziari o offerta di scambio di prodotti finanziari. Nel primo caso, si dispone di liquidità (si destina o si attribuisce) per procurarsi una pretesa [si parla di operazioni di mercato primario]; nel secondo, si dispone di liquidità (la si attribuisce) per subentrare ad altri in una pretesa [si parla di operazioni di mercato secondario].

4. La formazione di mercati finanziari è stata propiziata (fin dal secolo XVII) dalla documentazione in titoli circolanti delle pretese di accesso a, e delle prerogative di amministrazione di ricchezza assente (cioè non compresente alla “collocazione” o allo scambio); e l’esperienza multiforme di questi titoli (per antonomasia: di partecipazione a investimenti collettivi [azioni al portatore]) e, soprattutto, di altri più risalenti, funzionali ad operazioni individuali di credito (cambiali), è stata – in Germania, prima, e in Italia, poi – concettualizzata foggiano una figura documentale preordinata ad agevolare l’esazione e la circolazione di pretese (pensabili, in quanto massa, come ricchezza assente) rispetto alle regole del diritto comune (cessione del credito e cessione del contratto): a questa figura si è dato, nella seconda metà del secolo XIX il nome di “titolo di credito”. Se alcuni documenti circolanti, poi classificati come titoli di credito, hanno – come accennato – favorito la formazione di mercati finanziari, *il titolo di credito non è mai stato* – nel pensiero di chi lo ha concepito e nell’uso giurisprudenziale che se ne è fatto e che se ne fa – *né è una figura preordinata a regolare i mercati finanziari*: il titolo di credito serviva e serve a incoraggiare l’acquisto di una pretesa (e quindi l’impiego di liquidità in ricchezza non dell’appartenenza ma della pretesa) perché procura una riduzione del rischio di delusione nell’accesso alla ricchezza (dell’appartenenza) alla quale la pretesa si riferisce, rischio risalente alla contestabilità dell’acquisto o alla contestabilità dell’esazione.

5. Fino agli anni ’70 del secolo scorso, i mercati finanziari domestici sono stati oggetto di una disciplina relativamente modesta e che non ha sollecitato l’emersione di un lessico giuridico proprio. Questo lessico comincia ad affiorare nel 1974 (con la legge 216): il primo mezzo linguistico ad essere coniato (avvalendosi di un vecchio calco del linguaggio giuridico francese in materia di documenti cir-

colanti di operazione collettive di investimento o di finanziamento) è “valore mobiliare”; nel tempo, questa locuzione è – sotto la spinta della normativa comunitaria – sostituita, prima, ed affiancata, da ultimo, dalla dicitura “strumenti finanziari”. Oggi – nella vigente versione del Testo Unico dell’Intermediazione Finanziaria (risalente al 1998 e da ultimo novellato nel 2010) – i valori mobiliari convivono con gli strumenti finanziari a costituirne – stando al glossario dell’art. 1 – una sottoclasse e – sempre stando al glossario – sono inclusi in un insieme più esteso, al quale è dato il nome di “prodotti finanziari”.

La gerarchia delle classi tiene fino ad un certo punto; perché – guardano alla disciplina – i prodotti finanziari non mobilitano regole applicabili agli strumenti finanziari e alla loro sottoclasse dei valori mobiliari (e, men che mai, a quell’altra sottoclasse denominata “strumenti del mercato monetario”, che è isolata solo per dire che è immune dalla disciplina contenuta nel TUF). La locuzione “prodotti finanziari” è, infatti, usata solo nel contesto di regole che governano le modalità dell’offerta/sollecitazione al/del pubblico relativa a strumenti finanziari e valori mobiliari: è insomma, un breviliquio che rimpiazza strumenti e valori mobiliari.

Ma quel che appare conoscitivamente più importante è questo: che le locuzioni inventariate sono funzionali alla regolamentazione dei mercati finanziari, sono le “cifre” di una disciplina macro-giuridica, se si conviene di dire “micro” la disciplina dell’esazione e della circolazione agevolata delle pretese compendiate nella dicitura titolo di credito. Nel contesto di questa disciplina, le locuzioni in parola (e, tra queste, “prodotti finanziari”) *non designano nuovi beni* – trattandosi di ricchezza della pretesa, non di ricchezza dell’appartenenza, diremmo nuovi artefatti giuridici che appagano l’interesse di accedere a ricchezza; designano *bensì classi aperte di beni*, molti dei quali ben noti al diritto ed alla pratica finanziaria (azioni, obbligazioni, altri titoli di debito, contratti differenziali, contratti derivati su valute, titoli e merci ecc.).

6. Diverso è il discorso per la locuzione “strumenti finanziari”: se questi – fuori del TUF – sono *classe di beni* (della ricchezza della pretesa) nel diritto della contabilità (v. per esempio art. 2427-*bis* c.c. – che avrebbe potuto anche parlare di prodotti finanziari, per mettersi in sintonia con la gerarchia lessicale del TUF), nel nuovo diritto

delle società di capitali (quello riformato nel 2003), strumenti finanziari sono *nomenclatura di “nuovi” beni* – “nuovi” nel senso che non erano testualmente contemplati dal diritto comune delle società, prima della riforma. Si tratta di unità di operazioni potenzialmente collettive di finanziamento remunerato con una clausola parziaria – quelli dell’art. 2346.6 e dell’art. 2411.5; o di unità di operazioni potenzialmente collettive *anche* di investimento – gli strumenti finanziari “emessi” a fronte di risorse conferite dai “soci finanziatori” (art. 2526 c.c.).

Abstract

Etymologically, finance has a clear definition, “demand for money” (from the Latin “*finare*”).

The “financial product”, hypostasis of every operation of private autonomy from which arise claims of access to an absent wealth that can be protected by the law, is compatible with the idea of the market understood as the result of a rule of time and place, which generates the potential for exchanges between supply and demand for wealth. The latter may be of two kinds, *wealth of belonging*, defended by the law and defensible by force, or *wealth of claim*, only defended by the law, generated and recognized by the law and therefore an *artifact* of law itself.

Financial markets were born in the XVII century from the circulation of bearer bonds. The experience of these bearer bonds was then conceptualized, modeling a notion intent to facilitate the collection and circulation of claims, which took the name of “bearer bond”. This was necessary in order to decrease the risk of disappointment with the intent of accessing the wealth to which the claim refers to. To regulate these markets, in 1974 its own legal lexicon was introduced (with law No. 216), first with the term “stocks and shares”, expression then set alongside by the caption “financial instruments”. Today, in the Consolidated Financial Law, stocks and shares coexist with financial instruments included in the wider category of “financial products”.

Products, financial instruments, stocks and shares are instrumental for the regulation of financial markets, they are the “digits” of a macro-legal framework, the aim of which is connected to the constitutional commitment to protect savings (Art. 47).

Within the framework of this discipline, the expressions in question *do not designate new goods, but open classes of goods*, many of which are well known to the law and the financial practice.