



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MACERATA**

**DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA**

*Corso di Dottorato di Ricerca in*

**DIRITTO PRIVATO E PROCESSO NELLA PROSPETTIVA  
COMPARATISTICA  
E NELLA DIMENSIONE EUROPEA**

**CICLO XXX**

***IL CONTRATTO DI SWAP:  
PROFILI SISTEMATIVI E RILEVANZA DEL VIZIO***

**Relatore**  
**Chiar.mo Prof. Tommaso Febbrajo**

**Dottoranda**  
**Dott.ssa. Martina Mussuto**

**Coordinatore**  
**Chiar.mo Prof. Ubaldo Perfetti**

**ESAME FINALE ANNO 2018**

**IL CONTRATTO DI SWAP:  
PROFILI SISTEMATICI E RILEVANZA DEL VIZIO**

<i>Abstract</i>	5
<i>Introduzione</i>	6

**CAPITOLO I**

***Il ruolo del contratto nella dimensione finanziaria:  
la polifunzionalità dei contratti di swap.***

1.	Il contratto come bene oggetto di scambio	8
2.	Le esigenze protettive. Prime considerazioni critiche	12
3.	La negoziazione nei Mercati regolamentati e nei mercati <i>Over The Counter</i>	14
4.	Il <i>master agreement</i> e gli ordini di acquisto. Il c.d. contratto di negoziazione	19
5.	Le operazioni in derivati	24
5.1	<i>(segue) Le principali forme di gestione del rischio: Future, Option, Farward . (Cenni)</i>	26
6.	Il contratto di swap: prime coordinate	28
6.1	<i>(segue) Il rischio nei Crediti default swap</i>	32
7.	Il rilievo della funzione in sede tributaria: gli swap nella determinazione del reddito di impresa	35
7.1	<i>(segue) Il rilievo della funzione sul versante giuridico: Il nesso di derivazione, il sinallagma puro e la causa variabile</i>	38

## CAPITOLO II

### *La nullità della scommessa legalmente autorizzata:*

#### *Il discrimen fra oggettiva invalidità e soggettiva percezione del vizio.*

1.	Natura giuridica <i>Il contratto differenziale quale precedente del contratto derivato.</i> <i>Critica</i>	46
1.1	<i>(segue) La natura commutativa del contratto di Interest Rate Swap.</i> <i>Critica</i>	51
1.2	<i>(segue) La natura aleatoria. La linea di demarcazione fra tolleranza e autorizzazione quale mera scelta di opportunità del legislatore. La conferma del co. 5 dell'articolo 23 TUF</i>	57
2.	Prima panoramica sui rimedi	63
3.	Primo orientamento: Il vizio di forma del contratto quadro. La mancata sottoscrizione dell'intermediario come causa di nullità. <i>Critica</i>	66
4.	Il vizio strutturale: la Causa viziata. <i>L'alea unilaterale e quella squilibrata</i>	74
4.1	<i>L'irrazionalità dell'alea fra causa ed oggetto</i>	81
5.	I derivati conclusi dagli enti locali. Critica dell'orientamento che fonda la nullità sul co. 2 dell'articolo 1418 c.c	87
6.	La meritevolezza e la liceità della causa: il diverso piano operativo	92
6.1	<i>(segue) L'alea e la (im)meritevolezza degli interest rate swap con funzione di trading. Ancora sul diverso piano di operatività degli artt. 1343 e 1322 co. 2 del codice civile</i>	105
6.2	<i>(segue) L'immeritevolezza dei crediti default swap naked. Ulteriore dimostrazione del diverso piano di operatività del giudizio di cui all'articolo 1343 c.c. rispetto a quello ex art 1322 co 2 c.c</i>	109
7.	L'immeritevolezza e la nullità. Distinzione nei presupposti, identità nella sanzione: il vizio insanabile che colpisce <i>ab origine</i> il contratto	117
7.1	<i>(segue) La restituito in pristinum</i>	122

## CAPITOLO III

### *Invalidità del contratto e anti giuridicità della condotta*

1.	Gli obblighi a carico dell'intermediario: il quadro normativo di riferimento	127
2.	Il proliferare delle nullità: prima, sommaria, panoramica della situazione prima e dopo la sentenza Rordorf	136
3.	Conflitto di interessi, contratto <i>inadeguato</i> e immeritevolezza	141
4.	L'illiceità degli elementi e illegalità della condotta. Prime valutazioni di ordine generale	144
5.	Il labile confine fra consulenza e informazione e ricadute sulla struttura negoziale: le particolari ipotesi dei c.d. <i>Synthetic CDO</i> e <i>Squared CDO</i>	149
6.	L'incidenza sul contratto dei costi impliciti	155
6.1	(segue) <i>Costi occulti, rinegoziazione e clausola up front fra invalidità e responsabilità</i>	162
7.	Problemi di trasparenza e vessatorietà: la clausola <i>floor</i>	169
7.1	(segue) <i>La meritevolezza della clausola zero floor</i>	177
8.	Ancora in tema di disciplina concretamente applicabile e rilievo delle norme violate fra invalidità e risarcimento: le polizze <i>Unidet</i> e <i>Index Linked</i>	179
9.	Nesso eziologico fra violazione delle regole di condotta, danno e onere della prova	184
10.	La particolare ipotesi di responsabilità solidale dell'intermediario e del consulente finanziario	187
	<i>Considerazioni conclusive</i>	193
	<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>198</b>

## ABSTRACT

Subject of deep doctrinal considerations and center of an intense debate of jurisprudence, the theme of swap contracts is typified by the problems related to its structure, legal nature as well as to the right spotting of the applicable penalty depending on the existing violation.

The work is the result of an analysis of the dominant jurisprudence nowadays dominant that seems to abuse of the concept of real cause alongside with the one of the worthy of the pursuit interests. A certain systematic stretch thus emerges, in the event that not all that results improper or somehow vicious can automatically results as invalid or as unworthy of tutelage. It almost seems that the jurisprudence, as it cannot proceed with the declaration of nullity directly from the violation of the behavioural standards, defines, in terms of cause or of unworthy, anomalies that do not have any relations with them.

On this way, nevertheless, the proliferation of an invalidity of juridical matrix is legitimated, the most of the time as the result of valuation in terms of values.

However, a profound difference between structural defect and the one affecting the relationship exists, in the way that in the first case the contract will be invalidated, while in the second one the illegal behaviour will determine consequences of different type.

La tematica dei contratti di swap, oggetto di profonde riflessioni dottrinali ed al centro di un acceso dibattito in giurisprudenza, si caratterizza per le problematiche connesse alla struttura, alla natura giuridica nonché alla corretta individuazione della sanzione applicabile a seconda della violazione concretamente posta in essere.

Il lavoro rappresenta il frutto di un'analisi della giurisprudenza ad oggi dominante la quale sembra, talvolta, abusare tanto del concetto di causa in concreto quanto di quello di meritevolezza degli interessi perseguiti. Ad emergere sembra, dunque, una certa forzatura sistematica, posto che non tutto ciò che risulta *sconveniente* o in qualche misura viziato può automaticamente risultare invalido o immeritevole di tutela. Sembrerebbe quasi che la giurisprudenza, non potendo procedere alla dichiarazione di nullità direttamente dalla violazione di norme comportamentali, definisca in termini di causa in concreto o di immeritevolezza anomalie che nulla avrebbero a che vedere con esse.

Così procedendo, tuttavia, si legittima la proliferazione di una nullità di matrice giurisprudenziale il più delle volte frutto di valutazioni di tipo valoriale.

Sussiste infatti, una profonda differenza fra vizio strutturale e quello incidente sul rapporto, posto che nel primo caso il contratto sarà invalido, mentre nel secondo la condotta illegale determina conseguenze di ben altro tipo.

## INTRODUZIONE

Il contesto economico attuale ha influenzato enormemente la maniera di concepire gli scambi.

Lo sviluppo di nuovi strumenti negoziali ha avuto, infatti, un impatto dirompente sia in ambito economico che giuridico.

I derivati finanziari sono stati, infatti, i protagonisti dell'enorme crisi finanziaria della storia recente che, oltre a coinvolgere investitori esperti e perfettamente in grado di rapportare i costi e i benefici della singola operazione, ha colpito una pluralità di risparmiatori privi di competenze di settore.

L'interprete si trova così a confrontarsi non solo con dati giuridici ma anche con fattori di carattere finanziario, generalmente più consoni all'economista che al giurista. In tale contesto, il tema dell'equilibrio economico, ossia della convenienza dell'operazione conclusa, si intreccia inevitabilmente, senza però coincidere, con quello relativo all'equilibrio giuridico del contratto.

Fra la pluralità di prodotti riconducibili al *genus* dei contratti derivati, colpisce il crescente e polifunzionale impiego del contratto di swap.

L'oscurità di tali forme di contrattazione, frutto dell'inarrestabile operato dell'ingegneria finanziaria ha reso necessario orientare l'analisi sulla stessa natura giuridica di tali operazioni, al fine di comprendere quali i rimedi concretamente applicabili nelle situazioni di anomalia negoziale.

L'eventuale assimilabilità al negozio a prestazioni corrispettive determinerebbe, come noto, l'applicabilità degli strumenti dell'eccessiva onerosità sopravvenuta o della rescissione per lesione. In termini

diametralmente opposti bisognerebbe invece concludere qualora venga riconosciuta la componente aleatoria, trattandosi di scommessa legalmente autorizzata dal legislatore. Propendere per tale ultima impostazione non può che influenzare la ricerca verso l'individuazione di un'eventuale linea di demarcazione fra scommessa legalmente autorizzata e quella tollerata, di cui all'articolo 1933 c.c., o se l'inapplicabilità della *denegatio actionis* e della *soluti retentio* sia, piuttosto, da ricondurre ad una mera scelta di opportunità del legislatore e non alla reale esistenza di tratti distintivi.

Solo una volta chiarita la natura giuridica diventa, allora, realmente possibile analizzare l'effettivo atteggiarsi del vizio sul regolamento pattizio.

Dalla panoramica giurisprudenziale, quel che immediatamente colpisce è il rinnovato impiego del concetto di meritevolezza degli interessi, di cui al co.2 dell'articolo 1322 c.c., soggetto, fino a pochi anni, ad una sorta di *interpretatio abrogans*.

Altro dato significativo emerge in relazione al costante utilizzo dello strumento invalidante in ipotesi di squilibrio significativo delle prestazioni negoziali, poiché idoneo ad incidere, si legge spesso nelle decisioni, sul tessuto causale dell'operazione concretamente posta in essere.

L'intersecarsi del concetto di squilibrio, convenienza dell'operazione ed invalidità, ha destato più d'una perplessità ed ha orientato lo studio verso l'individuazione del rimedio realmente idoneo a seconda che il vizio sia effettivamente in grado di incidere sul versante invalidante o se invece questo determini conseguenze sul diverso piano dell'illegalità della condotta, anche in sede penale.

## CAPITOLO I

### *Il ruolo del contratto nella dimensione finanziaria: la polifunzionalità dei contratti di swap.*

**SOMMARIO:** 1. Il contratto come bene oggetto di scambio. 2 Le esigenze protettive. Prime considerazioni critiche. 3. La negoziazione nei Mercati regolamentati e nei mercati *Over The Counter*. 4. Il *master agreement* e gli ordini di acquisto. Il c.d. contratto di negoziazione. 5. le operazioni in derivati. 5.1. (segue) *Le principali forme di gestione del rischio: Future, Option, Forward . (Cenni)*. 6. Il contratto di swap: prime coordinate. 6.1(segue) *Il rischio nei Crediti default swap*. 7. Il rilievo della funzione in sede tributaria: gli swap nella determinazione del reddito di impresa. 7.1.(segue) *Il rilievo della funzione sul versante giuridico: Il nesso di derivazione, il sinallagma puro e la causa variabile.*



## 1. Il contratto come bene oggetto di scambio

*«Gli interessi che il diritto privato disciplina esistono indipendentemente dalla tutela giuridica e circolano in perenne vicenda (...) sotto l'impulso dell'iniziativa individuale».*<sup>1</sup>

Già nella seconda metà del secolo scorso, l'illustre Autore evidenziava la forza dirompente dell'autonomia privata alla quale non sempre il diritto riesce a stare al passo.

Ciò risulta particolarmente evidente nel settore dei mercati finanziari all'interno dei quali il contratto è divenuto strumento per giungere a nuove forme di investimento sempre più sofisticate, alcune delle quali al centro dei principali scandali degli ultimi decenni.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1960, 40.

<sup>2</sup> Fra i più noti, si ricorda quello della Metallgesellschaft del 1993, il fallimento della contea di Orange County in California del 1995, della Enron nel 2001 e della Contea di Jefferson in Alabama del 2011. I derivati hanno avuto un ruolo centrale anche nella crisi, che assunse dimensioni mondiali, nel 2007. Il crollo dei c.d. mutui subprime ha spiegato effetti dirompenti non solo negli Stati Uniti ma, di riflesso, anche nelle principali economie mondiali. I c.d. mutui subprime venivano generalmente erogati a soggetti caratterizzati da basso merito creditizio. Era pertanto elevato il rischio di eventuale inadempimento del soggetto beneficiario del mutuo. Per tutelarsi dal forte rischio dell'inadempimento dei debitori, gli istituti di credito iniziarono una massiccia attività di cartolarizzazione, offrendo sul mercato obbligazioni garantite da mutui subprime. Il fine perseguito dagli istituti era infatti quello di spalmare su un pluralità indistinta di ignari investitori il rischio dell'inadempimento dei debitori subprime. Il prodotto infatti, veniva presentato come sicuro e rispondente alle esigenze dei risparmiatori, i quali venivano ulteriormente spinti all'acquisto dalle valutazioni positive (prodotti catalogati con tripla A) effettuati dalle agenzie di rating. In tal modo, le perdite derivanti dall'inadempimento, essendo a carico del cliente in virtù del trasferimento del rischio, non risultavano nemmeno dai bilanci degli istituti finanziari che mantenevano alta la loro credibilità nel mercato del credito. La situazione, già fuori controllo nel 2006, produsse effetti incontrollabili nel 2007, con l'esplosione della

L'emersione di nuove tecnologie, l'affermazione di un modello economico fortemente ispirato al liberismo nonché l'abbattimento dei costi di transazione hanno agevolato la circolazione di ricchezza oltre i confini nazionali<sup>3</sup>, inaugurando il fenomeno della globalizzazione.

L'iniziale assenza di una specifica regolamentazione di un fenomeno ormai inarrestabile ha determinato lo sviluppo di strumenti negoziali sempre più complessi e oscuri<sup>4</sup>, di *contratti senza nazionalità la cui funzione è quella di realizzare l'unità del diritto entro l'unità dei mercati*.<sup>5</sup>

Nel solco di un tale contesto economico trovano terreno fertile e si sviluppano i contratti derivati, la cui circolazione rappresenta «*uno dei principali fattori di amplificazione della crisi*»<sup>6</sup>

---

bolla immobiliare, nell'economia statunitense e di riflesso nell'intera economia mondiale.

<sup>3</sup> In argomento, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, 1; S. BO – C. VECCHIO, *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, Milano, 1997,7; G. OPPO, *Principi*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di Buonocore, Torino, 2001, 31 ss.

<sup>4</sup> E' certamente emblematica la costituzione di un'apposita branca dell'ingegneria alla quale si devolve la realizzazione di tali prodotti, frutto di compressissimi calcoli il più delle volte comprensibili solo dagli operatori che concretamente hanno predisposto il prodotto da conferire sul mercato. Tali operazioni, inoltre, risultano anche molto rischiose per il cliente a causa di uno spregiudicato utilizzo della leva finanziaria. Sul punto di vedano le considerazioni di D.M. CHANCE, *A chronology of derivatives*, in *2 Derivatives Quarterly*, 1995, 53 e ss. Con espressione enfatica V. ROPPO, *Il contratto del duemila*, Torino, 2002, IX, parla di *decennio che sconvolse il contratto*. Riflette sulla tendenza sviluppata negli ultimi decenni anche F. DI MARZIO, *Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Napoli, 2011, 2 e ss.

<sup>5</sup> Così F. GALGANO, *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contr. Impr.*, 2000, 197. L'espressione viene mutuata altresì da G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2010, 44.

<sup>6</sup> In questo termini il punto 97 dell'accordo di Basilea III. Secondo l'opinione di G. DI GASPARRE, *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2002, *passim*, i rischi sistemici connessi alla circolazione di tali prodotti si devono, principalmente, proprio alla tendenziale deregolamentazione del fenomeno della negoziazione in derivati.

In un primo momento, infatti, in assenza di ulteriori prescrizioni deducibili da uno specifico quadro normativo di riferimento, unico indice attraverso il quale legittimare la circolazione di questi nuovi prodotti all'intero dell'ordinamento era il co.2 dell'articolo 1322 c.c.<sup>7</sup>

Nella nuova realtà economico-finanziaria in espansione il contratto non rappresenta più lo strumento attraverso il quale permettere la circolazione dei beni, ma diventa esso stesso il bene<sup>8</sup>. In altri termini, il bene non

---

<sup>7</sup> Come noto, l'articolo 1322 c.c. enuncia il principio dell'autonomia negoziale, inteso, al suo primo comma, come libertà in capo alle parti di determinare il contenuto del contratto nei limiti fissati dalla legge. In virtù di tale principio le parti sono dunque libere di contrarre o meno, di scegliere il contraente e le condizioni contrattuali che meglio tutelino i loro interessi salve, naturalmente, le eccezioni espressamente stabilite dal codice. Si pensi, a tal riguardo, a quanto previsto dall'articolo 2597 c.c., relativo all'obbligo di contrattare, o all'ipotesi di cui all'articolo 1697 sui pubblici servizi di linea, o, ancora, al caso previsto dall'articolo 1706 c.c. in merito agli obblighi di ritrasferimento in capo al mandatario.

Il principio della autonomia negoziale trova, invece, massima espansione nel co. 2 dell'articolo 1322 c.c., ai sensi del quale le parti possono concludere contratti non appartenenti al tipo, purché volti alla realizzazione di interessi meritevoli di tutela in conformità con l'ordinamento giuridico. Critico rispetto alla configurazione di uno schema negoziale totalmente atipico è F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2007, 775 e ss., secondo il quale sarebbe sempre possibile la riconduzione del negozio ad uno schema tipico, poiché la atipicità in termini assoluti non esisterebbe. A tal riguardo, tuttavia, solo recentemente al controllo di cui all'articolo 1322 co.2 c.c. la giurisprudenza e la dottrina hanno riconosciuto un ruolo centrale ed autonomo difatti, la valutazione di meritevolezza degli interessi perseguiti ha a lungo coinciso con quella di liceità della causa di cui all'articolo 1343 c.c. Sui più recenti arresti della giurisprudenza si veda Cass. Sez. Un. 17 febbraio 2017, n. 4224 con commento di A.M. GAROFALO, *Meritevolezza degli interessi e correzione del contratto*, in *La nuova giur. civ. comm.*, 2017, 9, 1205 e ss. Sul riscoperto ruolo dell'articolo 1322 co.2 c.c. nel sistema si tonerà nel cap. II, par. 6 e ss.

<sup>8</sup> In questo termini, V. ROPPO, *Il contratto*, *Op. cit.*, 53-54. L'A., nel mette in evidenza il mutamento di prospettiva delle relazioni negoziali, evidenzia come «*Nel sistema del code Napoleon (e del pedissequo codice italiano del 1865) (...) il contratto era concepito in funzione strumentale e subordinata alla proprietà (...). Questa concezione rifletteva un'economia prevalentemente agricola, in cui la terra*

precede più il contratto, non vive di vita propria, non è protagonista di autonome vicende giuridiche ma coesiste con il contratto che ha creato quella specifica fonte di ricchezza<sup>9</sup>

## 2. Le esigenze protettive. Prime considerazioni critiche

Se dunque in una prima fase l'assenza di una specifica legislazione *ad hoc*<sup>10</sup> ha incentivato il ricorso a tali forme di negoziazione, in una seconda fase le

---

*era la risorsa produttiva fondamentale. In tale contesto era la proprietà – la proprietà del bene-terra – a determinare l'intero processo economico, mentre al contratto si riconosceva il ruolo complementare di mezzo per la sua occasionale circolazione. Le cose mutano con l'evolvere del sistema economico (...). La ricchezza e le risorse economiche non s'identificano più, in prevalenza, con (la proprietà di) come immobili, e nemmeno materiali: ciò erode la supremazia della proprietà, ed esalta il ruolo del contratto. Infatti nei sistemi economici evoluti la ricchezza economica e le risorse produttive consistono, molto più che in cose, in rapporti – in pretese collegate ad obblighi altrui: e pretese e obblighi nascono dai contratti (...). In breve: nell'economia moderna il contratto sostituisce la proprietà come principale fattore di impulso del sistema economico. Questo accade perché il contratto crea beni, e in particolare “nuovi beni” (...). Il fenomeno è particolarmente evidente nel settore della finanza. Gli “strumenti finanziari” – che sono la merce scambiata su quei mercati – implicano tutti un contratto (...) ed è così, a maggior ragione, per gli strumenti più innovativi: è la legge stessa che, quando elenca i vari tipi di strumenti finanziari, a proposito dei “derivati” li definisce senz'altro “contratti” (...). Ovvero: questi particolari beni, suscettibili di essere comprati e venduti sui mercati della finanza non altro che...contratti. Siamo ben oltre il contratto come mezzo per trasferire beni: il contratto crea nuovi beni; anzi, è esso stesso un bene». Sul punto, si vedano anche le considerazioni di G. LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di “strumento finanziario”*, Torino, 2009, *passim*; P. FERRO LUZZI, *Attività e “prodotti” finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 144 ss*

<sup>9</sup> Così A. JANNARELLI, *Beni, interessi, valori. Profili generali*, in *Tratt. dir. priv. UE*, a cura di Lipari, Padova, 2003, 307, secondo il quale «il processo di formazione dei valori e, dunque, dei beni si realizza non già prima dell'attività negoziale, bensì all'interno della stessa. In altre parole, il “bene” non precede il contratto: esso sorge con e nel contratto».

maggiori criticità si ravvisano proprio a seguito dello sviluppo di una normativa, sia nazionale che sovranazionale, a stampo protettivo che ha fortemente messo in discussione le certezze della sistematica del contratto, soprattutto in punto di rimedi concretamente applicabili in caso di violazione delle norme speciali, quasi tutte prescriventi obblighi di condotta. In sede giurisprudenziale la nullità del contratto sembra trovare giustificazione più nell'abuso della libertà contrattuale del contraente debole che nell'assenza di reali deficit strutturali del negozio.

Secondo taluni si registrerebbe, da un lato, un vero e proprio superamento della teoria della fattispecie, dall'altro, lo sviluppo di una nullità destinata ad operare in relazione alla specifica posizione giuridica delle parti, dei bene concretamente negoziati e in ragione dello specifico assetto pattizio posto in essere<sup>11</sup>.

Da questa breve ricognizione introduttiva di temi che saranno successivamente trattati, emerge che a divenire labile non sembra essere

---

<sup>10</sup> A tal riguardo evidenzia R. RORDORF, v. *I contratti del mercato finanziario*, in [www.treccani.it](http://www.treccani.it) come « *sin circa alla metà degli anni settanta del secolo passato la disciplina del mercato borsistico italiano, di dimensioni alquanto contenute ed assai inferiori a quelle dei più importanti mercati europei ed americani, era prevalentemente affidata ad usi da gran tempo invalsi nel settore, ben conosciuti solo da una ristretta cerchia di operatori del ramo e dei quali assai raramente capitava di dover discutere in un'aula di giustizia. Negli anni successivi il legislatore ha gradualmente preso maggiore coscienza di questo mondo, da principio quasi con una certa diffidenza, ma si è dovuto attendere la l. 2.1.1991, n. 1 per avere una prima disciplina (relativamente) organica delle società d'investimento mobiliare (Sim) e, più in generale, del fenomeno dell'intermediazione mobiliare, che vedeva ormai rapidamente tramontare la vecchia figura dell'agente di cambio* ».

<sup>11</sup> Rileva V. SCALISI, *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, a cura di Mazzamuto, Torino, 2002, 206 come questa nullità risulti « (...) *in diretto rapporto di congruenza e di corrispondenza con un determinato assetto di interessi, in ragione della natura degli interessi, della specifica posizione delle parti, dei beni e dei servizi negoziati* ».

solo il confine intercorrente fra invalidità contrattuale ed illegalità relativa alla condotta ma anche quello sussistente fra equilibrio economico e quello giuridico del contratto<sup>12</sup>.

### **3. La negoziazione nei Mercati regolamentati e nei mercati Over The Counter**

Al fine della piena operatività delle norme di settore assume fondamentale importanza il luogo, *rectius*, la modalità di negoziazione del derivato.

Le esigenze di tutela dei risparmiatori nonché quelle relative al corretto, ordinato, trasparente ed efficiente andamento del mercato vengono perseguite con maggiore incisività in quelli regolamentati, in quanto sottoposti a specifiche statuizioni, sia di carattere primario<sup>13</sup> che secondario oltre che al controllo di Autorità di Vigilanza.

Inoltre, a differenza di quanto avviene nei mercati OTC, nei mercati regolamentati la negoziazione avente ad oggetto servizi di investimento può avvenire solo per il tramite di intermediari autorizzati.<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> Come si avrà modo di considerare, l'intera trattazione si basa su tale considerazione di fondo. A titolo esemplificativo, si rimanda alle riflessioni svolte nel Cap. II relativamente all'ipotesi di alea squilibrata o a quelle di cui al Cap. III relativamente al confine fra sconvenienza del contratto e illegalità della condotta.

<sup>13</sup> Oltre alle generali prescrizioni contenute nel codice civile, l'attività finanziaria è sottoposta, come noto, alle specifiche statuizioni contenute nel Testo Unico della Finanza o nei regolamenti di settore. Si pensi, a titolo esemplificativo, all'obbligo di forma scritta previsto a pena di nullità, di cui all'articolo 23 TUF ancora a quelli finalizzati all'eliminazione delle asimmetrie informative, di cui all'articolo 21 TUF, alla specifica valutazione di adeguatezza e appropriatezza dell'operazione al profilo di rischio del cliente di cui agli articoli 39 e sss. Reg. Intermediari, così come integrate dalle due direttive MiFID e MiFID II.

<sup>14</sup> Sul punto si rimanda agli articoli 18 e ss del TUF nonché a quanto espressamente stabilito dall'articolo 26 Reg. Reg. Consob 29 ottobre 2007, n. 16190.

Viene affidato alla Consob il delicato compito di controllo della corretta formazione dei prezzi, al fine di evitare che l'attività di pochi ed esperti speculatori possa, nei fatti, turbare il buon andamento delle negoziazioni.<sup>15</sup>

Difatti, un mercato realmente concorrenziale può realizzarsi solo qualora la negoziazione avvenga sulla base di corrette e veritiere informazioni<sup>16</sup>.

I mercati non regolamentati, c.d. OTC, non sono, al contrario, sottoposti né alla disciplina di settore né a controlli da parte delle Autorità di Vigilanza. Ciò comporta, da un lato, un ampio spazio di libertà per l'autonomia privata che generalmente si esprime e si concretizza in prodotti assolutamente

---

<sup>15</sup> Il c.d. meccanismo di *price discovery* si sostanzia in una valutazione incrociata di diversi parametri come la quantità, il tempo ed in generale tutte le condizioni alle quali gli operatori sarebbero disposti a concludere il contratto. Ciò al fine di garantire un prezzo che realmente rispecchi il valore dello strumento finanziario. Il meccanismo viene illustrato sul sito della Consob a cui si rimanda, [www.consob.it](http://www.consob.it). La vigente disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato si basa sulla direttiva 2003/6/CE, che si applica a tutti gli strumenti finanziari ammessi (o in via di ammissione) in mercati regolamentati ovunque negoziati, prevedendo sanzioni e misure di tipo amministrativo. Il D. Lgs. n. 58/1998, che recepisce tale disciplina, estende i divieti di abuso agli strumenti ammessi solo in sistemi multilaterali di negoziazione e prevede sanzioni sia penali sia amministrative. In particolare, i massimi edittali per quelle amministrative sono pari a € 45mln per l'abuso di informazioni privilegiate e a € 75mln per la manipolazione del mercato, che, se dovessero risultare inadeguati, possono essere aumentati fino a 10 volte il profitto conseguito. In materia di *market abuse* a partire dal 3 luglio 2016 la citata direttiva è stata sostituita da quanto previsto nel regolamento n. 596/2014 nonché dalle statuizioni penali contenute nella direttiva 2014/57/UE. Ad essere sanzionato penalmente è anche il c.d. *insider trading* di cui all'articolo 501 c.p., ossia l'abuso di informazioni privilegiate che se immesse sul mercato hanno la possibilità di turbare il corretto andamento dei prezzi.

<sup>16</sup> La relazione che si instaura fra corretta informazione e concorrenza acquista rilievo di rango costituzionale. Si pensi a quanto stabilito dall'articolo 41 Cost. relativamente all'iniziativa privata, o a quanto espressamente previsto dall'art. 47 Cost. che presuppone la conoscenza del mercato e delle informazioni che lo regolano. Così, G. GUARINELLO, Le informazioni privilegiate, fattispecie penale ed amministrativa, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Cfr. T. PADOVANI, *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Rivista it. Dir. proc. Penale* 1995., 641 e ss.

peculiari, privi di standardizzazione, dall'altro, tuttavia, l'assenza di incisivi meccanismi di tutela e di accertamento comporta un minor tasso di liquidità e trasparenza, che rende elevato il rischio di operazioni non adeguate ai profili di rischio degli investitori, oltre a porre, talvolta, seri interrogativi circa la liceità dell'operazione concretamente posta in essere<sup>17</sup>. Le parti inoltre, operano in contropartita diretta, ossia senza che sia necessaria una mediazione<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Secondo la disciplina italiana (artt. 78 e 79 del D. Lgs. n. 58/98 - TUF) la CONSOB può richiedere agli organizzatori di mercati non regolamentati (definiti anche Sistemi di Scambi Organizzati - SSO), agli emittenti e agli operatori dati, notizie e documenti sugli scambi organizzati di strumenti finanziari. Chi organizza un mercato non regolamentato ha l'obbligo di comunicare alla CONSOB informazioni sull'attività di organizzazione dei sistemi e di mettere a disposizione del pubblico informazioni riguardanti la negoziazione su tali mercati. La CONSOB gestisce un elenco dei sistemi di scambi organizzati. Se la tutela degli investitori lo richiede, la CONSOB può stabilire modalità, termini e condizioni dell'informazione del pubblico riguardante gli scambi nonché sospendere e, nei casi più gravi, vietare gli scambi. Sul punto, si rimanda a *www.borsaitaliana.it*.

<sup>18</sup> Pare opportuno precisare, che le conseguenze legate alla assenza standardizzazione non sono pacifiche, sul piano dell'analisi economica del diritto, sia sul profilo strettamente giuridico. L'assenza di standardizzazione potrebbe incidere in termini negativi sul mercato in ragione della diminuzione di liquidità e dell'aumento di rischiosità che ne deriva, così S. BO -C. VECCHIO, *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, Milano, 1997, 12; E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001, 215. Rivendica gli aspetti positivi dell'assenza di standardizzazione chi evidenzia che per altro verso, la possibilità di ottenere profitti molto più elevati di quelli che si otterrebbero in un mercato regolamentato. In questi termini P. LUCANTONI, *L'organizzazione della funzione di post-negoziazione nella regolamentazione EMIR sugli strumenti finanziari derivati OTC*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, V, 642 ss.; secondo il quale «*La risposta alla crisi si gioca sul duplice piano che potremmo definire microeconomico e macroeconomico. Nell'ottica microeconomica, l'esame è rivolto alla relazione negoziale tra intermediario ed investitore e ai presidi normativi, e sempre più spesso giudiziari, funzionali "per servire al meglio l'interesse del cliente e per l'integrità dei mercati", di cui all'art. 21 comma 1°, lett. a), d.lgs. 58/1998. Nella prospettiva macroeconomica, si ha riguardo all'organizzazione del mercato globale dei derivati OTC, e in particolare alle strutture di post-trading, nel tentativo di*



A tal riguardo, sono stati previsti alcuni correttivi, per evitare che la totale assenza di disciplina legittimasse il compimento di attività non solo spregiudicate ma anche illecite e fortemente lesive per il sistema economico finanziario.

Nello specifico, gli interventi che si sono succeduti investono sia l'ambito microeconomico sia quello macroeconomico<sup>19</sup>.

Tra le misure macroeconomiche vengono in rilievo gli accordi di Basilea i quali, più che definire un quadro normativo vincolante delinea misure di *soft law*<sup>20</sup>.

L'esigenza di una maggiore trasparenza è stata avvertita anche dal legislatore europeo, soprattutto a seguito della crisi del 2007<sup>21</sup>, che con

---

*correggerne le deviazioni, in termini di efficienza, dovute ai rischi di controparte e sistemici che connotano le compensazioni bilaterali».*

<sup>19</sup> Le norme incidenti sul profilo macroeconomico verranno trattate in questo capitolo, quelle relative a quello microeconomico, invece, nel capitolo III del presente lavoro, in quanto interamente destinato all'analisi del rapporto sussistente fra l'invalidità del contratto e l'antigiuridicità della condotta. Per la panoramica normativa, Cap. III, par. 1.

<sup>20</sup> Il primo accordo, c.d. «*convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali minimi*» risale all' 11 luglio 1988. Il secondo, denominato «*convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali minimi*» è stato invece adottato il 26 giugno 2004, mentre il terzo, relativo agli incrementi dei requisiti patrimoniali, è del 26 luglio 2010. Sul punto si vedano le considerazioni di F. ACCETTELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, IV, 462 ss., secondo il quale «*Con l'espressione "Accordi di Basilea", spesso troncata nel più immediato "Basilea" (I, II o III), si suole far riferimento alle proposte in materia di vigilanza prudenziale sulle banche, avanzate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (d'ora in avanti Comitato di Basilea). Si tratta, come noto, di un'organizzazione istituita dal "Gruppo dei 10" (c.d. G10) nel 1975, presso la Banca dei regolamenti internazionali (Bank for International Settlements) avente sede a Basilea, ed oggi composta dai rappresentanti delle Autorità di vigilanza di ventisette Paesi del mondo*».

<sup>21</sup> Secondo una certa impostazione, le cause della crisi andrebbero, infatti, ricercate nella carenza di regolamentazione e della vigilanza. Così, G. DI GASPARE,

Regolamento UE 648/2012 , c.d. EMIR, ha cresciuto i poteri di controllo delle autorità di vigilanza che devono essere messe in condizioni di disporre di un quadro completo della distribuzione dei rischi all'interno del sistema finanziario. In termini generali, è stato previsto un obbligo di comunicazione di tutti i contratti derivati conclusi sia nei mercati OTC sia in quelli regolamentati, soggetti a registrazione e vigilanza da parte dell'ESMA. Il Regolamento, inoltre, introduce un obbligo di compensazione e garanzia per tutti i contratti derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati che presentino determinate caratteristiche in termini di standardizzazione, volume e liquidità, al fine di arginare possibili riflessi sistemici dell'insolvenza di un operatore che negozia con strumenti *Over the Counter*<sup>22</sup>. Come efficacemente evidenziato, l'intervento è volto a scongiurare «il pericolo che l'incapacità di un partecipante al sistema di adempiere alle sue obbligazioni alla loro scadenza provochi l'incapacità di altri soggetti a provvedere all'adempimento delle proprie, producendo così

---

*Teoria e critica della globalizzazione finanziaria, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Torino, 2012, *passim*; F. FRACCHIA, *Giudice amministrativo, crisi finanziaria globale e mercati*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2010, II, 451 ss.; E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Il caso.it*, secondo il quale «chiunque abbia seguito, se non su riviste specializzate, quanto meno nella stampa quotidiana, le analisi della grande crisi dei nostri giorni avrà sentito ricorrere espressioni quali (i) “separazione fra «finanza» e «realità»” o “eccesso di finanziarizzazione”, (ii) “espansione irrazionale del credito o “economia fondata sul debito”, (iii) deregulation selvaggia ovvero fallimento delle regole (regulation failure) prima ancora che fallimento del mercato (market failure)».

<sup>22</sup> A contribuire all'intensificazione delle tutele in termini di corretta informazione è stata certamente la crisi finanziaria esplosa nel 2007. Le enormi ripercussioni sistemiche hanno fatto emergere la necessità di rivedere l'approccio tradizionalmente improntato all'autodisciplina in alcuni settori del mercato finanziario, con particolare riferimento ad agenzie di rating, fondi speculativi e mercati cosiddetti *over the counter*.

*una reazione a catena, che in ragione del cosiddetto “effetto domino” è potenzialmente destinata a non interrompersi mai».*<sup>23</sup>

#### **4. Il master agreement e gli ordini di acquisto. Il c.d. contratto di negoziazione**

L'attività di negoziazione dell'intermediario presuppone una preventiva autorizzazione all'acquisto dei titoli o dei valori per conto del cliente<sup>24</sup>. Ciò avviene, generalmente, mediante la stipula di un contratto di investimento, c.d. contratto quadro o *master agreement*, volto a disciplinare gli aspetti generali del rapporto contrattuale.

Ai sensi dell'art. 23 co.1 TUF il contratto deve essere redatto per iscritto a pena di nullità ed un esemplare va consegnato al cliente. La norma descrive una particolare ipotesi di nullità di protezione; difatti, il successivo co.3 del medesimo articolo stabilisce espressamente che la nullità può essere fatta valere solo dal cliente.

Attraverso il vincolo di forma il contratto si rende, o meglio dovrebbe rendersi, idoneo vettore di informazioni, al fine di garantire una più attenta ponderazione degli effetti discendenti dal contratto<sup>25</sup>.

Il fine ultimo sarebbe, quindi, idealmente, quello di assottigliare la disparità di trattamento fra investitore e cliente<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> E. GABRIELLI, *Garanzie del credito e mercato: il modello comunitario e l'Antitrust*, in *Giust. civ.*, 2011, IV, 167 ss.

<sup>24</sup> Nello specifico, le attività dell'intermediario vareranno a seconda che si tratti di titoli già presenti nel portafoglio della banca o che debba invece reperire sul mercato. In tal caso, a seguito dell'acquisto l'intermediario avrà l'ulteriore obbligo di trasferimento al cliente.

<sup>25</sup> G. BERTI DE MARINIS, *Problemi di forma e di sostanza nella contrattazione di prodotti finanziari derivati*, *Cit.*, 1109 e ss.

Parrebbe dunque evidente la funzione protettiva delle norme summenzionate, posto che la forma scritta assicurerebbe una facile ed agevole trasmissione delle informazioni in ordine all'oggetto del contratto e alle finalità da esso perseguite<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Sul tema del neoformalismo di protezione si veda, *ex multis*, S. PAGLIANTINI, *Il neoformalismo contrattuale dopo i d.lgs 141/2010, 79/2011 e la direttiva 2011/83: una nozione ( già) vielle renouvelée*, in [www.personaemercato.it](http://www.personaemercato.it); L. MODICA, *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al neoformalismo*, Milano, 2008; A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 576.; A. JANNARELLI, *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, in *Tratt. dir. priv. europeo*, a cura di Lipari, III, Padova, 2003, 48 ss.; F. VENOSTA, *Profili del neoformalismo negoziale: requisiti formali diversi dalla semplice scrittura*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 875; E. FAZIO, *Dalla forma alle forme. Struttura e funzione del neoformalismo negoziale*, Milano, 2011, 123; M. GIROLAMI, *La nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali. Per una teoria della moderna nullità relativa*, Padova, 2008, 372 ss.; ; F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali ( a proposito di Cass. sez.un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in Contr. Impr., 2008, 936; T. FEBBRAJO, L'informazione ingannevole nei contratti del consumatore*, Napoli, 2006, *Manuale di diritto dei consumatori e dei risparmiatori*, Macerata, 2017; dello stesso A. anche *Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle sezioni unite*, in *Riv. dir. comm.e obbligazioni*, 2008, II, 155 e ss, G. GRISI, *Informazione ( obblighi di)*, in *Enc. dir. Annali*, Milano, 2011, IV, 598

<sup>27</sup> A tal riguardo, è stato evidenziato come l'impiego della forma scritta possa condurre a conseguenze paradossali per la parte debole del rapporto che subirebbe un sovraccarico informativo, c.d. *information overload*. Più che ridurre le asimmetrie l'altro tecnicismo della documentazione finisce, infatti, per ampliare la distanza fra intermediario e investitore. Si discute in dottrina sulla reale idoneità di tali prospetti a garantire la consapevolezza del consumatore, a *livellare*, dunque, l'innegabile asimmetria fra le parti, poiché le modalità di redazione e di stampa, spesso e volentieri scoraggiano gli aderenti a cimentarsi nel tentativo di lettura e comprensione; inoltre anche nell'ipotesi in cui tale approccio avvenga, il consumatore non risulterebbe, nella quasi totalità dei casi, in grado di sviscerare tutte le conseguenze economiche e giuridiche derivanti dall'operazione, essendo, infatti, il più delle volte sprovvisto delle conoscenze tecniche per poter effettivamente comprendere il contenuto di dette clausole. Sul punto si vedano, *fra gli altri*, T. FEBBRAJO, *L'informazione ingannevole nei contratti del*

Difatti, solo la stipula del *master agreement*<sup>28</sup> legittima l'intermediario alle successive operazioni finanziarie.<sup>29</sup>

Prima questione critica riguarda l'estendibilità dell'articolo 23 TUF anche ai successivi ordini d'acquisto.

Secondo l'impostazione che ritiene assimilabile il contratto quadro al *genus* dei contratti normativi<sup>30</sup>, solo il successivo accordo è in grado di incidere concretamente sugli assetti negoziali delle parti. Da ciò non può che

---

*consumatore*, *Cit.*, 2017; T. G. DA EMPOLI, *Overdose. Le società dell'informazione eccessiva*, Vicenza, 2002.

<sup>28</sup> Cass., 25 giugno 2008, n. 17341, in *Guida Dir.*, 2008, 40, 46; Cass., 22 dicembre 2011, n. 28432, in *Banca Borsa*, 2013, II, 31; Cass., 30 gennaio 2013, n. 2185 e 12 gennaio 2012, n. 384, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2012, I, 398, con nota di L. BALLERINI, *Neoformalismo e contratti di investimento: la forma degli ordini di negoziazione impartiti dall'investitore all'intermediario*; in dottrina F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contratto e Impresa*, 2005, 889; ID., *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, *ibid.*, 2008, 4-5; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento*, in *Tratt. Dir. Civ. e Comm.*, a cura di Cicu, Messineo, Milano, 2012, 463; D. SEMENGHINI, *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010, 9.

<sup>29</sup> Sul punto, B. INZITARI- V. PICCININNI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, a cura di Inzitari, Padova, 2008, 1 e ss. e nota 1., secondo il quale « L'attività di prestazione di servizi di investimento da parte dell'intermediario finanziario nei confronti dei singoli clienti avviene solitamente mediante l'intersecarsi di una pluralità di fattispecie negoziali a formazione complessa le quali sostanziano dapprima nella stipulazione di un contratto quadro (...) e successivamente nei successivi ordini d'acquisto impartiti dal cliente». Secondo gli A. la fattispecie in esame sarebbe oltre che bipartita a formazione progressiva. In termini contrari, Cass. 24 agosto 2016, n. 17290, secondo la quale il procedimento di formazione del consenso sarebbe concluso con la sottoscrizione del master agreement. Sul punto si tornerà *infra*.

<sup>30</sup> F. MESSINEO, v. *Contratto normativo e contratto-tipo*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962, 116 ss.; G. GUGLIELMETTI, voce «*Contratto normativo*», in *Enc. Giur. Treccani*, IV, Roma, 1988, 1 ss.; G. GITTI, *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994, 285. Secondo Tribunale Cuneo, 31 maggio 2012, n. 358, i singoli ordini di acquisto costituiscono contratti autonomi e non atti esecutivi di un unico mandato.

discendere, quale naturale conseguenza, la necessaria assoggettabilità al requisito della forma scritta anche per i successivi ordini, posto che solo questi ultimi risulterebbero realmente idonei ad incidere sulle sfere giuridiche delle parti<sup>31</sup>.

Detta ricostruzione suscita, tuttavia, più d'una perplessità sotto diversi ordini di ragioni. In primo luogo, ed in termini di analisi economica del diritto, richiedere il requisito della forma scritta per ogni singola operazione concretizzerebbe in maniera significativa il rischio di paralizzare l'investimento. Inoltre, da un punto di vista squisitamente giuridico, la forma scritta per i successivi ordini di acquisto non svolgerebbe alcuna utile funzione protettiva ulteriore rispetto a quanto già garantito dal contratto quadro, posto che l'intermediario non può procedere all'acquisto di titoli diversi da quelli effettivamente concordati col cliente, pena l'inefficacia dell'ordine. Il contratto quadro andrebbe dunque, più opportunamente, ricondotto nell'alveo del contratto di mandato<sup>32</sup> mentre i successivi ordini, andrebbero considerato come negozi di attuazione<sup>33</sup> che devono

---

<sup>31</sup> Sulla generale tematica del contratto normativo, si rammenta che secondo l'impostazione di F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2007, 894, più che di contratto sarebbe più opportuno parlare di accordo sul contenuto di eventuali futuri contratti. In altri termini, più che descrive un *pactum de contrahendo* si realizzerebbe un *pactum de modo contrahendo*.

<sup>32</sup> Così F. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dall'investitore all'intermediario*, in *Contr. e imp.*, 2008, 889 ss. A tal riguardo, secondo le SS. UU. del 19 dicembre 2007, n. 26724, « Dal "contratto quadro", cui può darsi il nome di contratto di intermediazione finanziaria e che per alcuni aspetti può essere accostato alla figura del mandato, derivano dunque obblighi e diritti reciproci che l'intermediario compie per conto del cliente, benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto di intermediazione.»

<sup>33</sup> Nel distinguere il negozio di attuazione da altre tipologie negoziali F. SANTORO-PASSERELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1997, 136, evidenzia che accanto ai casi in cui la volontà viene dichiarata, ve ne sono altri in

considerarsi inefficaci se non adeguatamente autorizzati a monte da cliente<sup>34</sup>.

A tal riguardo, e per esigenze di completezza, giova evidenziare che non è necessaria una fattispecie bipartita al fine della corretta formazione del contratto di compravendita di strumenti o prodotti finanziari derivati. Difatti, la vicenda può concludersi per il tramite di un unico contratto, purché questo contenga tutti gli elementi previsti per il contratto quadro, nello specifico del *master swap agreement*, e del singolo ordine di acquisto<sup>35</sup>

## **5. Prime coordinate comuni a tutte le operazioni in derivati**

Sebbene risulti arduo fornire una definizione univoca del fenomeno<sup>36</sup>, per contratto derivato deve intendersi quello strumento finanziario il cui valore dipende, *rectius* deriva, dall'andamento di un'attività sottostante, c.d.

---

cui essa viene attuata. In altri termini attraverso il negozio di attuazione le parti realizzano immediatamente la volontà del soggetto che li pone in essere.

<sup>34</sup> Per tale ipotesi si veda in particolare Cass., 25 giugno 2008, n. 17341; ancora, sebbene con riguardo ad altre questioni, fa riferimento all'inefficacia degli ordini a valle Trib. Orvieto, 21 ottobre 2011, in *Banca Borsa*, 2012, 3, II, 284 e soprattutto Cass., Sez. un., 3 giugno 2013, n. 13905, in *Giur. It.*, I, 1, 2014, 850, con nota di M. D'AURIA, *Recesso e nullità nei contratti di investimento tra regole di settore e principi*. Sul punto, si vedano ancora le considerazioni di M. D'AURIA- M. RIZZUTI, *Percorsi di giurisprudenza- nullità contrattuale e intermediazione finanziaria*, in *Giur.it*, 2015, 6, 1509 e ss. Per la diversa ipotesi in cui gli ordini siano conformi al master agreement privo tuttavia della sottoscrizione dell'istituto bancario si rimanda al cap.II, par. 3.

<sup>35</sup> Sul punto, B. INZITARI- V. PICCININNI, *Op. cit.*, 2, specialmente nota 1.

<sup>36</sup> Secondo G. DE NOVA, *Cit.*, 103 e ss., si tratterebbe di contratto *alieno*, inteso come *alius*, dunque sia nell'accezione di straniero, poiché sviluppatosi inizialmente negli ordinamenti di *common law*, sia come *extraterreste*, *alien*, poiché non qualificabile o sussumibile negli schemi civilisti delineati dall'ordinamento giuridico.

*underlying asset*, che può essere di tipo finanziario, come un indice di Borsa, un tasso di interesse o di cambio, ovvero di carattere reale, quale ad esempio una merce, un prodotto energetico o una materia prima.<sup>37</sup> Oltre ad

---

<sup>37</sup> A tal riguardo si vedano le considerazioni di M. BARCELLONA, *Della causa, il contratto e la circolazione della ricchezza*, Vicenza, 2015, 469 che definisce il contratto derivato una « (...) vendita senza prezzo che, proprio per questo, attiva una circolazione della ricchezza del tutto estranea al dispositivo del mercato e alla sua razionalità». Sul punto si tornerà nel Cap. II del presente lavoro.

Con più d'una forzatura, parte della dottrina statunitense individua la prima forma di contrattazione in derivati nella Bibbia, nello specifico nella Genesi, capitolo 29. L'episodio al quale dette dottrine si riferiscono è quello che vede Giacobbe acquistare da Labano l'opzione di sposare la bella figlia Rachele, in cambio di sette anni di lavoro. Allo scadere del periodo a Giacobbe viene concessa, invece, la possibilità di prendere in moglie la meno avvenente Lia. A questo punto a Giacobbe, innamorato della bella Rachele, non resta che accettare l'ulteriore opzione di Labano che gli concederà la mano di sua figlia Rachele in cambio di altri sette anni di lavoro. Secondo queste teorie statunitensi la vicenda descrive il primo default della storia, poiché Giacobbe si vede costretto a pagare il doppio per un prodotto inevitabilmente deprezzato dal tempo.

Testimonianza dell'impiego di tali strumenti sarebbe fornita anche da Aristotele. Nello specifico nell'episodio che vede protagonista Talete di Mileto, inizialmente povero, che nel 580 a.c. fece fortuna stipulando un'opzione sull'utilizzo di tutti i frantoi locali, considerando che in quell'anno il raccolto di olive sarebbe stato favorevole. Racconta Aristotele che in quell'anno il raccolto fu abbondante e Talete guadagnò ingenti somme di denaro cedendo dietro corrispettivo i contratti di utilizzo dei frantoi. Riporta l'episodio G. GIANNELLI- A. DELL'ATTI, *Il ruolo del capitale tra regole bancarie e disciplina societaria*, Milano, 2012, 25 e ss.

Più verosimilmente, diverse fonti storiche attestano l'utilizzo di tali strumenti, sebbene in forme assai meno complesse di quelle attuali, nel settore del commercio già dal 2000 a.c. in India e, successivamente, nella società greca e romana. Così D.M. CHANCE, *Cit.*, 53 e ss.; W.F. SHARPE, *Investments*, New Jersey, 1985; E.J. SWAN, *Building the global market: a 4000 Year History of derivatives*, London, 2000.

Al di là di tali suggestive ricostruzioni, i primi moderni strumenti derivati nascono intorno alla metà del XIX secolo nelle piazze borsistiche americane con funzione di copertura, c.d. *hedging*, al fine di tutelare i commercianti dal rischio del rialzo o ribasso del prezzo causato da eventi e fattori meteorologici tali da influire sul volume, quantità e qualità delle merci. Così F.VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, 1 e ss. Secondo l'A. le origini così risalenti del fenomeno, di cui si hanno ulteriori testimonianze già a partire dal XII secolo, confermerebbero la loro insostituibilità all'interno del mercato. Il passare del tempo



una scadenza finale sono sempre previsti dei termini intermedi, allo scadere dei quali una parte beneficerà dell'andamento economico del sottostante mentre l'altra subirà una perdita<sup>38</sup> in virtù del raffronto del prezzo iniziale con quello assunto alla scadenza da quel determinato indice o valore.

Detto altrimenti, il derivato assumerà un proprio prezzo in relazione al mutamento di variabili sottostanti le quali, tuttavia, non influenzano la causa del contratto derivato<sup>39</sup>.

Come si avrà modo di considerare nel corso della trattazione, è infatti proprio la scindibilità che permette di comprendere se una determinata operazione debba essere sottoposta alla specifica disciplina del TUF<sup>40</sup>, trattandosi di operazione derivata, o se la dipendenza con il contratto base determini l'assoggettamento ad altra disciplina, prima fra tutte quella del TUB<sup>41</sup>.

---

ed il costante sviluppo dei mercati hanno contribuito a delineare una pluralità di altri strumenti, non solo con finalità di copertura ma anche a fini speculativi, c.d. di *trading*. A titolo esemplificativo, si pensi alla costituzione, nel 1972 a Chicago, del primo mercato dei future su valute, o all'inaugurazione, nel 1981, di quello sui Titoli di Stato.

<sup>38</sup> L'importanza del termine all'interno del contratto derivato ha indotto taluno a ritenere che quel che generalmente è elemento accidentale del contratto di stampo codicistico, diventa essenziale nei contratti derivati. Così, F. VITELLI, *Op. cit.*, 20.

<sup>39</sup> A tal riguardo, evidenzia M. BARCELLONA, *Op. cit.*, 467, come ad un contraente si « *aggiudichi ricchezza senza altra ragione che non sia ancora una volta la sorte.* » Sul punto, Cfr. F. CAPUTO NASETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, 77 e ss., che invece rivendica la razionalità dello cambio.

<sup>40</sup> Così come espressamente stabilito dal co. 2 lett. h) dell'art.1) anche i derivati, in quanto strumenti finanziari, sono assoggettati alla specifica disciplina del Testo Unico della Finanza.

<sup>41</sup> Sul punto si rimanda a quanto si dirà nel cap. III, par.7 relativamente alla teoria del derivato implicito con particolare riguardo alla clausola *floor*. Difatti l'assoggettamento alla disciplina del TUF o del TUB comporta enormi differenze, soprattutto per quel che attiene il profilo dei rimedi. E' altresì possibile che poi il

5.1. (segue) *Le principali forme di gestione del rischio: Future, Option, Farward (Cenni)*

Prima di focalizzare l'attenzione sui contratti di swap, sembra opportuna una rapida panoramica degli strumenti maggiormente utilizzati nella realtà finanziaria, ponendo in luce le principali analogie e differenze di prodotti spesso difficilmente distinguibili nella prassi finanziaria, soprattutto se dotati di un basso grado di standardizzazione. Difatti, a seconda del derivato prescelto, il rischio verrà in considerazione in maniera diversa.

Attraverso un *futures* le parti si impegnano ad acquistare o vendere, ad una scadenza prefissata, un certo quantitativo di merci, titoli o valute ad un corrispettivo predeterminato. Ricorrendo ad un *future* le parti, quindi, ripartiscono in maniera speculare un rischio, poiché se alla scadenza il prezzo di mercato risulta inferiore a quello precedentemente stabilito, a trarne beneficio sarà il venditore, viceversa, qualora il valore di mercato superi il *quantum* predeterminato, l'accordo si rivelerà favorevole per l'acquirente che ha acquistato un bene ad un prezzo inferiore rispetto a quello che avrebbe dovuto erogare in assenza dell'accordo.

Tali forme di contrattazione, a differenza delle altre, possono circolare esclusivamente nei mercati regolamentati.<sup>42</sup>

---

sottostante sia stato totalmente creato dalle parti per perseguimento di finalità meramente speculative. La questione viene approfondita nel Cap. II, par. 6.2 e ss.

<sup>42</sup> F. VITELLI, *Op. cit.*, 80. Sulla natura giuridica dei *Futures* si rimanda alle considerazioni di E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm. e del dir. gen. obbl.*, 1992, 629 e ss. Fra le principali tipologie di *future* si ricordano i *Commodity futures* vertenti su merci, i *Financial futures* aventi ad oggetto attività finanziarie e gli *Eurobond futures*, in cui una parte si impegna ad acquistare entro una certa data un certo quantitativo di *Bund* tedeschi ad un

Attraverso un *option* le parti, al pari del *futures* predeterminano un prezzo, c.d. *strike price*, ed una scadenza, ma a differenza di quest'ultimo non si impegnano all'acquisto della merce, del titolo o del valore di riferimento ma si obbligano a concedere all'altra il diritto di vendere, c.d. *put option*, o acquistare, c.d. *call option*, quel determinato bene di riferimento. In altri termini, attraverso il contratto di *option*, l'oggetto del trasferimento non è il bene in sé bensì il diritto potestativo di vendere o acquistare la merce. Così come gli *swap*, anche le *option* possono presentare una struttura particolarmente complessa ed essere oggetto di un basso tasso di standardizzazione, c.d. *exotic option*, o essere invece caratterizzate da una struttura molto semplice.<sup>43</sup>

Emerge, *prima facie*, una certa analogia con l'opzione di cui all'articolo 1331 c.c., ma le analogie si arrestano alla predeterminazione dei comportamenti futuri alle quali le parti saranno vincolate, poiché per quel che riguarda la fattispecie di derivazione codicistica, l'opzione si traduce in

---

prezzo prefissato. Analogamente a quanto avviene per altri strumenti finanziari è altresì possibile procedere alla stipula di *futures su futures*, attraverso i quali l'investitore punta al rialzo dei derivati sottostanti servendosi del c.d. effetto leva, il quale, come si dirà a breve, permette di ottenere enormi guadagni partendo da un capitale non elevato ma non esclude la possibilità che l'investimento si traduca in ingenti perdite. A tal riguardo le parti che stipulano *futures su futures* inseriscono di norma una cd. clausola *stop loss* attraverso la quale si stabilisce che le perdite non possono andare oltre una certa soglia.

<sup>43</sup> Sul contratto di Option, si rimanda a M. IRRERA, v. *Option e futures*, in *Digesto disc. priv.*, Torino, 1994, X, 366; E. VITALI, *Profili civilistici e fiscali delle option*, in *Boll. Trib.*, 1990, 956 e ss.; C.L. CORTI, *Esperienze in tema di Option*, in *I derivati Finanziari*, a cura di di Rioli, Milano, 1993, 131 e ss., R. CLARIZIA, *Le option tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *Derivati finanziari, Op. Ult. cit.*, 121.

una rinuncia convenzionale al diritto di revoca della proposta mentre nel caso di *option* il contratto è già concluso<sup>44</sup>.

Così come gli *swap*, e diversamente dai *futures*, le *option* possono circolare anche nei mercati non regolamentati.

Infine i *forward* ancorché aventi struttura del tutto analoga ai *futures* possono circolare anche nei mercati OTC alla luce del maggior grado di rischio in essi contenuto. A titolo esemplificativo si pensi al c.d. contratto di *forward rate agreement* attraverso il quale le parti in procinto di negoziare un mutuo a tasso variabile bloccano *ab origine al rialzo o al ribasso* il valore che il tasso, a seguito delle fluttuazioni di mercato, potrà assumere. Non si tratta, quindi, della sola predeterminazione del prezzo di vendita ma di un'operazione di copertura rispetto ad un negozio che già presenta una elevata componente di rischio.

## **6. Il contratto di swap: prime considerazioni**

Attraverso il contratto di swap le parti possono realizzare un pluralità eterogenea di attività e operazioni finanziarie, talune delle quali peraltro, come si è già accennato e come si avrà modo di considerare nel corso della trattazione, al limite se non al di fuori della liceità<sup>45</sup>.

---

<sup>44</sup> Sull'articolo 1331 c.c. si rimanda, per tutti, alle considerazioni di U. PERFETTI, *La conclusione del contratto, Il contratto in generale*, in *Trattato di dir. civi e comm.*, già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, continuato da Schlesinger, Milano, II, 2016. Chiarisce la portata dell'opzione *call* e *put*, tracciando anche i confini con la fattispecie di cui all'articolo 1331 c.c. Cass., 19 gennaio 2016, n. 763.

<sup>45</sup> Gli swap hanno infatti avuto un ruolo determinante nella crisi del 2007 e del 2008. E' inoltre imponente il contenzioso finanziario sviluppatosi negli ultimi anni. Sulle soluzioni elaborate dalla giurisprudenza, non sempre condivisibili, si rimanda al cap. II.

Mediante tale contratto le parti si impegnano a scambiarsi a scadenze predeterminate, intermedie e finali, flussi calcolati su indici diversi ma sulla base di un medesimo capitale di riferimento, c.d. nozionale<sup>46</sup>.

Rispetto alla funzione, è stato autorevolmente ritenuto che i contratti di swap nascano con la precipua finalità di realizzare una copertura da un rischio e non di crearne di nuovi.<sup>47</sup> Anche in giurisprudenza non mancano pronunce volte ad affermare che i contratti di swap siano nati principalmente per coprire un rischio e solo successivamente per attività di carattere speculativo<sup>48</sup>.

Sebbene sul punto si tornerà successivamente, si anticipa fin a subito qualche coordinata relativamente alla funzione di copertura e a quella speculativa. Difatti, è proprio con riguardo alla funzione di *trading* che sono emersi i principali problemi di compatibilità del contratto

---

<sup>46</sup> Secondo la *House of Lords*, pronuncia del 24 gennaio 1991, in *Banca, borsa tit. cred.*, II, 1991, 433, lo swap è il contratto attraverso il quale le parti convengono di scambiarsi, in una o più date prestabilite, due somme di danaro calcolate applicando due o più parametri diversi (tassi di interessi o di cambi), ad un identico ammontare di riferimento, alla scadenza concordata viene solitamente effettuato un unico pagamento, su base netta, in forza di un'operazione di compensazione volontaria.

<sup>47</sup> T. PADOA SCHIOPPA, *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Bollettino economico, Banca d'Italia*, 1996, n.26, 70; S. GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. civ. comm.*, 2007, II, 135, secondo il quale «*il contratto di interest rate swap nasce e si sviluppa per far fronte ad esigenze di copertura da rischi derivanti dalle oscillazioni dei tassi di interesse*»; M. COSSU, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 168, che ritiene «*naturale*» la funzione di copertura o di *hedging*.

<sup>48</sup> Così Trib. Milano, 20 febbraio 1997, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, 91; Trib. Torino, 17 gennaio 2014, secondo il quale «*la funzione del contratto consiste nella copertura di un rischio mediante un contratto aleatorio, con la finalità di depotenziare le incertezze connesse ai costi dei finanziamenti oppure, in assenza di un rischio da cui cautelarsi, in una sorta di scommessa che due operatori contraggono in ordine all'andamento futuro dei tassi di interesse*».

all'ordinamento interno.<sup>49</sup> Potrebbe in effetti affermarsi che il recupero del concetto di meritevolezza e del ruolo che un tal giudizio svolgerebbe all'interno del sistema, e di cui si dirà nel corso della trattazione<sup>50</sup>, dipenda dalla necessità di sanzionare operazioni difficilmente inquadrabili, tendenzialmente caratterizzate dalla forte opacità e talvolta non diversamente sanzionabili.<sup>51</sup>

Dal punto di vista economico, il crescente ricorso a tali forme di contrattazione si giustifica anche alla luce della possibilità offerta alle parti di poter investire senza l'impiego di ingenti somme di denaro. Difatti, il mutamento della posizione debitoria avviene sulla base dell'andamento degli indici di riferimento sul mercato, dunque senza incidere sul capitale di riferimento<sup>52</sup>.

---

<sup>49</sup> Sul punto si vedano le considerazioni di A. PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2225.

<sup>50</sup> Nello specifico, Cap. II, par. 6 e ss.

<sup>51</sup> Sui limiti e i confini dell'operatività della norma si dirà successivamente. Si segnala fin da subito una certa disinvoltura da parte della giurisprudenza nell'utilizzo del concetto di meritevolezza che sembra, talvolta, giudicare più per valori che per fattispecie. Il non corretto impiego si ripercuote in termini di sanzione concretamente irrogabile, posto che non tutte le anomalie afferenti il rapporto contrattuale possono rilevare in termini di struttura o di funzione svolta dal contratto. In tali casi, più opportunamente, più che essere sanzionato il negozio dovrebbe invece essere sanzionata la condotta. La questione sarà al centro dell'intera trattazione.

<sup>52</sup> Parte della dottrina ricostruisce il fenomeno in termini unitari. Così ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e divise in Italia*, *Banca, borsa tit. cred.*, 1993, I, 602 ss., A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, II, 80 e ss. *Contra* F. CAPUTO NASETTI, *Profili legali degli interest rate swap e degli interest rate e currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 62 ss; altri invece distinguono gli *interest rate swap* dai *currency swap*. Così E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, 629 e ss., D. PRIETE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floor, swap, index, future)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 171 e ss. Cfr. E. PAGNONI, *Contratto di swap*, in *I contratti del mercato finanziario, Trattato dei*

In base al tipo di flussi concretamente coinvolti nello scambio sarà possibile configurare, rispettivamente, un *currency swap* qualora l'operazione di scambio venga calcolata in base all'andamento di due diverse valute o un *interest rate swap* qualora gli indici sui quali basare lo scambio siano due tassi di interessi diversi.

Come sopra evidenziato, attraverso il contratto di swap le parti hanno la possibilità di poter ottenere enormi guadagni. Un tale risultato può essere raggiunto attraverso lo sfruttamento della c.d. leva finanziaria o "*leverage*" attraverso la quale l'investitore potrebbe beneficiare di un rendimento potenziale molto superiore di quello che otterrebbe da un investimento diretto nel sottostante. Ad un guadagno potenziale maggiore rispetto al capitale investito corrisponde, tuttavia, quale altra faccia della medaglia, la possibilità che il soggetto si esponga a perdite decisamente superiori rispetto a quelle che avrebbe subito senza sfruttare la leva.<sup>53</sup>

---

*contratti*, a cura di Gabrielli e Lener, Torino, 2004, 2, 1078. Un possibile criterio discretivo potrebbe ravvisarsi nel tasso di standardizzazione dello swap. Quelli più comuni si definiscono *plain vanilla* mentre quelli caratterizzati da un bassissimo tasso di standardizzazione e da peculiarità tali da rendere lo swap difficilmente replicabile si definisce *exotic*. Tale ultima categoria, negoziata nei mercati OTC, sembrerebbe dover essere sottoposta ad un più intenso controllo di meritevolezza di cui al co.2 dell' articolo 1322 c.c.

<sup>53</sup> Per comprendere l'effetto moltiplicatore della leva finanziaria si pensi al semplice caso di un soggetto che decida di investire 100 € in un titolo con possibilità di guadagnare o perdere il 30%. Se l'esito dell'investimento è positivo, l'investitore avrà ottenuto un ammontare pari a 100 + 30, mentre in caso di esito negativo avrà perso 30 €, con conseguente diminuzione del capitale di riferimento, che scenderà a 70 €. Qualora poi si decida di investire, oltre gli iniziali 100 euro anche un'ulteriore somma, ad esempio di 900 € presa in prestito, l'effetto leva si articolerà in maniera differente. In questo caso, la leva è di 10 a 1 (dove il valore 10 è dato dalla somma di 100 € + 900 € e 1 rappresenta l'iniziale somma posseduta, ossia 100). In caso di esito positivo il capitale ammonta a 1300 € e consente la restituzione dei 900 € presi in prestito con un guadagno di 300 € su un capitale iniziale di 100 €. Il profitto che si ottiene equivale, quindi, al 300% con un titolo che in sé avrebbe avuto un profitto del 30% di rendimento. L'effetto

### 6.1. (segue) Il rischio nei Crediti default swap

Qualora l'oggetto dello scambio non sia più un indice o un valore di riferimento ma un rischio di credito i problemi di validità si acuiscono. Attraverso un *Credit Default Swap*, c.d. CDS, una parte, c.d. *protection buyer* compra protezione da un soggetto che la offre, c.d. *protection seller*, dietro pagamento di un premio, al fine di tutelarsi da un c.d. *credit event*, generalmente un *default* o, in termini generali, un'insolvenza di un terzo soggetto, c.d. Entità di riferimento.

Qualora l'evento si realizzi il venditore di protezione sarà tenuto al pagamento di una somma di denaro che, a differenza del contratto di assicurazione, è totalmente svincolata dalla logica indennitaria, mentre, in caso contrario, il *protection buyer* avrà lucrato il premio<sup>54</sup>.

Detto strumento è stato largamente utilizzato nella prassi negoziale bancaria poiché l'oggetto del trasferimento non è il credito in sé, che continua a figurare nell'attivo, bensì il rischio di insolvenza che sarà sopportato da un altro soggetto<sup>55</sup>. Detto altrimenti, attraverso tali strumenti si procede

---

moltiplicatore opera, tuttavia, anche qualora l'investimento abbia esiti negativi. Se infatti il titolo, anziché salire si deprezzasse del 30%, resterebbero in mano all'investitore 700 € che deve tuttavia restituire i 900 € presi in prestito più gli interessi. In percentuale la perdita sarebbe quindi del 300% a fronte di una diminuzione del valore del titolo del 30%. I riferimenti sono quelli forniti dalla Consob, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>54</sup> Sulla natura del CDS nonché sulle differenze fra l'operazione e il contratto di assicurazione si tornerà nelle pagine seguenti.

<sup>55</sup> Rileva R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), che « E' nella delineata logica di maggiore snellezza ed economia degli adempimenti che si sono affermate nel corso degli anni forme di cartolarizzazione "sintetica"; tratteggiandosi in questo modo i contorni di una categoria eterogenea, il cui tratto comune può cogliersi nella valorizzazione di un "bene" – il rischio di credito – distinto dal credito che lo origina e liberamente negoziabile anche disgiuntamente da esso.



all'isolamento del rischio al quale viene dato un prezzo e rispetto al quale si chiede protezione.

L'intera vicenda ruota intorno alla possibile verifica di un c.d. *credit event*,<sup>56</sup> come una bancarotta, un default, un inadempimento, o, ancora, un'insolvenza.<sup>57</sup>

Il potere dispositivo delle parti si manifesta ulteriormente qualora alla summenzionata fattispecie venga aggiunto un ulteriore elemento.

---

*Tale soluzione consente un alleggerimento delle procedure e dei costi connessi allo smobilizzo di un portafoglio crediti, e favorisce nuovi impieghi di capitale regolamentare ad opera della banca che si libera del rischio di credito di una più classi di attivi».*

<sup>56</sup> Sul tema, si vedano le considerazioni di J. TAVAKOLI, *Credit Derivatives*, John Wiley & Sons, New York, 1998,; ID., *Credit Derivatives & Syntetic Structures*, John Wiley & Sons, New York, 2001; S.R. DAS, *Valuation and pricing of credit derivatives*, in *Credit Derivatives*, John Wiley & Sons, New York, 1998; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, 391 ss., ID., *La natura dei derivati di credito alla luce del Testo Unico della Finanza*, in *Bancaria*, 1999, 52 ss.; F.CAPUTO- G.NASSETTI- G.CARPENZANO-GIORDANO, *I derivati di credito*, Milano, 2001; P. LEONE- C. BOIDO, *Rischio di credito e credit derivatives*, Padova, 2004; F. REALI, *I contratti di credit risk monitoring*, Perugia, 2005; E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001; F. CAPUTO NASSETTI- A. FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, Milano, 2000; A. FABBRI, *I credit derivatives: funzionamento e opportunità dal loro utilizzo*, in Forestieri (a cura di), *Corporate e investment banking*, Milano, 2005; R. RUSSO, *I derivati su crediti*, in *Amministrazione e finanza*, 1996, 805; A.M. CAROZZI- V. DEL SOLE, *Credit derivatives*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale, Banca, borsa e titoli di credito*, vol. XX, Torino, 2004; S. CARBONE, *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 3 ss.; E.M. MASTROPAOLO-S. PRAICHEUX, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2002, I, 196.

<sup>57</sup> Evidenziano F.CAPUTO- G.NASSETTI- G.CARPENZANO-GIORDANO, *I derivati di credito*, *Cit.*, 4 e ss. che è altresì possibile che il *Credit event* contempli una c.d. *materiality*, ossia che l'evento sia « sostanziale». In altri termini, al fine di legittimare il pagamento non basta la realizzazione del rischio ma che questo superi una determinata soglia, sulla base di stime in termini di variazioni di prezzo di un'obbligazione di riferimento, c.d. *Reference Obligation*, dovuta dall'ente di riferimento, ossia quello a cui il *credit event* si riferisce.

Nello specifico, è possibile che al verificarsi dell'evento, il *protection buyer* si obblighi al trasferimento di un'obbligazione, di carattere pecuniario, il cui debitore è l'Ente di riferimento per un ammontare pari alla somma ricevuta in esecuzione del CDS. La *ratio* si ravvisa nella necessità per il *protection seller* di recuperare l'esborso sostenuto al seguito del verificarsi del rischio.<sup>58</sup> In tale caso, dunque, ad essere trasferita è l'obbligazione *tout court*.

Anticipando questioni su cui si tornerà in maniera puntuale successivamente, è possibile affermare fin d'ora che la maggiore problematica di tali strumenti si ravvisa nel rapporto che le parti del CDS hanno rispetto all'obbligazione dell'Ente di riferimento.

In tali casi, i problemi di meritevolezza di cui al co.2 dell'articolo 1322 c.c., dunque di conformità e di rispondenza dell'operazione ai valori dell'ordinamento sembrano acuirsi.

Se infatti le parti del contratto derivato nulla hanno a che vedere con il rapporto sottostante, ed è il caso del c.d. CDS *naked*, la protezione viene fornita per un rischio che non tocca la sfera giuridica del *protection buyer* il quale desidera solo speculare sulla possibile verifica di un determinato evento. Trattandosi di prodotti negoziati in mercati non regolamentati, la quasi totale assenza di vigilanza rende certamente più agevole il compimento, da parte di investitori esperti, di manovre turbative dei mercati al fine di stimolare o anticipare la realizzazione del *credit event*.

## **7. Il rilievo della funzione in sede tributaria: gli swap nella determinazione del reddito di impresa**

---

<sup>58</sup> ID., *Op. Ult. Cit.*, 30.

Ai sensi dell'articolo 112 TUIR i contratti derivati su valute, su tassi di interesse, su indici o su altre attività rappresentano operazioni fuori bilancio la cui valutazione concorre a formare il reddito d'esercizio<sup>59</sup>.

La suddetta valutazione riguarda la funzione di copertura o speculativa assunta dal derivato. In altri termini, il reddito dell'impresa si formerà in maniera diversa a seconda che lo swap, ma in generale tutte le operazioni in derivati, svolga una funzione di *trading* o di *hedging*<sup>60</sup>.

Ai sensi del co.6 dell'articolo 112 TIUR « *l'operazione si considera con finalità di copertura quando ha lo scopo di proteggere dal rischio di avverse variazioni dei tassi di interesse, dei tassi di cambio o dei prezzi di*

---

<sup>59</sup> Rileva G.A. TOSELLI, *Derivati e fair value nei bilanci 2016*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it) che «*Il tema degli strumenti derivati ha sempre comportato un acceso dibattito tra gli esperti contabili, proprio in considerazione del fatto che in Italia, prima delle novità introdotte dalla riforma contabile, mancava una specifica disciplina che regolamentasse sia sul piano teorico sia su quello applicativo la rappresentazione in bilancio degli strumenti finanziari di copertura e di natura speculativa. Il trattamento contabile dei derivati presenta dei tratti di complessità che non agevolano la comprensione dei tecnicismi delle operazioni in parola, soprattutto a causa delle peculiarità insite in tali strumenti finanziari.*»

<sup>60</sup> Lo swap avente funzione di copertura non viene autonomamente valutato a bilancio. Trattandosi della copertura di una specifica passività produttrice di interessi, i componenti positivi o negativi del derivato – flussi di interessi - concorrono alla formazione del reddito secondo lo stesso criterio di imputazione degli interessi prodotti dalle attività o passività coperte cioè per competenza temporale, ex art 122 co 5 TUIR. Se lo swap svolge invece una funzione speculativa questo viene autonomamente valutato a bilancio secondo prudenza. I componenti negativi di reddito, sempre che rispettino i limiti del co.3 dell'art.112, potrebbero essere fiscalmente deducibili nell'esercizio o in quelli futuri, in funzione di se e quando saranno soddisfatti anche i requisiti dell'art.109, quindi quello della certezza dell'esistenza e determinabilità obiettiva dell'ammontare. Casi illustrati da G. BERTINETTI, M. BUONGIORNO, D. BUSSO, *I contratti swap: aspetti finanziari e contabili*, in *Bilancio, Vigilanza e Controlli*, 2007, n.7, 38 e ss.

*mercato il valore di singole attività o passività in bilancio o "fuori bilancio" o di insiemi di attività o passività in bilancio o "fuori bilancio"».*

A tal riguardo, è di prioritaria importanza segnalare l'assenza di una definizione di derivato speculativo, sicché questa si determina per differenza, considerando tali le operazioni che non presentino i requisiti di cui all'articolo 122 TUIR.

Altra carenza della disposizione si ravvisa con riguardo al profilo descrittivo della finalità di copertura, che appare meno puntuale di quanto invece desumibile dalla valutazione dei principi internazionali contabili.<sup>61</sup> Ne consegue che il derivato verrà trattato in maniera diversa a seconda che si prendano in considerazione i principi interni o quelli internazionali.

Difatti, l'articolo 2 del D.lgs. 38/2005 introduce l'obbligo di rifacimento nella redazione dei bilanci ai principi contabili internazionali IAS/IFRS<sup>62</sup> per le sole società quotate, quelle emittenti strumenti finanziari presso il pubblico, le banche, gli intermediari finanziari e le compagnie di assicurazione lasciando invece a tutte le altre tipologie di imprese, c.d. "società chiuse", la semplice facoltà di adozione dei suddetti principi. In tali casi, quindi, continueranno a trovare applicazione le disposizioni di cui agli

---

<sup>61</sup> Difatti, secondo quanto desumibile dai principi dello IAS 39 un derivato assume funzione di copertura quando si prevedano compensi per le variazioni di *fair value* (valore equo) o di flusso finanziario di un designato elemento coperto. Sul punto si vedano le considerazioni di M. LEO, *Le imposte sui redditi nel testo unico, Milano, 2007, 2105 ss.*

<sup>62</sup> Gli *International Accounting Standards* rappresentano il primo tentativo di standardizzazione su scala transazionale dei principi contabili. Per IFRS, ossia *International Financial Reporting Standards* si intendono altri principi della medesima derivazione che concorrono all'individuazione dei criteri di redazione dei bilanci.

articoli 2423 c.c. le quali, come noto, forniscono indicazioni certamente meno dettagliate e specifiche di quelle contenute nello IAS/IFRS<sup>63</sup>

La necessità di mitigare le differenze ha spinto il legislatore ad introdurre dei correttivi alle regole civilistiche in materia di bilancio. Nello specifico, l' Art. 2426 co. 1, n. 11 bis introdotto con D.lgs. 139/2015, stabilisce che gli strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti finanziari, sono iscritti al *fair value*<sup>64</sup>. Le variazioni del *fair value* sono imputate al Conto economico o direttamente ad una riserva positiva o negativa di patrimonio netto; tale riserva è imputata al Conto economico nella misura e nei tempi corrispondenti al verificarsi o al modificarsi dei flussi di cassa dello strumento coperto o al verificarsi dell'operazione oggetto di copertura.

A tal riguardo, la norma considera sussistente la copertura quando fra il derivato e l'operazione coperta sussista una stretta e documentata correlazione tale da permettere una valutazione simmetrica fra il rischio di variazioni dei tassi o dei prezzi con l'operazione alla quale si riferisce.

In altri termini, bisognerà procedere ad una misurazione periodica del derivato, al fine di valutare la capacità di quest'ultimo di mitigare il rischio coperto.

Appare quindi evidente l'importanza che la funzione svolge ai fini fiscali e per la determinazione del conto economico della società.

---

<sup>63</sup> In questi termini, A. FIORI, *Principi contabili nazionali e internazionali. Una panoramica*, in [www.filodiritto.com](http://www.filodiritto.com).

<sup>64</sup> Utilizzando la definizione fornita dallo IAS/IFRS , per fair value deve intendersi «il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti». Trattasi quindi di un prezzo teorico, o ideale.

A questo proposito, è di prioritaria importanza verificare se la diversa funzione svolta dallo swap possa rilevare anche in termini giuridici.

Sembra dunque opportuno focalizzare l'analisi sulle possibili relazioni giuridiche intercorrenti fra il contratto di swap e il rapporto sottostante.

Difatti, negli swap aventi funzione di *hedging* sembrerebbe più sentito il legame che si instaura col sottostante, in quanto volti alla copertura di un rischio insito in un qualche rapporto di riferimento.

#### *7.1. (segue) Il rilievo della funzione sul versante giuridico: Il nesso di derivazione, il sinallagma puro e la causa variabile*

Questione di fondamentale rilievo è, dunque, quella relativa al rapporto sussistente con il sottostante.

In termini generali il nesso di derivazione che caratterizza il contratto di swap deve, infatti, essere tenuto distinto dal caso in cui fra due negozi si realizzi un collegamento negoziale o dall'ipotesi in cui fra le vicende contrattuali si determini una relazione di accessorietà.

Primo tratto distintivo risiede nel fatto che, come noto, il collegamento negoziale non rappresenta una figura autonoma di contratto bensì una modalità di regolamentazione degli interessi delle parti la cui peculiarità risiede nella necessaria ripercussione delle vicende di un negozio sugli altri ad esso collegati.<sup>65</sup>

A caratterizzare il contratto accessorio <sup>66</sup>, di cui la fideiussione rappresenta il miglior modello di riferimento, è, invece, la relazione unilaterale, di tipo

---

<sup>65</sup> *Ex multis*, Cass. 12 luglio 2005, n. 14611.

<sup>66</sup> A tal riguardo si segnalano le considerazioni di C. M. BIANCA, *Il contratto, Diritto civile*, III, II ed., Milano, 2000, 483, secondo il quale «l'interdipendenza

giuridico, che si sviluppa fra le due vicende negoziali. Nello specifico, si pensi a quanto stabilito dall'articolo 1393 c.c. secondo il quale «*la fideiussione non è valida se non valida l'obbligazione principale*», o, ancora, a quanto previsto ex art. 1941 c.c. che afferma che «*la fideiussione non può eccedere ciò che è dovuto dal debitore, né può essere prestata a condizioni più onerose*», precisando altresì al terzo comma che «*la fideiussione eccedente il debito contratta a condizioni più onerose è valida nei limiti dell'obbligazione principale*». Ulteriore indice di riferimento è la disposizione contenuta nell'articolo 1945 c.c. che in materia di eccezioni stabilisce che «*il fideiussore può opporre contro il creditore tutte le eccezioni che spettano al debitore principale, salva quella derivante da incapacità.*»

Fra fideiussione ed obbligazione principale si istaura, dunque, una relazione strettamente dipendente e accessoria, sia con riguardo alla sua esistenza che al suo contenuto, con l'obbligazione garantita. In altri termini la fideiussione ha ragion d'essere solo in relazione all'obbligazione principale<sup>67</sup>.

---

*dei rapporti negoziali è normalmente reciproca, nel senso che la sorte di ciascun rapporto è legata alla sorte dell'altro. È tuttavia possibile anche un'interdipendenza unilaterale, nel senso che la sorte di un rapporto si ripercuote sull'altro ma non viceversa. L'interdipendenza unilaterale è riscontrabile nelle ipotesi di contratti accessori, i quali seguono la sorte dei contratti principali cui accedono (es.: i contratti di garanzia)».*

<sup>67</sup> In questi termini, G. STELLA, *Le garanzie del credito*, Milano, 2010, 248. Con riguardo alla causa delle due operazioni, precisa l'autore che resta fermo il principio « (...) che l'obbligazione del fideiussore è un'obbligazione propria di questi (con una propria causa, appunto "di garanzia") e, quindi, non è la stessa obbligazione del debitore principale (che a sua volta ha una propria causa, a seconda del negozio da cui sorge)» Negli stessi termini, Cass. Sez. Un., 5 febbraio 2008, n. 2655, secondo la quale «l'obbligazione principale e quella fideiussoria, benché fra loro collegate, mantengono una propria individualità non soltanto soggettiva – data l'estraneità del fideiussore al rapporto richiamato dalla garanzia – ma anche oggettiva, in quanto la causa fideiussoria è fissa e uniforme, mentre

Il nesso di derivazione che caratterizza gli swap, nonché tutti i contratti derivati, determina, invece, un rapporto di autonomia giuridica fra i due negozi. In questa prospettiva i contratti derivati sarebbero quei negozi attraverso i quali le parti, nell'ambito della loro autonomia privata, conferiscono autosufficienza giuridica ad un valore che deriva dal raffronto del prezzo di un'entità di riferimento considerata in due momenti diversi.<sup>68</sup>

A tal riguardo, pare opportuno precisare che l'unico elemento comune a tutte le ipotesi summenzionate si ravviserebbe nell'assenza di una disciplina codicistica generale. Ad assumere rilievo è, quindi, l'autonomia privata delle parti,<sup>69</sup> con la differenza che il nesso che caratterizza il rapporto accessorio o il collegamento negoziale è di tipo giuridico mentre quello di

---

*l'obbligazione garantita può basarsi su qualsiasi altra causa idonea allo scopo, con la conseguenza che la disciplina dell'obbligazione garantita non influisce su quella della fideiussione, per la quale continuano a valere le normali regole, comprese quelle sulla giurisdizione».*

<sup>68</sup> Così E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001, 5; F. CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti finanziari "derivati"*, Milano, 1997, 2; S. BO – C. VECCHIO, *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, Milano, 1997, 7. La definizione, ancorché fornita con riguardo alla macrocategoria dei contratti derivati, caratterizza anche il contratto di swap, in virtù del rapporto fra *genus ad species* che si configura.

<sup>69</sup> Sul punto di vedano le considerazioni di A. RAPPAZZO – G. RAPPAZZO, *Il collegamento negoziale nella società per azioni. La delibera collegata*, Milano, 2008, 54. In giurisprudenza, sul ruolo dell'autonomia privata in relazione al collegamento negoziale, si rimanda a Cass., Cass. 16 marzo 2006, n. 5851, secondo la quale «non è dubbio che le parti, nell'esercizio della loro autonomia negoziale, possono dar vita, anche contestualmente, a diversi distinti contratti i quali, pur potendo essere concepiti e voluti come funzionalmente e teleologicamente collegati fra di loro ed in rapporto di reciproca interdipendenza, così che le vicende dell'uno debbano ripercuotersi sull'altro, condizionandone la validità e l'efficienza senza che a tal fine sia necessaria l'identità dei soggetti in ciascuno dei negozi collegati, tuttavia si caratterizzano in funzione della propria causa conservando l'individualità propria di ciascun tipo negoziale. » Negli stessi termini, in relazione all'accessorietà si vedano le considerazioni di Cass., 13 maggio 2008, n. 11890



derivazione è di carattere economico, poiché l'andamento del valore di riferimento condiziona le perdite e i guadagni delle parti ma non la struttura del negozio.

Se, dunque, il rapporto di derivazione indica una dipendenza non tanto giuridica quanto economica, la causa del contratto di swap non risente delle vicende che possono incidere sul rapporto sottostante.

Sul punto, una certa fortuna ha avuto la c.d. teoria del sinallagma puro<sup>70</sup>.

Nello specifico, secondo detta impostazione, il meccanismo operativo di determinazione delle prestazioni risulterebbe «*indifferente alle svariate finalità*»;<sup>71</sup> pertanto l'interesse concretamente perseguito dalle parti potrebbe essere individuato solo successivamente, a seguito di un'indagine sulle motivazioni psicologiche e soggettive che hanno spinto i contraenti alla stipula del contratto.

L'astrattezza dei derivati finanziari, dunque anche gli swap, non sarebbe dissimile da quella che caratterizza i titoli di credito che, come noto, non subiscono l'influenza dei rapporti che hanno dato origine all'emissione o al trasferimento del titolo.

La teoria suscita, tuttavia, più d'una perplessità. In primo luogo perché l'astrattezza dei titoli di credito è solo temporanea, potendo le eccezioni relative al rapporto a base dell'emissione essere fatte valere in un secondo momento, al contrario, nei contratti derivati il requisito dell'astrattezza è destinato a permeare il rapporto in ogni sua fase.<sup>72</sup>

---

<sup>70</sup> Così F. CAPUTO NASETTI, *I contratti derivati finanziari*, Cit., 77; Cfr. E. GIRINO, *I contratti derivati*, Cit., 21.

<sup>71</sup> Così G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 125;

<sup>72</sup> Sul punto, E. GIRINO, *Op. ult. cit.*, 21 e ss., rileva che «*il debitore cambiario non potrà opporsi al pagamento del debito cartolare verso il prenditore, ma potrà successivamente ripeterne il pagamento deducendo l'invalidità del rapporto a base*

In secondo luogo, detta impostazione sembrerebbe confondere la funzione con il meccanismo operativo attraverso il quale la ricchezza viene fatta circolare.<sup>73</sup> La teoria sembrerebbe riecheggiare, in un certo qual modo, la logica tipizzante della causa in termini di funzione economico sociale, il cui maggior punto di debolezza è rappresentato dall'impossibilità, o quanto meno dalla difficoltà, di spiegare il differente ruolo svolto dal tipo.

Al contrario, e in ossequio ai più recenti quanto condivisibili arresti della dottrina<sup>74</sup> e della giurisprudenza<sup>75</sup> volti ad enfatizzare la funzione economico individuale del contratto, il medesimo involucro giuridico ben si presta al raggiungimento di una pluralità di finalità.

Diversamente opinando, con specifico riguardo all'argomento oggetto di analisi, si finirebbe per relegare la funzione di copertura o quella speculativa a meri motivi i quali, come noto, risultano generalmente irrilevanti, salvo che essi non siano comuni ed illeciti.

Se quindi attraverso il medesimo strumento giuridico le parti possono perseguire tanto una fine di copertura quanto uno speculativo, bisognerà necessariamente concludere che la causa del contratto di IRS è variabile.<sup>76</sup>

---

*dell'emissione. Viceversa, la controparte di un contratto di interest rate swap non sarà mai abilitata a richiedere la restituzione dei differenziali versati assumendo l'invalidità di uno o di entrambi i rapporti debitori (verso terzi), anche se menzionati nel titolo contrattuale».*

<sup>73</sup> Così M. BARCELLONA, *Cit.*, 462 e ss.

<sup>74</sup> Per tutti G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, *passim*.

<sup>75</sup> Per tutte le note Cass. 20 dicembre 2007, n. 26958; Cass., 24 aprile 2008, n. 10651.

<sup>76</sup> Sulla causa variabile del contratto di swap si vedano le considerazioni di M. COSSU e P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente, divulgazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2010, I, 1 e ss.; sul punto si vedano anche le considerazioni di U. MINNECI, *La parabola degli IRS: tra innovazione normativa e recupero di nozioni appartenenti alla tradizione*, in *Soc. Banche e crisi d'impr.*, 2014, 2316.

La funzione di copertura e la funzione speculativa non attengono quindi alle soggettive ragioni dei contraenti ma penetrano oggettivamente nel tessuto negoziale.

Difatti la tossicità di tali prodotti non è connaturata alla loro essenza, ma dipende dall'impiego ed all'utilizzo che concretamente si effettua.<sup>77</sup>

## CAPITOLO II

### *La nullità della scommessa legalmente autorizzata:*

---

<sup>77</sup> Come si vedrà nel corso della trattazione, le maggiori problematiche si ravvisano proprio con riguardo agli swap sintetici aventi funzione di trading.

***Il discrimen fra oggettiva invalidità e soggettiva percezione del vizio.***

***SOMMARIO:** 1.Natura giuridica. 1.1 Il contratto differenziale quale precedente del contratto derivato. Critica. 1.1. ( segue) La natura commutativa del contratto di Interest Rate Swap. Critica. 1.2(segue) La natura aleatoria. La linea di demarcazione fra tolleranza e autorizzazione quale mera scelta di opportunità del legislatore. La conferma del co. 5 dell'articolo 23 TUF. 2. Prima panoramica sui rimedi. 3. Primo orientamento: Il vizio di forma del contratto quadro. La mancata*

sottoscrizione dell'intermediario come causa di nullità. Critica. 4. Il vizio strutturale: la Causa viziata. *L'alea unilaterale e quella squilibrata. 4.1. L'irrazionalità dell'alea fra causa ed oggetto.* 5. I derivati conclusi dagli enti locali. Critica dell'orientamento che fonda la nullità sul co. 2 dell'articolo 1418 c.c. 6. La meritevolezza e la liceità della causa: il diverso piano operativo. *6.1. (segue) l'alea e la (im)meritevolezza degli interest rate swap con funzione di trading. Ancora sul diverso piano di operatività degli artt. 1343 e 1322 co. 2 del codice civile. 6.2 (segue). L'immeritevolezza dei crediti default swap naked. Ulteriore dimostrazione del diverso piano di operatività del giudizio di cui all'articolo 1343 c.c. rispetto a quello ex art 1322 co 2 c.c.* 7. L'immeritevolezza e la nullità. Distinzione nei presupposti, identità nella sanzione: il vizio insanabile che colpisce *ab origine* il contratto. *7.1 (segue) la restituito in pristinum.*

### **1. Natura giuridica**

*Il contratto differenziale quale precedente del contratto derivato. Critica*

La maniera con cui il rischio viene considerato, oltre a rilevare sul profilo della qualificazione dell'operazione, individua la concreta funzione, intesa in termini di giudizio causale, del contratto.

Nel ricostruire la natura giuridica dei contratti derivati, è necessario prioritariamente chiedersi se sussista una qualche sorta di legame con il contratto c.d. differenziale.

Caratteristica del contratto differenziale,<sup>78</sup> è quella di conferire alle parti la possibilità di non eseguire alla scadenza il contratto ma di riscuotere o pagare le sole differenze dei prezzi delle attività compravendute.<sup>79</sup> Dette operazioni sembrerebbero assolvere, dunque, sia una funzione di scambio, data dai reciproci adempimenti alle scadenze, sia, eventualmente, una speculativa, consentendo alle parti di procedere alla sola liquidazione delle differenze fra prezzo precedentemente pattuito e quello di mercato.<sup>80</sup>

In relazione a tali strumenti si pose, forse per la prima volta, la problematica relativa al rapporto sussistente fra contratto di borsa e disciplina dell'azzardo. A questo proposito, l'ordinamento tedesco, dopo un primo momento di forte chiusura verso le suddette operazioni, da imputare al fallimento della rivolta democratica del 1848, alla fondazione del Reich nonché al tracollo di alcuni importanti istituti bancari, delineò, con l'entrata in vigore del BGB, sia una definizione legislativa di tale tipo contrattuale, sia una apposita disciplina.<sup>81</sup>

Nello specifico, ai sensi dell'articolo 764 GBG, *“se un contratto avente per oggetto la fornitura di merci o di titoli è concluso nell'intendimento che la differenza del prezzo concordato e il prezzo di borsa o di mercato all'epoca della consegna venga pagato dalla parte perdente alla parte vincente, il*

---

<sup>78</sup> Sebbene sviluppatasi agli inizi del secolo scorso, i contratti c.d. differenziali fanno la loro prima comparsa nel XVII secolo e risultano storicamente legati ad una società caratterizzata da floridi traffici commerciali, tutta basata sulla logica dello scambio le cui regole venivano determinate ed imposte dalla classe mercantile.

<sup>79</sup> E. FERRERO, *Contratto differenziale*, in *Contratti e impresa*, 1992, 475.

<sup>80</sup> Ricorda M. BARCELLONA, *Op. cit.*, 443, nota 207, che la funzione speculativa dei differenziali non è pacifica. A tal riguardo solo i c.d. differenziali propri, diversi quindi dai c.d. differenziali impropri, sarebbero idonei ad assumere una funzione propriamente speculativa.

<sup>81</sup> G. BELLI, *L'alea nei contratti differenziali*, in *Obbligazioni e contratti*, 2012, 1, 63.

*contratto va considerato come gioco. Ciò vale anche nel caso che l'intenzione di una delle parti sia diretta al pagamento delle differenze e che l'altra parte conosca o debba conoscere codesta intenzione”.*

La norma, dunque, estende, senza lasciare minimo dubbio all'interprete, la disciplina del gioco a tali forme contrattuali<sup>82</sup>. Ciò può dirsi confermato, *a fortiori*, dalla scelta terminologica utilizzata dal legislatore, il quale, nel descrivere la fattispecie, fa riferimento al gioco, nonché ad una parte *vincente* in contrapposizione ad una *perdente*.

In Italia il percorso risultò più articolato. Furono soprattutto, tra la fine dell'Ottocento e gli inizi del Novecento, le Camere di commercio a sollecitare un intervento volto a colmare l'assenza di una regolazione specifica in materia di attività finanziaria, al fine di ammettere la validità delle operazioni di borsa a scadenza.<sup>83</sup> L'esigenza di fornire veste giuridica a fenomeni ormai in piena espansione spinsero il legislatore ad emanare la l. 20 marzo 1913 n. 272 che equiparava i differenziali a veri e propri contratti di borsa, dalla funzione economicamente e socialmente giovevole.<sup>84</sup> Il

---

<sup>82</sup> Secondo taluno, l'articolo 764 del BGB delimiterebbe il confine sussistente fra alea giuridica ed alea economica<sup>82</sup>. Così F. MESSINEO, *Dottrina generale del contratto*, Milano, 1952, 252 e ss. in tale ultimo caso il rischio sarebbe qualitativamente misurabile, utilizzando parametri statistici di matematica finanziaria mentre, al contrario, l'alea giuridica sarebbe caratterizzata dalla totale incertezza dell'*an* delle prestazioni, essendo il relativo rischio sopportato da entrambe le parti. In questo senso, F. VITELLI, *Op. cit.*, , 105 e ss.

<sup>83</sup> In travagliato percorso italiano viene ricostruito da G. BELLI, *Op. cit.*, 63 e ss. Il primo intervento normativo risale alla l. 14.6.1874, n. 1971, con la quale si sancisce la validità delle compravendite a termine di titoli del debito pubblico «*dello Stato, delle province, dei comuni e di altri corpi morali*», di azioni, obbligazioni sociali e di «*qualunque titolo di analoga natura*».

<sup>84</sup> Sul punto C. VIVANTE, *I contratti differenziali secondo la nuova legge sulle borse*, in *Riv. dir. comm.*, 1913, I, 952 e ss., secondo il quale “*la legge 20 marzo 1913 ha repudiato l'erroneo concetto che considera i contratti differenziali come contratti di mera sorte (...)*”. Trattandosi, per l'A., di “*contratti seri ed effettivi, al*

dibattito sorto in quegli anni venne, inoltre, ulteriormente alimentato dall'equivoco tenore dell'articolo 5 del successivo D.L. n. 601 del 1925 dal quale si deduceva, in via interpretativa, una sorta di liberalizzazione *tout court* di ogni operazione prevedente l'utilizzo di differenziali.<sup>85</sup>

A tal riguardo, furono per lo più tre i principali orientamenti dogmatici sviluppatasi sul punto.

Secondo una prima impostazione, lo schema negoziale del contratto differenziale era riconducibile a quello di una doppia vendita, poiché la finalità speculativa risultava del tutto eventuale, potendo, se mai, rilevare esclusivamente sul terreno dei motivi. L'inapplicabilità dell'eccezione di gioco veniva inoltre dedotta dall'operatività, anche per tali fattispecie, degli articoli 68 e 69 dell'allora vigente codice del commercio, ai sensi dei quali la parte adempiente, in caso di ritardo o inadempimento dell'altra parte, poteva agire per richiedere l'esatto adempimento o il risarcimento del danno.<sup>86</sup>

Secondo diversa impostazione, che negava la riconducibilità del contratto differenziale allo schema della doppia vendita a termine, le parti, lungi dall'obbligarsi alla consegna di titoli o merci dietro corrispettivo alla scadenza, si impegnavano, piuttosto, al pagamento delle sole differenze

---

*pari dell'ultimo contratto della catena, che dà luogo alla consegna effettiva dei titoli e delle merci destinate al risparmio, all'industria, al consumo.*"

<sup>85</sup> Sul punto, App. Bari, 21 marzo 1924; App. Milano 20 giugno 1923; App. Torino 18 marzo 1924, in *Riv.dir.comm.*, 1925, II, 183 e ss. con commento di M. ROTONDI, *Contratti a termine e differenziali sui cambi*; critico sul punto anche L. LORDI, *Pagamento per causa illecita in contratti differenziali su divisa estera*, in *Riv. dir. comm. e del dir. gen.obbl.*, 1927, I, 101 e ss. Una panoramica delle politiche legislative di quegli anni relative al settore finanziario viene offerta anche da V. SALANDRA, *Il c.d. mercato fittizio dei cambi*, in *Riv. dir. comm.*, 1928, 97 e ss.

<sup>86</sup> Così V. SALANDRA, *Op. cit.*, 103 e ss.; C. VIVANTE, *Polemica sul commercio fittizio dei cambi*, in *Foro It.*, 1928, I, 291 e ss.



determinate sulla base di circostanze future ed incerte, rappresentate dalle fluttuazioni che il titolo, la merce o il tasso di cambio subiva sul mercato.

Secondo tale dottrina, risultava quindi evidente il carattere aleatorio dell'intera operazione, in virtù della capacità di tali eventi di influenzare il *quantum* della prestazione e di determinare il soggetto tenuto ad eseguirla<sup>87</sup>.

Secondo altro orientamento, invece, tali contratti si caratterizzavano per la sussistenza di una causa non già tipica, individuabile nello schema della doppia vendita o in quella del contratto aleatorio, quanto piuttosto di una atipica, individuabile nell'organizzazione e gestione di scambi fittizi sottendenti una scommessa.<sup>88</sup>

Tanto l'impostazione che lo accosta ad una scommessa quanto quella che ne ravvisa un contratto aleatorio, suscitano più d'una perplessità. Rispetto alla prima teoria, l'estensione che il legislatore fece, agli inizi del secolo scorso, delle tutele del codice del commercio al contratto differenziale lo rendono oltremodo lontano da una scommessa, la quale, come noto, si caratterizza per la mancanza di azione per l'adempimento delle prestazioni ad essa sottese, c.d. *denegato actionis*.

---

<sup>87</sup> G. BELLI, *Op. cit.*, 62. L'A. riporta un significativo lodo del 1996 nel quale si fornisce una definizione di contratto differenziale che sembrerebbe avallare la tesi della natura aleatoria: Lodo Arbitrale, 19.7.1996, Pres. Casella, in *Riv. dir. privato*, 1997, 559, con nota di G. CAPALDO.

<sup>88</sup> F. MESSINEO, *Gli affari differenziali impropri (commento a App. Genova, 23/12/1926)*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, II, 677 e ss. L'A. diversifica il trattamento giuridico a seconda che si tratti di differenziali impropri, dunque quelli consistenti in due operazioni distinte dove B vende o compra da o ad A per poi comprare o vendere da o a C ad un altro prezzo, da quelli c.d. propri, ossia quelli le cui operazioni passano dalle medesime parti e le cui prestazioni non possono che avere luogo per differenza, essendo esclusa la possibilità di procedere ad effettiva consegna. Secondo l'A. solo la prima tipologia sarebbe caratterizzata da una causa di scambio, mentre nel secondo caso l'intera operazione, risolvendosi in scambi fittizi aventi le caratteristiche di una scommessa, rientrerebbero nelle ipotesi sottoposte all'eccezione di gioco.

Nemmeno la seconda teoria appare condivisibile, posto che l'eventuale determinazione del *quantum* avviene, con riguardo ai contratti differenziali, sulla base di rigidi paradigmi e logiche di mercato che nulla hanno a che vedere con la mera sorte<sup>89</sup>.

Inoltre, se, da un lato, risulta innegabile la presenza di un certo grado di rischio, dall'altro, risulta altrettanto vero che lo stesso si presenta esclusivamente in termini eventuali e, parimenti, non sarebbe di tipo giuridico quanto economico.

L'alea economica, infatti, si caratterizza per la totale misurabilità attraverso l'impiego di parametri statistici e di matematica finanziaria, mentre l'alea giuridica, al contrario, è caratterizzata dalla totale incertezza non tanto del *quantum* quanto nell'*an* della prestazione. Il rischio inoltre, né risulta intimamente connesso all'oggetto del contratto né lo influenza, posto che le parti effettuano le considerazioni relative agli effettivi vantaggi e perdite *ex ante*.<sup>90</sup>

Nonostante il dibattito relativo al rapporto sussistente con la disciplina dell'azzardo si sia poi riproposto anche in relazione ai contratti derivati, non sembra, alla luce delle riflessioni svolte, che fra le due tipologie negoziali sussista un rapporto di continuità o, tantomeno, una qualche relazione in merito alla struttura negoziale.

---

<sup>89</sup> Tali contratti sarebbero sottoposti all'eccezione di gioco nei soli casi in cui sarebbe da escludere con sicurezza che le parti avessero voluto addivenire ad uno scambio di beni. In questi termini C. CORRADO, *I contratti di borsa*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Vassalli, Torino, 1950, 95; L. BIANCHI D'ESPINOSA, *Il contratto di borsa. Il riporto*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, 1969, 398 e ss.

<sup>90</sup> E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, 2004, 2, 1086

Nel primo caso, infatti, l'oggetto del contratto si individua nelle differenze dedotte sulla base del razionale andamento del mercato delle merci o attività compravendute in precedenza dalle parti, nel secondo caso, al contrario, l'oggetto del contratto derivato si desume dalla differenza fra il prezzo del contratto ed attività sottostante sulla base di parametri variabili e diversificati per ciascun contraente. Se tale attività è un bene determinato allora potrebbe risultare, ma solo all'apparenza, meno netto il confine sussistente fra il derivato e il differenziale, nello specifico lo swap.

Le cose mutano però quando l'operazione non si struttura intorno ad una *res* consegnabile ma rispetto alle variazioni dei dati economico-finanziari prescelti.

### *1.1. (segue) La natura commutativa del contratto di Interest Rate Swap. Critica*

Esclusa quindi la riconducibilità al contratto differenziale, l'indagine deve proseguire verificando l'eventuale natura commutativa del contratto di IRS.

A tal riguardo, l'articolo 1 co. 1 bis e co. 2 TUF più che fornire una definizione di valori mobiliari e di strumenti finanziari<sup>91</sup>, fra i quali

---

<sup>91</sup> Per valori mobiliari deve intendersi una categoria di strumenti finanziari che possono essere negoziati sul mercato dei capitali, in quanto trasferibili e liquidabili, mentre sono strumenti finanziari rientranti nella categoria dei prodotti finanziari, le azioni, le obbligazioni, altri titoli di debito, titoli di Stato, altri strumenti finanziari negoziabili sul mercato dei capitali, le quote di fondi comuni d'investimento, gli altri titoli negoziati sul mercato dei capitali e sul mercato monetario, gli strumenti finanziari derivati. La distinzione summenzionata è quella delineata dalla Consob, <http://www.consob.it/web/investor-education/i-titoli-di-credito>.

rientrano varie categorie di derivati, come gli swap, procede ad un'elencazione di carattere esemplificativo.<sup>92</sup>

A fronte della carenza dei dati normativi, spetta, dunque, all'interprete procedere alla ricostruzione e all'inquadramento sistematico del fenomeno.

La maniera con cui il rischio viene considerato, infatti, oltre a rilevare, come precedentemente affermato, sul profilo della qualificazione dell'operazione, rileva ai fini dell'individuazione dei rimedi concretamente esperibili dalle parti, primo fra tutti quello di cui all'articolo 1467 c.c., relativo alla risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, che, come noto, non si applica ai contratti aleatori. Si pensi, a tal riguardo, al caso di improvviso rialzo del tasso di interesse che comporti per l'investitore prestazioni ben più onerose di quelle prospettate o prevedibili al momento della conclusione dell'accordo.

Una prima impostazione, che evidenzia la corrispettività delle prestazioni, opta per la natura commutativa del contratto di IRS.<sup>93</sup> Nonostante la

---

<sup>92</sup> L'attuale elenco di contratti derivati di cui all'art. 1 comma 2 TUF, non costituisce un numero chiuso. Ai sensi dell'articolo 1 comma 2-bis TUF: « *il Ministro dell'economia e delle finanze, con il regolamento di cui all'art. 18 comma 5 individua: a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine; b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera j), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine.*»

La scelta è stata apprezzata da chi evidenzia come questi ultimi vengano prima creati dalla prassi finanziaria e solo in un secondo momento «*recepti*» nell'ordinamento. Un rigida previsione normativa avrebbe l'effetto di paralizzare l'opera creativa dell'ingegneria finanziaria e le mutevoli esigenze del mercato, e diverrebbe, in pochi anni, lettera morta. Così, V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 1133 e ss.

pluralità di tipologie sviluppatesi nella prassi, il minimo comune denominatore che accomunerebbe tutte le svariate combinazioni negoziali risiederebbe nello scambio di flussi di pagamenti, come nel caso di *interest rate and currency swap*, o nel caso di *interest rate swap e annuity swap*, o, ancora, nel caso di *double zero coupon swap*.<sup>94</sup>

Da tale rapida panoramica emergerebbe il dato comune sotteso alle diverse operazioni, ravvisabile nella corrispettività dei pagamenti reciprocamente dovuti e determinati su basi diverse per ciascun contraente.

In altri termini, secondo detta impostazione, lo scopo tipico immanente, dunque la causa del contratto di Interest Rate Swap, risiedendo nello scambio di pagamenti determinati sulla base di parametri di riferimento diversi, non potrebbe che qualificare l'operazione in termini di corrispettività.<sup>95</sup>

---

<sup>93</sup> F. CAPUTO NASETTI, *Un salto indietro di trent'anni. Lo swap equivale alla scommessa*, in *Giur. comm.*, 2014, 2, 287 e ss.

<sup>94</sup> La corrispettività verrebbe, nel primo caso, ravvisata nella previsione di un reciproco trasferimento di capitale iniziale e finale con vari pagamenti intermedi predeterminati o determinabili sulla base di precisi indici prescelti dalle parti, nel secondo, nei pagamenti periodici senza scambio di capitale iniziale e finale. Nella terza tipologia di contratto la natura corrispettiva verrebbe individuata nella previsione di uno scambio di capitale iniziale e finale senza pagamenti periodici.

<sup>95</sup> F. CAPUTO- NASETTI, *Op.cit.*, 287 e ss. Secondo l'A. « *La ragione e funzione economico sociale di questo negozio risulta essere meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico per la positiva funzione svolta nel mondo degli affari: consente una maggiore liquidità nei mercati finanziari e favorisce lo sviluppo dei commerci rendendo possibile - attraverso lo schema contrattuale - gestire il rischio di interessi e di cambio (siano essi utilizzati ai fini di copertura che a fini speculativi)*». Optano per la natura commutativa del contratto derivato anche G. GIOIA, *Il contratto di swap*, in *Giur.it.*, 1999, 2211 ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999, 190 ss.; F. CHIOMENTI, *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p. 49. Non si registrano invece contrasti in giurisprudenza che, compatta, opta per la natura aleatoria.

Non residuerebbero, inoltre, profili di incertezza nemmeno con riguardo alla persona obbligata, come viceversa avviene nel contratto aleatorio, posto che le parti si impegnano reciprocamente ai pagamenti dovuti. Risulterebbe, inoltre, facilmente superabile l'obiezione relativa all'incertezza dovuta alla fluttuazione dei tassi di cambio, o di interesse, quali fattori indipendenti dalla volontà delle parti che ben possono influenzare l'andamento economico delle pattuizioni. A tal riguardo, è noto che un certo margine di incertezza caratterizza ogni contratto a prestazioni periodiche, continuate, differite o a termine, ma una tale indeterminatezza, rientra nel margine della c.d. alea normale<sup>96</sup>, che nulla avrebbe a che vedere con quella caratterizzante il contratto aleatorio.

Sempre secondo detta impostazione, la causa del contratto non andrebbe, dunque, ricercata nello scambio di rischi, ma nella corrispettività delle prestazioni dovute. *Se una parte specula attraverso lo swap e l'altra, invece, non specula, non si vede perché lo scopo di una soltanto delle parti debba essere tale da definire il contratto come aleatorio. Del pari se uno acquista un immobile con lo scopo speculativo di rivenderlo in seguito ad un prezzo superiore nessuno suggerirebbe che si tratti di un contratto aleatorio. Il valore positivo emerge dallo scambio in se stesso o, meglio, lo scambio è il valore positivo, la ragion d'essere del contratto*<sup>97</sup>.

Se dunque, secondo tale teoria, la giustificazione causale è da individuare nella natura commutativa dell'operazione, le variazioni economiche dovrebbero sempre e comunque rientrare nell'alea normale del contratto; ma così non è posto che queste ben possono assumere, talvolta anche in

---

<sup>96</sup> Sul tema, si vedano le considerazioni di F. GAMBINO, *Alea normale e probabilità dell'evento*, in *I Maestri italiani del diritto civile: Rosario Nicolò*, a cura di N. Lipari, Napoli, 2011.

<sup>97</sup> F. CAPUTO NASETTI, *Op. cit.*, 287 e ss

chiave patologica, dimensioni abnormi e comportare anche rovinose, quanto unilaterali, perdite in capo ad una sola delle parti<sup>98</sup>. Ma anche volendo circoscrivere l'ottica alla fisiologia del rapporto, al momento della predisposizione dell'assetto negoziale sono proprio le parti, per loro libera scelta, a delineare il negozio in maniera tale da lasciare incerto, fino al momento dell'esecuzione, sia il soggetto che beneficerà della prestazione sia il quantum della stessa. D'altronde, volendo fornire una generale quanto onnicomprensiva definizione, nella categoria dei derivati rientrano tutti quei prodotti nei quali la prestazione dovuta deriva da valori ed indici sottostanti, variabili nel tempo, la cui crescita o decrescita non risulta pianificabile con precisione.<sup>99</sup> Le parti non sono assolutamente in grado di valutare e calcolare le conseguenze alle quali andranno incontro, che possono sostanziarsi in elevati guadagni quanto disastrose perdite. Pertanto, l'intrinseco carattere aleatorio della pattuizione non può che condurre, in primo luogo, all'esclusione del rimedio dell'eccessiva onerosità sopravvenuta.

Ciò che il contratto di swap condivide con quelli sottoposti alla disciplina di cui all'articolo 1467 c.c. è il carattere differito delle prestazioni ma le analogie non possono che arrestarsi a tale connotato. Difatti, sia che venga stipulato con funzione di copertura sia che invece abbia un eminente risvolto speculativo, a caratterizzare la pattuizione resta l'incertezza di quale fra i due contraenti beneficerà successivamente della prestazione il cui

---

<sup>98</sup> Come precedentemente evidenziato, lo spregiudicato impiego della leva finanziaria permette ricavi, ma anche perdite, enormi in relazione al capitale inizialmente investito. Inoltre, l'oscurità che spesso caratterizza tali strumenti assimila l'operazione più ad una dipendente dalla mera sorte che a quella ancorata alla razionale gestione e scambio di flussi finanziari.

<sup>99</sup> G. BERTI DE MARINIS, *Problemi di forma e di sostanza nella contrattazione di prodotti finanziari derivati*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2014, 12, 11099 e ss.

ammontare, si ribadisce, non può che essere determinato al momento della conclusione del contratto.

Un tale schema, ricorre, inoltre anche nel c.d. swap di interessi, con il quale le parti si impegnano al pagamento delle sole differenze fra i pagamenti reciprocamente dovuti. Nemmeno in tali ipotesi l'operazione può essere ascritta alla categoria dei contratti commutativi, poiché il valore dei pagamenti non si determina al momento della stipula del contratto, ma sarà desumibile solo alla scadenza, mediante l'applicazione dei rispettivi tassi di interesse.<sup>100</sup>

Ulteriore conseguenza che deriva dalla non assimilabilità degli swap ai contratti commutativi è l'esclusione del rimedio della rescissione. A tal riguardo, il codice civile, nello specifico al co.4 dell'articolo 1448, stabilisce espressamente la non rescindibilità per lesione dei contratti aleatori, al cui genus non può che appartenere, alla luce delle considerazioni svolte, il contratto di swap.

---

<sup>100</sup> M. INDOLFI, *Causa e autonomia privata nei contratti derivati*, in *Causa del contratto, evoluzioni interpretative e indagini applicative*, a cura di Alcaro, Milano, 2016, 205. Osserva l'A. che «*le parti scelgono, quindi, di concludere un'operazione economica in derivati, il cui regolamento contempla in se la prospettiva di un definitivo assetto di interessi determinato solo in funzione dell'andamento di parametri sottostanti, in nessun modo influenzabili dagli stessi contraenti. In tal modo l'alea permea il contratto concluso e non ha, quindi, una valenza secondaria rispetto al regolamento negoziale*». Anche la giurisprudenza opta, da tempo, per la natura aleatoria. Tale impostazione emerge anche con riguardo alle innumerevoli pronunce di nullità dell'operazione, per mancanza, unilaterale o asimmetria dell'alea. In tali termini, *ex multis*, Trib. Roma 8 gennaio 2016; Trib. Salerno 2 maggio 2013, n. 1126; App. Milano, 25 maggio 2015; Trib. Torino 17 gennaio 2014; Cass., 7 marzo 2001, n. 3272; Cass., 7 settembre 2001, n. 11495.



*1.2. (segue) La natura aleatoria. La linea di demarcazione fra tolleranza e autorizzazione quale mera scelta di opportunità del legislatore. La conferma del co. 5 dell'articolo 23 TUF*

Il contratto di swap è, dunque, quello attraverso il quale le parti, nell'attribuire un prezzo al rischio, attivano una circolazione della ricchezza del tutto estranea alle usuali regole e logiche del mercato.

Come noto, si definisce aleatorio quel contratto caratterizzato da un'alea giuridica che permea l'intero rapporto e che incide sull'attualità e sull'entità di una o più prestazioni, sull'individuazione del soggetto che ne beneficerà e di quello invece tenuto all'adempimento.

Nella prassi, i contratti di IRS possono assumere funzione di copertura, o di *hedging*, quando la pattuizione rappresenta il mezzo per limitare il più possibile il rischio sotteso ad una determinata operazione, una speculativa, o di *trading*, quando il contratto, completamente svincolato da posizioni sottostanti da coprire, rappresenta lo strumento per la realizzazione di un puro lucro, o, ancora, quella di c.d. di arbitraggio<sup>101</sup>.

Più nello specifico, nel primo caso, il contraente che sopporta il rischio trasferitogli dall'altro riceverà una ricchezza di ritorno o la protezione da un rischio uguale e contrario, mentre nel secondo caso il contratto non si caratterizza per il trasferimento di un bene o di un valore ed il rischio rileva solo per determinare il contraente che beneficerà della prestazione. Attraverso l'arbitraggio, invece, si procede alla costruzione di posizioni di

---

<sup>101</sup> Come si avrà modo di verificare nelle pagine seguenti, le operazioni di arbitraggio, soprattutto nei mercati non regolamentati, possono comportare rilevanti interferenze, in termini patologici, nel mercato delle obbligazioni o delle azioni sottostanti con pregiudizio per i risparmiatori e i sottoscrittori dei suddetti titoli. Sul punto si vedano le considerazioni del paragrafo 6.2.

acquisto e di vendita su strumenti che, sebbene equivalenti, hanno momentaneamente prezzi disallineati rispetto al reciproco valore di equilibrio. L'arbitraggista, consapevole che lo squilibrio verrà, prima o poi, corretto dall'andamento stesso del mercato, acquista la posizione sottovalutata mentre aliena quella sopravvalutata, poiché quando il correttivo interverrà, realizzerà un profitto.

Quel che immediatamente emerge è il diversificato impiego di tali strumenti, potendo essere impiegati sia per ridurre o neutralizzare un rischio sia, al contrario, per crearlo. A fronte di tale peculiarità è insorto un dibattito relativo alla riconducibilità o meno di tali forme di speculazione al gioco o alla scommessa, di cui all'articolo 1933 c.c.

Secondo una prima ricostruzione del fenomeno, l'operazione, sfuggendo a qualunque calcolabilità o razionalità si sostanzierebbe in un mero azzardo,<sup>102</sup> poiché il rischio soprattutto per quel che attiene gli swap speculativi, differentemente da quanto avviene nei contratto aleatori, viene artificialmente creato dal contratto stesso.<sup>103</sup> Quel che le parti delinearono, è, quindi, un accordo volto alla creazione di scambi appositamente costituiti per delineare un'offerta che non incontra alcun

---

<sup>102</sup> M. BARCELLONA, *Op. cit.*, 457 e ss. Sul punto, *ex multis*, in dottrina, F.M. GIULIANI, *I titoli sintetici, tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.* 1992, I, 89; A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, II, 86. Più recentemente, negli stessi termini, anche S. GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, nota a Trib. Lanciano, 6 settembre 2005, in *Giur. comm.*, 2007, 155; G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati. Contratti o scommesse*, in *Contr. e impresa*, 2009, 133 e ss.; D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Dig. Disc. priv.*, sez. civ., Agg. V, Torino, 2010, 357. La problematica è stata evidenziata anche da B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988, 620 e ss.; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, *Cit.*, 112 e ss.

<sup>103</sup> Il tratto distintivo fra il contratto aleatorio e gioco si deve a C. MANENTI, *Del giuoco e della scommessa dal punto di vista del diritto romano e moderno (in appendice C.F. GLUCK, commentario alle Pandette)* Milano, 1903, 637 e ss.

limite né rispetto al *quantum*, né con riguardo al grado di esposizione di uno dei contraenti al rischio<sup>104</sup>.

In termini opposti, rivendica la razionalità dell'alea chi assimila il contratto derivato ad una forma particolare di scommessa, non meramente tollerata dal legislatore, ma da esso autorizzata. Se da un lato, è innegabile che l'alea, o meglio le alee, vengano convenzionalmente create dal contratto stesso, queste, tuttavia, sarebbero agganciate a parametri razionali e pienamente misurabili.<sup>105</sup>

---

<sup>104</sup> M. BARCELLONA, *Op. cit.*, 477 e ss.

<sup>105</sup> Corte di Appello Milano 19 settembre 2013, in *Contratti*, 2014, 213 con nota di M. INDOLFI, *Recenti evoluzioni dell'aleatorietà convenzionale. I contratti derivati OTC come scommesse razionali*. Dalla lettura del provvedimento emerge che il giudice non distingue fra derivati di copertura e speculativi, pervenendo alla medesima conclusione per entrambe le categorie, nonostante le rilevanti differenze fra le due tipologie di operazioni in derivati. A tal riguardo, sia in dottrina che in giurisprudenza, si assiste ad un tendenziale superamento della distinzione. Detta impostazione enfatizza il generale obbligo a carico dell'intermediario alla migliore realizzazione degli interessi del cliente, a prescindere dalle ragioni, speculative o di copertura che hanno indotto quest'ultimo a contrarre. Tutti i derivati, inoltre, racchiuderebbero un'intrinseca componente speculativa, siano essi di copertura che speculativi. Così D.MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e costi impliciti*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, Pisa, 2010. Per ulteriori considerazioni, si rimanda al cap. I paragrafi 7-8.

Sul punto, si veda anche Tribunale Torino 17 gennaio 2014, in *Contratti*, 2014, 1012 e ss., Tribunale Milano, 13 febbraio 2014, n. 2145, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), Corte di Appello di Bologna 11 marzo 2014, n. 734, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Seppur con riguardo a prodotti negoziati fuori dai mercati regolamentati, recentemente Cass. 8 maggio 2014, n. 9996, ha ritenuto i derivati scommesse a rialzo o al ribasso, sottratte, per una precisa scelta legislativa, al regime di cui all'articolo 1933 c.c. Sul tema, si segnala in dottrina, *ex multis*, D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap fra banche e clienti. I contratti e le condotte*, a cura di Maffeis, in *Quaderno BBTC*, 2014, 3 ss.; dello stesso A., *I costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 648; P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, Milano, 2014, 174 e ss.

La linea di demarcazione fra tollerazione e autorizzazione risiederebbe, quindi, nella conoscibilità *ex ante* dell'operazione finanziaria mediante l'applicazione di parametri di misurabilità, possibilità invece esclusa nella scommessa, che, come più volte sottolineato, si sostanzia in un mero azzardo.<sup>106</sup>

A ben guardare, la sussistenza o meno di parametri di misurabilità varierebbe a seconda del tipo di operazione concretamente predisposta dalle parti<sup>107</sup>. Gli swap con funzione di hedging o di copertura, infatti, per la loro assimilabilità strutturale al contratto di assicurazione, possono presentare parametri tali da rendere conoscibile *ex ante* i potenziali, ma mai certi, esiti dell'operazione; al contrario quelli con funzione di trading, realizzando una pura scommessa non dissimile da quella di cui agli articoli 1933 c.c., non consentono alcuna razionale valutazione circa gli esiti.

A tal riguardo, infatti, non sembrerebbero esserci reali tratti distintivi fra la struttura della scommessa meramente tollerata e quella autorizzata, posto che in entrambi i casi le prestazioni e il soggetto beneficiario delle stesse risultano incerte sia nell'*an* che nel *quantum*.

---

<sup>106</sup> App. Milano, 18 settembre 2013. Secondo la Corte «fermo restando che gli eventi possono muoversi in un universo probabilistico e che la “probabilità” del verificarsi degli eventi costituisce un dato conosciuto dalla Banca che, proprio sulla base di esso, costruisce il prodotto, e ritenuto, non di meno, che l'alea non debba essere necessariamente simmetrica sul piano quali-quantitativo (l'investitore, purché consapevole, è sempre libero di accettare scommesse strutturate nel senso di produrre vantaggi elevati solo nelle ipotesi di accadimenti molto infrequenti) gli scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi devono, invero, essere definiti e conosciuti *ex ante*, con certezza da ambo le parti». In termini di scommessa legalizzata si esprime anche D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio- nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 4, 2016, 1096.

<sup>107</sup> Difatti, dette considerazioni non valgono gli *option* o i *futures* in quanto caratterizzati da maggiori indici di affidabilità sul mercato.

Non si comprende quali dovrebbero essere i parametri in grado di garantire una piena e razionale misurabilità dell'alea. D'altronde, anche per le scommesse meramente tollerate le parti possono, attraverso pronostici o tramite una valutazione comparativa di dati, avvicinarsi più o meno verosimilmente all'esito di un determinato evento, come avviene quando due parti scommettono sul risultato di una competizione sportiva, o ponderare l'ampiezza di un rischio, ma valutazioni di questo tipo non sembrano dissimili da quelle condotte per le scommesse autorizzate<sup>108</sup>.

La linea di demarcazione fra tolleranza e autorizzazione si sostanzierebbe, quindi, in una mera scelta di opportunità del legislatore, in virtù dell'astratta assimilabilità, soprattutto con riguardo agli swap con funzione di hedging, a quelle di cui all'articolo 1933 c.c.

A conferma di quanto sin'ora esposto v'è anche una importantissima considerazione di carattere letterale. Se così non fosse, se dunque sussistessero dei reali tratti di differenza fra la scommessa tollerata e quella autorizzata, non si comprenderebbe la ragione che ha spinto il legislatore, all'articolo 23 co. 5 T.U.F., ad escludere espressamente l'applicazione dell'articolo 1933 c.c. a tali fattispecie.<sup>109</sup>

---

<sup>108</sup> Si pensi che anche per le scommesse tollerate è possibile ricorrere a sistemi o algoritmi, ma l'esito della stessa può disattendere il dato precedentemente elaborato. Stesso meccanismo interviene al momento della costruzione di un IRS, nonché di altri derivati. Dell'algoritmo, che delinea e caratterizza il prodotto destinato ad essere immesso sul mercato, non si conoscono con certezza tutti i possibili sviluppi, che dipenderanno in gran misura dalla sorte.

<sup>109</sup> Tale ultima disposizione, nel precludere alle parti la possibilità di esercitare l'azione di gioco, determina un chiaro accostamento fra contratti derivati e contratto di gioco e scommessa, i quali, quindi, andrebbero ricondotti fra quelle tipologie negoziali a carattere aleatorio. In questi termini G. BERTI DE MARINIS, *Alea unilaterale e sindacato di meritevolezza degli interest rate swap*, in *Contr. impr.*, 2017, 3, 899 e ss. Sul punto, anche P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, *Cit.*, 200 ss. ; L. BALESTRA, *Il*

Gli IRS, quindi, sono scommesse, ma l'articolo 23 co. 5 T.U.F. è *lex specialis* che statuisce la non applicabilità della disciplina codicistica, di cui all'articolo 1933 c.c., trattandosi di scommessa pienamente autorizzata<sup>110</sup> posto che solo dalla mera tolleranza discende un regime giuridico attenuato, mentre, al contrario, dall'autorizzazione segue l'applicazione di un regime pieno che non si esaurisce nella *denegatio actionis* e nella *soluti retentio*.

Il legislatore ha, dunque, condotto *ex ante* ed in astratto, una prima valutazione di meritevolezza delle operazioni di cui all'articolo 1 TUF, la quale dovrà necessariamente essere seguita da una ulteriore, che dovrà, questa volta, essere effettuata *ex post* dall'interprete, avuto riguardo alla specifica e concreta operazione conclusa fra le parti, nonché alla funzione concretamente svolta dal prodotto.

La scommessa legalmente autorizzata, quindi, non può che sostanziarsi, al pari di qualsiasi altra meramente tollerata, in uno scambio di rischi.<sup>111</sup>

## **2. Prima panoramica sui rimedi**

La natura aleatoria del contratto di swap comporta l'esclusione dell'operatività dei rimedi quali la risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta e la rescissione per lesione. Parimenti, per chiara scelta legislativa, è da escludere l'operatività della *soluti retentio* di cui all'articolo

---

*giuoco e la scommessa nella categoria dei contratti aleatori*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2011, 665 ss.

<sup>110</sup> D. MAFFEIS, *Op. ult. Cit.*, 1099.

<sup>111</sup> Corte Appello Milano, 18 settembre 2013, in *Banca Borsa titoli di credito*, con nota di A. TUCCI, *Interest rate swaps, causa tipica e causa concreta*, 3, 2014, 285

1933 c.c. Pertanto, la legittimità dell'operazione e gli eventuali rimedi in caso di anomalia andranno ricercati altrove.

Nelle pagine seguenti si analizzeranno le diverse soluzioni prospettate dalla dottrina e dalla giurisprudenza, dalle quali in parte si prenderà le distanze. Volendo fornire una rapida panoramica, per poi tornare puntualmente su ogni impostazione nel corso della trattazione, è possibile affermare che qualora lo swap, quantomeno quello di copertura, venga congegnato in maniera tale da garantire il reciproco scambio di rischi, liberamente accettati dalle parti ed adeguato al profilo di rischio dell'investitore il problema non sussiste.

Diverso, dunque non meritevole di tutela, deve, al contrario, considerarsi il contratto che, per la maniera con la quale venga unilateralmente predisposto, non consente *ab origine* alcun margine di guadagno per uno dei contraenti. Come si dirà nel corso della trattazione, sussiste, infatti, una profonda differenza fra aleatorietà dell'investimento e rovinosità dello stesso, potendo essere ritenuto meritevole di tutela solo la prima tipologia di operazione.

Talvolta, la nullità è stata dichiarata non solo per mancanza *tout court* del contratto-quadro concluso fra investitore ed intermediario ma anche per vizi relativi alla sottoscrizione. Detta soluzione suscita, come si avrà modi di vedere nelle pagine immediatamente successive, più d'una perplessità.

Quando invece il vizio non risulti ascrivibile a un deficit di carattere formale, una parte della giurisprudenza, per lo più di merito, ancora la nullità del contratto derivato allo squilibrio dell'alea, sicché l'operazione deve ritenersi invalida non solo qualora questa sia completamente ed esclusivamente addossata al cliente ma anche tutte le volte in cui questa non risulti perfettamente ripartita fra le parti.

Un secondo orientamento giustifica la sanzione invalidante alla luce dell'irrazionalità del rischio,

mentre un terzo filone fa discendere la nullità del contratto per l'immeritevolezza di tutela dell'operazione.

Talvolta la giurisprudenza ha fatto anche ricorso, al fine di dichiarare la nullità del contratto, alla mancanza assoluta o all'indeterminatezza dell'oggetto, ma anche il tal caso, a ben guardare, il vizio dell'oggetto non può che, ancora una volta, influire e tradursi in un difetto sul versante causale. Come si avrà modi di verificare, non residuerebbero, invece, margini per dichiarare la nullità, qualora il vizio risulti invece ascrivibile fra le anomalie incidenti sulla corretta formazione del consenso. A tal riguardo, quel che si avverte è una tendenza, specie da parte della giurisprudenza, all'abuso del concetto di causa in concreto per dichiarare la nullità, ex art 1418 co. 2 c.c., di operazioni il cui vizio andrebbe sanzionato diversamente, ad esempio in termini di annullamento, o, eventualmente, ex. art 1418 co. 1 c.c.

A fortiori, non sussisterebbe, invece, alcun difetto di causa in concreto, qualora, lo squilibrio sia stato voluto e realmente conosciuto dalle parti.

Ad essere sanzionata con la nullità, sembrerebbe dover essere in primo luogo quella caratterizzata dalla totale inesistenza dell'alea, in secondo luogo, con specifico riferimento ai derivati meramente speculativi, primi fra tutti i *Credit default swap* negoziati fuori dai mercati regolamentati, c.d. CDS OTC, di cui si dirà nelle pagine seguenti, quella immeritevole di tutela ex art. 1322 c.c., in caso di mancato contenimento dell'interesse dei privati con quello di carattere generale. A tal riguardo, occorre fin da subito precisare che una visione di tal tipo, pur richiamando quella della ben nota



dottrina ispiratrice del codice civile,<sup>112</sup> non si pone in contrasto con il concetto di causa in concreto. Quel che si chiede dall'operazione atipica è che essa, nel realizzare la funzione economico individuale voluta dalle parti, non si ponga in contrasto con i principi cardine dell'ordinamento, anche di rango costituzionale e sovranazionale. Qualora, si ribadisce, l'operazione in derivati risulti conforme a tali parametri, a beneficiarne non saranno esclusivamente le parti ma il mercato stesso.

Se, quindi, da un lato, si percepisce un certo abuso del concetto di causa in concreto, dall'altro sembra evidente lo sforzo della giurisprudenza che, non potendo dichiarare la nullità sulla base della violazione di regole riconducibili a norme comportamentali<sup>113</sup>, quantunque imperative, si muove alla ricerca di un vizio sul versante della struttura, finendo, però, talvolta, per attrarre nel concetto di causa elementi che nulla avrebbero a che vedere con essa e che invece andrebbero diversamente considerati.

In altri termini, come si avrà modo di verificare, spesso il vizio del contratto, più che discendere da un deficit causale, risulta invece direttamente connesso al comportamento scorretto dell'intermediario che conosce il mercato nel quale opera e che deve, *rectius* dovrebbe, perseguire gli interessi del cliente.

---

<sup>112</sup> Naturalmente, sui vari aspetti solo accennati nel testo si tornerà, *amplius*, nelle pagine successive. Negli stessi termini, sul concetto di causa, F. ALCARO, *Causa del contratto: evoluzioni interpretative e indagini interpretative*, Milano, 2016, 193. La visione è quella di E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino 1960, 466 e ss.

<sup>113</sup> Ciò alla luce del ben noto insegnamento di Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725. Sul punto si tornerà nel cap. III.

Come è stato efficacemente sottolineato, l'intermediario assume la duplice veste di consulente e offerente,<sup>114</sup> sicché l'assommarsi di tali qualità non può che condurre, con probabilità elevata, a situazioni di conflitto di interesse<sup>115</sup>.

### **3. Primo orientamento: Il vizio di forma del contratto quadro. La mancata sottoscrizione dell'intermediario come causa di nullità. Critica**

Come già evidenziato in precedenza<sup>116</sup>, ai sensi degli articoli 23 co.1 e 3 tuf e 37 co.1, reg. Consob n. 16190 del 2007 il contratto relativo alla prestazione di servizi di investimento deve essere redatto per iscritto a pena di nullità. L'articolo 30 reg. Consob n. 11522/1998 chiarisce, inoltre, che gli intermediari autorizzati non possono prestare i loro servizi se non sulla base di un apposito contratto scritto di cui una copia deve essere consegnata all'investitore.

A tal riguardo, si ribadisce che la mancata conclusione del contratto per iscritto non potrà che comportare la nullità dell'accordo intercorso<sup>117</sup> fra le parti nonché l'invalidità di tutte le operazioni da esso discendenti e che a medesime conclusioni deve giungersi qualora l'operazione conclusa dall'intermediario non rientri fra quelle specificatamente autorizzate dal cliente.

---

<sup>114</sup> Trib. Milano, 23 marzo 2012, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 15 maggio 2013, in *www.ildirittodegliaffari.it*; App. Milano, 18 settembre 2013 cit.; in dottrina, E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001, 526, D. MAFFEIS, *la causa del contratto di Interest Rate Swap e i costi impliciti*, in *www.dirittobancario.it*

<sup>115</sup> La questione verrà analizzata *Infra* cap. III, paragrafi, 6.1 e 6.2.

<sup>116</sup> Si rimanda alle considerazioni svolte nel Cap. I, par. 2.

<sup>117</sup> Trattasi, come noto, di nullità di protezione, esperibile elusivamente dal cliente.

Come già precedentemente evidenziato, gli ordini che fuoriescono dall'oggetto delle prestazioni deducibili dal contratto quadro devono ritenersi inefficaci.

Maggiori problematiche sorgono, invece, qualora l'operazione rientri nel novero di quelle autorizzate nel contratto quadro che tuttavia risulta sprovvisto della sottoscrizione da parte della banca.

Secondo l'orientamento ormai consolidato in giurisprudenza, la mancata sottoscrizione dell'operatore bancario determinerebbe un'ipotesi di nullità posto che il requisito della forma scritta *ad substantiam* sarebbe realmente soddisfatto solo laddove emerga, anche in documenti distinti, la volontà delle parti, deducibile proprio per il tramite della sottoscrizione, di volersi vincolare a quel determinato assetto negoziale<sup>118</sup>.

Le conclusioni della Corte non sembrano, invero, condivisibili per una pluralità di ragioni.

Sarebbe, in primo luogo, elevato il rischio di strumentalizzazione del rimedio della nullità di protezione da parte dell'investitore, il quale potrebbe, in chiaro abuso del suo diritto, far valere la sussistenza del vizio a seconda della redditività o meno dell'investimento.<sup>119</sup> Detto altrimenti, un tale comportamento risulterebbe, infatti, contrario al canone di buona fede *in executivis* di cui all'articolo 1375 c.c., potendo il cliente far dipendere la validità dell'operazione a seconda della realizzazione o meno del guadagno

---

<sup>118</sup> Così Cass. 24 marzo 2016, n. 5919 e Cass. 27 aprile 2016, n. 8395. Quel che la Corte effettua è un superamento della precedente impostazione che riteneva soddisfatto il requisito della forma di cui all'articolo 23 TUF qualora l'accordo contenga la sottoscrizione del solo investitore. In questi termini Cass., 22 marzo 2012, n. 4564, Cass. Ord., 30 gennaio 2014, n. 2039; Cass., 2 luglio 2014, n. 15135 e Cass. 7 settembre 2015, n. 17740.

<sup>119</sup> Negli stessi termini S. PAGLIANTINI, *Autonomia privata e divieto di convalida del contratto nullo*, Torino, 2007, 222, secondo il quale versa in mala fede il contraente che voglia impugnare il contratto a meri fini opportunistici.

sperato. Ciò risulta tanto più vero qualora la nullità per mancata sottoscrizione del contratto quadro venga fatta valere, in ipotesi, solo per talune delle operazioni successivamente effettuate dall'intermediario.

Inoltre, e con specifico riguardo al dato letterale, pare altresì opportuno segnalare che *nessuna norma richiede una sottoscrizione contestuale, né temporale né tantomeno materiale, posto che l'art. 117 T.U.B. impone esclusivamente che le condizioni contrattuali siano pattuite per iscritto*,<sup>120</sup> sicché l'accordo può reputarsi effettivamente concluso qualora questo venga adeguatamente sottoscritto dal cliente. Diversamente opinando si correrebbe anche il rischio di paralizzare l'investimento che verrebbe così assoggettato ad inutili quanto vacui formalismi<sup>121</sup>.

Deve quindi ritenersi che ai fini del soddisfacimento del requisito di cui agli articoli 23 tuf e 117 tub risulterà sufficiente la sola sottoscrizione del cliente, unitamente alla dichiarazione di ricezione della copia del contratto.

La funzione del vincolo di forma di cui agli articoli 23 tuf e 117 tub è quella di costringere la banca o l'intermediario a stipulare per iscritto il contratto e

---

<sup>120</sup> In questi termini anche Tribunale di Padova, 4 agosto 2016, n. 2396.

<sup>121</sup> Espressione mutuata da Trib. Milano 16 novembre 2011, in *www.ilcaso.it*. A detta del giudice milanese, infatti, le “*finalità di responsabilizzazione del consenso e protezione del cliente*”, sarebbero “*pienamente realizzate quando l'investitore ha sottoscritto copia del contratto quadro e ha dichiarato di aver ricevuto copia dello stesso*”. Sul tema del formalismo si vedano in Dottrina, *ex multis*, le considerazioni di L. MODICA, *Formalismo negoziale e nullità: le aperture delle corti di merito*, in *Contratto e impresa*, 2011, 16 ss. e 30; A. BERTOLINI, *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina a tutela dell'investitore. Perequazione informativa o opportunismo rimediale*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2010, 205 ss.; E. MORELATO, *Nuovi requisiti di forma del contratto. Trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Padova, 2006, 41; S. PAGLIANTINI, *Forma e formalismo nel diritto europeo dei contratti*, Pisa, 2009, 54; E. FAZIO, *Cit.*, 2011; R. FAVALE, *Il formalismo nel diritto dei consumatori*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2012, 582 ss.; G. BERTI DE MARINIS, *La forma del contratto nel sistema di tutela del contraente debole*, Napoli, 2013.

ad includervi ogni clausola in modo che il cliente, al momento dell'adesione, sia in grado di conoscere dettagliatamente gli obblighi e i rischi a cui si espone.

Scopo della forma scritta è infatti quello di garantire la trasmissione delle informazioni fra le parti e di colmare le asimmetrie informative fra le stesse, e la sola mancanza della sottoscrizione dell'intermediario non è elemento che può far ritenere vanificata la *ratio* delle suddette disposizioni<sup>122</sup>

La sottoscrizione della lettera di mandato, unitamente alla dichiarazione di ricezione della copia, concluderebbe, dunque, il processo di formazione del consenso<sup>123</sup> e legittimerebbe l'intermediario a procedere al successivo

---

<sup>122</sup> Così Appello Venezia 28 luglio 2015, secondo il quale « *La prescrizione della forma scritta del contratto quadro relativo alle operazioni di investimento risponde non solo a esigenze di ponderazione e di certezza del rapporto, ma è soprattutto un veicolo di informazioni, in quanto finalizzata a prevenire ed eventualmente colmare deficit informativi, in funzione dell'interesse di un soggetto che l'ordinamento reputa meritevole di particolare salvaguardia per la sua posizione di contraente che necessita di peculiare tutela in ragione della asimmetria informativa che connota la sua posizione rispetto a quella dell'intermediario finanziario che del contratto quadro è autore. (...) La previsione di una legittimazione ex uno latere alla deduzione della nullità negoziale attua, nel processo il diritto del cliente al rispetto di un requisito di forma posto solo a suo vantaggio, così che nella conclusione del contratto quadro volto alla regolamentazione di operazioni di investimento tale prescrizione può ritenersi rispettata anche nel caso in cui difetti la sottoscrizione dell'intermediario finanziario, poiché la funzione della norma è diretta alla certezza che il cliente abbia manifestato la volontà di concludere un contratto che menzioni quanto la legge prevede in ordine agli obblighi dell'intermediario finanziario e ai diritti del cliente».*

<sup>123</sup> Così Cass. 24 agosto 2016, n. 17290. A tal proposito pare opportuno segnalare l'ordinanza del 7 aprile 2017 n. 10447 attraverso la quale la Prima Sezione ha trasmesso gli atti al Primo Presidente, per l'eventuale assegnazione alle Sezioni Unite, della questione, ritenuta di massima di particolare importanza, relativa al se il requisito della forma scritta del contratto di investimento esiga, accanto a quella dell'investitore, anche la sottoscrizione *ad substantiam* dell'intermediario. In attesa delle Sezioni Unite si riportano anche le conclusioni di Cass. 14 agosto 2016 n. 17290, nonché di Trib. Alessandria 27 febbraio 2017 che parimenti optano per la

acquisto dei titoli, sempre che questi risultino conformi alle esigenze del cliente<sup>124</sup>.

A tal riguardo, la fattispecie in esame potrebbe presentare tratti di affinità con la modalità di conclusione del contratto di cui all'articolo 1327 c.c. L'ordine parrebbe infatti qualificabile come proposta contrattuale di un contratto di mandato che si perfeziona con l'inizio dell'esecuzione ex art. 1327 cc<sup>125</sup>

Attraverso la ricezione e la relativa sottoscrizione del modulo d'ordine, quindi, il cliente prende, *rectius*, dovrebbe, prendere atto delle modalità di espletamento dei servizi di investimento da parte dell'intermediario e consente, di conseguenza, a quest'ultimo di procedervi.

Ugualmente, sempre in virtù della riferibilità della fattispecie allo schema di cui all'articolo 1327 c.c., non dovrebbe essere richiesta la sottoscrizione del destinatario, dunque l'intermediario<sup>126</sup>.

A tal riguardo, non sembrano condivisibili le considerazioni di chi ravvisa una generale incompatibilità fra i contratti conclusi ex art 23 TUF e 117

---

non necessarietà della sottoscrizione dell'intermediario qualora il documento contenga la frase «*prendiamo atto che una copia del presente contratto ci viene rilasciata debitamente sottoscritta da soggetti abilitati a rappresentarvi*», o altre analoghe, apposte nel modulo sottoscritto dal cliente. Sul tema della formazione del consenso e della conclusione del contratto si veda U. PERFETTI, *La conclusione del contratto, Il contratto in generale*, in *Trattato di dir. civ. e comm.*, già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, continuato da Schlesinger, Milano, II, 2016.

<sup>124</sup> Della pluralità di anomalie che possono inficiare i singoli contratti si parlerà successivamente nel corso della trattazione. Quel che in questa sede si vuole sottolineare è la non configurabilità di un vizio tanto grave quale la nullità per la sola mancanza della sottoscrizione.

<sup>125</sup> Così Trib. Firenze 18 ottobre 2005.

<sup>126</sup> Così, Trib. Novara 2 novembre 2009, in dottrina critico sul punto G. LA ROCCA, *Sottoscrizione e forma informativa nei contratti del mercato finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 13, 2 e in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

TUB con lo schema di cui all'articolo 1327 c.c. Secondo detta impostazione la caratteristica peculiare dei contratti conclusi con lo schema di cui all'articolo 1327 c.c. risiederebbe nel prevalente interesse della parte all'immediata esecuzione rispetto a quello alla ricezione della risposta, interesse che invece non si ravviserebbe e non caratterizzerebbe in contratti di borsa. Dette limitazioni sono state definite arbitrarie da chi ha, correttamente, evidenziato che lo schema di cui all'articolo 1327 c.c. può trovare applicazione anche ai contratti che presuppongono un ordine o un'autorizzazione, come avviene nel caso di incarico attribuito ad una banca per l'acquisto o il reperimento di titoli sul mercato<sup>127</sup>. La modalità di conclusione di cui all'articolo 1327 c.c. troverà, quindi, applicazione quando il prezzo è stato fissato o sta per essere fissato da terzi o dall'andamento del mercato, dall'offerente o dall'oblato.<sup>128</sup>

Né può, tantomeno, essere considerato di ostacolo all'applicazione dell'articolo 1327 c.c. il vincolo della forma scritta di cui all'articolo 23 TUF e 117 TUB. Il legislatore infatti richiede che quelle informazioni vengano veicolate tramite la forma scritta *ad substantiam*, al fine di livellare le iniziali asimmetrie fra investitore e istituto di credito, sicché è da escludere che la presenza o meno della sottoscrizione dell'istituto possa, in qualche misura, inficiare il compito che la forma richiesta dalla legge è destinata a svolgere. In altri termini, la forma deve sussistere ma al fine del raggiungimento della funzione informativa, che certamente questa non viene vanificata o acquista maggiore intensità a seconda della presenza o meno della sottoscrizione dell'istituto bancario. L'articolo 1327 c.c. opererebbe in

---

<sup>127</sup> In questi termini, R. SACCO, *Obbligazioni e contratti*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, Torino, 2008, II, 47 e ss.

<sup>128</sup> ID, *Op. ult. cit.*, 52.

tutte quelle fattispecie caratterizzate da una prestazione a carattere positivo, sussista un'ingerenza nella sfera giuridica del proponente e sia esclusa la necessità di trattative.<sup>129</sup> Tali presupposti ricorrono tutti nella dinamica che conduce alla conclusione del contratto fra intermediario e cliente. In primo luogo perché la prestazione si che chiede all'intermediario è certamente di tipo positivo, dovendo quest'ultimo procedere al reperimento all'acquisto di titoli o strumenti sul mercato, in secondo luogo, è opportuno altresì ricordare come, ancorché solo formalmente, è il cliente ad assumere la veste di proponente. Con riguardo al terzo requisito, si evidenzia che la vicenda negoziale non consta, generalmente, di una fase di trattative. Difatti è proprio l'assenza di tale fase a giustificare obblighi di informazione a carico dell'intermediario. Sempre rispetto all'impostazione che ritiene incompatibile il vincolo di forma con lo schema negoziale di cui all'articolo 1327 c.c., pare opportuna segnalare una importante eccezione contenuta nell'articolo 2 della l. n. 192 del 1998 sulla subfornitura.<sup>130</sup> Nonostante il primo comma sanzioni la mancanza della forma scritta a pena di nullità, il secondo ammette un'eccezione, considerando il contratto concluso allorquando il subfornitore inizi le lavorazioni, o le forniture, senza aver richiesto alcuna modificazione degli elementi della proposta<sup>131</sup>. Non

---

<sup>129</sup> Così R. SACCO, *Il contratto*, Cit., I, 324.

<sup>130</sup> In generale per una disamina delle problematiche connesse alla disciplina della subfornitura, si rimanda a F. PROSPERI, *La responsabilità di impresa*, in Alpa-Conte (a cura di), in *Istituzioni di diritto civile*, diretta da Alpa, Milano, 2015, 321-376; dello stesso A., *Il contratto di subfornitura e l'abuso di dipendenza economica. Profili ricostruttivi e sistematici*, Napoli, 2002; dello stesso A., *Subfornitura industriale, abuso di dipendenza economica e tutela del contraente debole: i nuovi orizzonti della buona fede contrattuale*, in *Rass. dir. Civ.*, 1999, 639.

<sup>131</sup> Riconduce la fattispecie al meccanismo dell'articolo 1327, a F. PROSPERI, *Il contratto di subfornitura e l'abuso di dipendenza economica. Profili ricostruttivi e*



mancano, quindi disposizioni con le quali il legislatore abbia inteso derogare alla regola dell'inoperatività dello schema di conclusione ex art. 1327 c.c. con il contratto formale e una tale logica parrebbe sussistere anche nelle attività di intermediazione finanziaria.

D'altronde, se così non fosse, oltre, come già evidenziato, legittimare un uso selettivo della nullità che ben si presta a situazioni di abuso del diritto, a seconda dell'esito del singolo investimento, il cliente sarebbe tenuto, in caso di mancata sottoscrizione della banca, alle restituzioni di quanto precedentemente ottenuto, trattandosi di effetto strettamente connesso alla declaratoria di nullità.

Pertanto, e più opportunamente, parrebbe opportuno rivolgere lo sguardo non tanto alla sussistenza o meno della sottoscrizione quanto alla reale idoneità del contratto quadro a realizzare un adeguato grado di informazione e consapevolezza del cliente in ordine alle operazioni e ai costi connessi alle attività finanziarie che si intende autorizzare.

Difatti, la mancata sottoscrizione da parte dell'operatore bancario non può, essere considerata, per ciò solo, causa di nullità del contratto con effetto caducante delle successive operazioni.

#### **4. Il vizio strutturale: la Causa viziata**

##### *L'alea unilaterale e quella squilibrata*

---

*sistematici, Cit.*, 101; A.M. BENEDETTI, *Autonomia privata procedimentale. La formazione del contratto fra legge e volontà delle parti*, Torino, 2002, 47; P. GALLO, *Dell'accordo delle parti*, in E. Navaretta, A. Orestano (a cura di), in *Comm., cod. civ., diretto da E. Gabrieli, Dei contratti in generale, artt. 1321-1349*, Torino, 2011, 313; in senso contrario, per tutti, U. PERFETTI, *La conclusione del contratto, Cit.*, 362 e ss.

Non sempre la singola operazione risulta meramente esecutiva di quanto precedentemente stabilito a monte. In tale ultima ipotesi, e anche qualora sia stato soddisfatto il requisito richiesto dalla legge della forma scritta *ad substantiam* nei termini sopra delineati, l'interprete dovrà procedere ad una attenta valutazione delle caratteristiche del prodotto, la compatibilità di quest'ultimo al profilo di rischio dell'investitore e della capacità di soddisfare le finalità concretamente perseguite dal cliente.

A tal proposito, e come accennato precedentemente, la giurisprudenza ha fatto largo impiego del concetto di causa del contratto al fine di dichiarare la nullità di un massiccio numero di prodotti finanziari.

Un primo filone giurisprudenziale sanziona con la nullità il contratto caratterizzato da una totale unilateralità dell'alea.

L'incidenza del rischio, il modo in cui esso si manifesta e si ripartisce, non può, infatti, non condizionare la validità del contratto.

In questo senso, le disposizioni in materia di assicurazione, che del contratto aleatorio rappresenta l'idealtipo<sup>132</sup>, possono fornire interessanti spunti di riflessione.

Come noto nelle situazioni di fisiologia negoziale, il rischio, che in un primo momento rende incerte le prestazioni e il soggetto beneficiario delle

---

<sup>132</sup> Sulla riconducibilità dello swap al contratto aleatorio di veda anche Trib. Lecce, 21 aprile 2011, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Cuneo, 14 giugno 2012, in [www.leggiditalia.it](http://www.leggiditalia.it); Trib. Salerno, 2 maggio 2013, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in [www.dejure.it](http://www.dejure.it); Trib. Milano, 16 giugno 2015, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, 177. *Contra*, Trib. Novara, 19 luglio 2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Trib. Ravenna, 8 luglio 2013, *ivi.*; Trib. Milano, 13 maggio 2016, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

stesse, viene successivamente meno determinando il soggetto beneficiario del vantaggio e quello che dovrà farsi carico delle perdite.<sup>133</sup>

L'ordinamento collega invece la sanzione della nullità qualora, ex art. 1895 c.c., il rischio abbia cessato di esistere o sia venuto meno prima della conclusione del contratto<sup>134</sup>.

Il contratto di swap, nello specifico quello di copertura, condividendo col contratto di assicurazione la natura aleatoria, non può che sottostare ai medesimi principi.

L'ordinamento non potrebbe, infatti, ammettere la validità di operazioni atipiche che trasferiscono a carico di una sola parte l'intera alea derivante dal contratto, attribuendo, al contrario, solo alla controparte profili di certa redditività dell'investimento. In tali casi, quindi, il negozio non potrebbe che essere nullo per mancanza di causa in concreto<sup>135</sup>.

---

<sup>133</sup> R. NICOLO', voce *Alea*, in *Enc. dir.*, I, Milano, 1958; G. SCALFI, voce *Alea*, in *Digesto, disc. priv.*, sez. civ., I, Torino, 1987, 253 ss.

<sup>134</sup> Va segnalato come il principio espresso dall'art. 1895 c.c. trovi una sua conferma anche nell'art. 1876 c.c. in tema di nullità della rendita vitalizia costituita in favore di un soggetto che, al momento della stipula del contratto, risulti già deceduto. In dottrina, R. SENIGALLIA, *Il vizio di alea nel contratto costitutivo di rendita vitalizia*, in *Giur. it.*, 1999, 10 ss.; D. FEOLA, *Nullità della rendita vitalizia per difetto di alea*, in *Contr.*, 1995, 388 ss.; V. FERRARI, *Art. 1985, Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, a cura di Perlingieri, Torino, 1980, 2247 s.; A. BRACCIODIETA, *Il contratto di assicurazione. Disposizioni generali*, in *Il c.c. Comm.* fondato da Schlesinger, diretto da Busnelli, Artt. 1882-1893, Milano, 2012, 141 ss.

<sup>135</sup> Così Trib. Brindisi, 8 luglio 2008; trib. Ravenna, 7 settembre 2011; Trib. Modena, 23 dicembre 2011, Trib. Salerno 2 maggio 2013 «*il contratto di swap assimilabile alla scommessa, tipico contratto aleatorio, dovrebbe presentare una componente di fortuna divisa in parti eguali fra entrambi i contraenti. Ove una suddivisione dell'alea non sia riscontrabile, (c.d. contratto aleatorio unilaterale) deve escludersi che siffatti contratti possano meritare la tutela del nostro ordinamento, in quanto troppo sbilanciati in favore del singolo contraente banca, il quale si presenta al "tavolo di gioco" con molte più possibilità di successo rispetto all'altro giocatore, per avere esso stesso dettato le regole del gioco*».

Quel che maggiormente rileva, ai fini della declaratoria di nullità, è, allora, l'immunità dal rischio per una delle parti a fronte della totale esposizione allo stesso per l'altra.

Il contratto risulterebbe affetto da nullità qualora l'alea appaia solo virtualmente ripartita fra i contraenti mentre concretamente questa risulti totalmente addossata solo su una delle parti.

A tal riguardo, deve peraltro escludersi la configurabilità di contratti aleatori unilaterali, in ragione di precisi indici codicistici, quali *l'emptio spei*, di cui all'articolo 1472 co.2 c.c., o la nullità, ex art. 1876 c.c., della rendita costituita in favore di una persona defunta, o, si ribadisce, la nullità dell'assicurazione per colpire un rischio inesistente, di cui al sopracitato art.1895 c.c.<sup>136</sup>

---

<sup>136</sup> In senso contrario F. DELFINI, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di Swap)*, in *Contr. e impr.*, 4-5, 2014, 920, nota 20, riporta Tribunale di Milano, 27 febbraio 2014, n. 2838, secondo il quale « (...) addossare il rischio ad una sola delle parti, ovvero attribuire all'altra profili certi sulla redditività futura del proprio investimento, significa creare una situazione simile a quella affrontata dalla giurisprudenza in tema di rendita vitalizia (...) (Cass. 117/1999) ». Secondo L'A. il c.d. *Credit Default Swap* (CDS), si caratterizzerebbe per un'alea unilaterale, poiché « a differenza di quelli più tradizionali, tra cui gli IRS, non prevedono uno scambi di flussi finanziari di segno opposto, regolato in via differenziale a momenti prestabiliti, ma una copertura di rischio che si traduce nell'obbligo eventuale di pagare, da parte del prestatore di protezione (*protection seller*), una somma al verificarsi dell'evento di credito considerato (ad esempio il default) in cambio dell'obbligo certo di pagare, per il beneficiario di copertura (*protection buyer*), un importo periodico (*coupon*) ». A tal riguardo, sono doverose due considerazioni. In primo luogo sembra che l'autore accosti il contratto di IRS al differenziale. Come evidenziato nel testo, l'IRS non prevede un sicuro o certo scambio di flussi a scadenze determinate, bensì lo scambio di rischi, i quali si tradurranno in consistenti guadagni o perdite per una delle parti, anche mediante lo sfruttamento della leva finanziaria. In secondo luogo, non si condivide nemmeno l'impostazione dell'A. che ravvisa nel CDS un contratto caratterizzato da alea unilaterale. Anche nel contratto di assicurazione ex art. 1882 c.c., infatti, l'assicuratore sarà tenuto al pagamento di una somma di denaro per un evento di incerta realizzazione, mentre,

I termini del problema non sembrerebbero mutare, con riguardo agli swap. Il vizio funzionale non va, infatti, ravvisato nel mancato assolvimento della funzione di copertura, bensì nell'assenza della necessaria bilateralità dell'alea, in quanto componente intrinseca del contratto. Qualora il rischio vada, infatti, a gravare esclusivamente su una delle parti, trasformando il derivato in uno strumento di negoziazione di un rischio solo apparente, non potrà che concludersi per la nullità del contratto derivato, sotto diversi ordini di ragioni<sup>137</sup>.

L'unilaterale ripartizione del rischio è, infatti, elemento idoneo a frustrare la funzione economica che il contratto risulta destinato a svolgere. In altri termini, quel che effettivamente il contratto sembrerebbe realizzare è una liberalità priva, però di spirito di liberalità<sup>138</sup>, il che dovrebbe portare a considerare il contratto invalido per difetto dell'*animus donandi*. In tali casi, l'operazione non risulterebbe sorretta da alcuna giustificazione causale, sostanziandosi in una donazione, senza, però, esserlo. Inoltre, anche volendo ritenere, per assurdo, sussistente la volontà delle parti alla conclusione di un'operazione così strutturata, ugualmente, non sembrerebbe venir meno la prospettiva invalidante, posto che in tal caso a mancare non sarebbe l'*animus* quanto la forma richiesta dalla legge.

Qualora si voglia, invece, evitare il riferimento alla donazione, non resterebbe che concludere, alla luce della generale avversione

---

al contrario, l'assicurato si obbliga mediante il versamento di un premio. Di un tal contratto, nessuno dubita della bilateralità dell'alea.

A tal proposito, sebbene l'analogia appena evidenziata, si precisa, per completezza, la profonda differenza sussistente fra il contratto di cui all'articolo 1882 c.c. da quello di CDS, poiché solo nel primo caso, infatti, opera il principio indennitario.

<sup>137</sup> Sul punto, si vedano le considerazioni recentemente svolte da S. PAGLIANTINI, *Ancora sulla "saga" dei derivati (note minime sul principio di effettività e sui c.d. vizi del XXI secolo)*, in *Nuove leggi civ.*, 2016, 817 ss.

<sup>138</sup> M. BARCELLONA, *Op. cit.*, 500, S. PAGLIANTINI, *Op. cit.*, 385 e ss.

dell'ordinamento agli spostamenti di ricchezza non sorretti da alcuna ragione giustificatrice, che operazioni così strutturate realizzino un'ipotesi di arricchimento senza causa<sup>139</sup>.

Rispetto alla maniera con la quale il rischio viene ripartito, un certo filone giurisprudenziale ritiene nullo il contratto non solo qualora lo squilibrio si sostanzi in una totale unilateralità dell'alea, ma anche nell'ipotesi in cui questa non sia stata perfettamente ripartita fra le parti. A tal riguardo, detta giurisprudenza ritiene che lo squilibrio possa effettivamente incidere sul contratto, sostanziosamente in un deficit di causa concreta, qualora le parti non risultino pienamente consapevoli di tale ripartizione.<sup>140</sup>

Il mero squilibrio del rischio, tuttavia, non può mai risultare, di per se solo, sufficiente a determinare la nullità del contratto per difetto causale. Le parti, in virtù dei principi sull'autonomia negoziale, nonché di quelli relativi alla tendenziale insindacabilità dell'equilibrio economico del contratto, sono infatti libere di modularne il contenuto nella maniera più idonea al perseguimento dei propri interessi, quindi anche mediante una diversa,

---

<sup>139</sup> M. BARCELLONA, *Op. cit.*, 500; S. PAGLIANTINI, *Op. cit.*, 385 e ss. A tal riguardo, tuttavia, come noto, la tutela ex art. 2041 c.c. ha carattere residuale e sembrerebbe non tutelare pienamente le ragioni dell'investitore il quale avrebbe esclusivamente diritto ad un indennizzo che tenga conto della diminuzione patrimoniale e comunque entro i limiti dell'arricchimento dell'altra.

<sup>140</sup> Trib. Roma, 8 gennaio 2016; Trib. Salerno, 2 maggio 2013, n. 1126; Trib. Modena, 23 dicembre 2011, in *Contratti*, 2012, 130, con nota di V. SANGIOVANNI; Trib. Milano, 19 aprile 2011, Trib. Brindisi, Trib. Salerno, 12 aprile 2007. Sul punto, Trib. Torino 17 gennaio 2014 secondo il quale il mero squilibrio delle alee assunte in un IRS non è di per se motivo sufficiente per ritenere nullo il contratto. Solo qualora tale squilibrio si accompagni ad una carenza di consapevolezza di una delle parti, quella pregiudicata dalla ripartizione dell'alea, il contratto deve ritenersi nullo. In tali termini, anche Tribunale Torino 22 aprile 2016; Trib. Milano 28 maggio 2015, n. 5914.

*rectius* squilibrata, ripartizione del rischio<sup>141</sup>. Ciò, naturalmente, a condizione che le parti realmente vogliano la diseguale modulazione delle prestazioni. Ai fini del superamento del giudizio di cui al secondo comma dell'art. 1322 c.c., il contratto dovrà risultare meritevole di tutela, ma tale meritevolezza non deve necessariamente tradursi nella verifica e nel controllo del perfetto equilibrio fra le prestazioni, che deve, al contrario, ritenersi inammissibile.

Se così non fosse, il giudizio causale diventerebbe strumento di controllo dell'autonomia contrattuale, e non di tutela degli interessi perseguiti, posto che il contratto squilibrato non può ritenersi, per ciò solo, anche immeritevole<sup>142</sup>.

L'invalidità, inoltre, quale conseguenza della squilibrata ripartizione del rischio, sembrerebbe essere fonte di un'eccessiva disparità di trattamento e severità, trattandosi di scommesse dalla struttura sostanzialmente assimilabile a quelle meramente tollerate ex art 1933 c.c., per le quali il legislatore ha previsto l'operatività del diverso regime della *soluti retentio*.

---

<sup>141</sup> Diverso è invece il caso del contratto presentante non uno squilibrio di tipo economico, bensì giuridico. Anche in tal caso, tuttavia, il legislatore prevede strumenti di tutela della cattiva ripartizione fra diritti ed obblighi solo qualora lo squilibrio risulti *significativo*, come nel caso previsto dall'articolo 33 del Codice del Consumo. Per quel che attiene lo squilibrio economico, proprio in virtù del principio dell'autonomia negoziale, il sindacato del giudice ha margini ancora più ridotti e in ipotesi del tutto eccezionali, come quello relativo alla valutazione dell'offerta di cui all'articolo 1450 c.c. o quello di cui all'articolo 1384 c.c. in merito alla riduzione a equità della penale iniqua. Per ulteriori considerazioni si rimanda alla nota 143.

<sup>142</sup> A tal riguardo, evidenzia M. LIBERTINI, *Il ruolo della causa negoziale nei contratti di impresa*, in *Jus*, 2009, 278, il pervasivo controllo dell'equità del contratto da parte della giurisprudenza che, servendosi del concetto di causa in concreto, tende alla realizzazione di un controllo della giustizia degli scambi.

Non sembra, pertanto, possibile dubitare della validità di un regolamento negoziale attraverso il quale le parti abbiano consapevolmente optato per un'asimmetrica ripartizione dei rischi.<sup>143</sup>

I termini del problema naturalmente mutano, qualora lo squilibrio sia accompagnato da un deficit sul versante del consenso. In questo caso, a mancare, più che la causa, sembrerebbe, se mai, essere l'accordo delle parti alla pattuizione così strutturata.<sup>144</sup> A tal riguardo, non è nemmeno da escludere che l'assenza di un consenso consapevolmente formato potrà, eventualmente e forse più opportunamente, rilevare sul diverso profilo che legittima la parte vittima del dolo o caduta in errore ad agire per l'annullamento del contratto.

---

<sup>143</sup> S. PAGLIANTINI, *I derivati fra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Europa e diritto privato*, 2015, 2, 308 e ss., secondo il quale «(...) l'alea del derivato, riconosciuto e protetto come scambio in se, è irrimediabilmente sconnessa visto che pretermette, in un colpo solo, due enunciati normativi, quegli degli articoli 1325 e 1933 c.c., attestanti inequivocabilmente che l'ordinamento italiano non tutela il sinallagma puro ma soltanto quello corredato di causa idonea perché ammessa dall'ordinamento in quanto degna di tutela».

Rispetto alla generale tematica del contratto squilibrato, è noto come, alla luce dell'impianto codicistico, al giudice non viene attribuito alcun potere di rimodulazione delle prestazioni dedotte *ex contractu*. Come sopra accennato, eccezionalmente, tale possibilità, sembra essere concessa dall'art. 1384 c.c., ai sensi del quale il giudice può, tenuto conto dell'interesse del creditore, procedere alla riduzione ad equità della penale manifestamente eccessiva. Anche l'istituto della rescissione ex artt. 1447 e 1448 c.c. ammetterebbe un controllo sul contenuto delle prestazioni negoziali, salvo risultare, come noto, rimedio eccezionale, operante esclusivamente nelle ipotesi in cui ricorra lo stato di pericolo o di bisogno. In tal caso, tuttavia, non è il giudice a procedere all'effettiva rimodulazione delle prestazioni, bensì il contraente avvantaggiato, che può evitare la caducazione offrendosi di riportare il negozio ad equità.

<sup>144</sup> Quel che si registra è l'abuso dell'impiego da parte della giurisprudenza, dello strumento causale per dichiarare nulle operazioni negoziali il cui vizio andrebbe invece, forse più opportunamente, diversamente sanzionato. Sul punto si ritornerà successivamente.



Quel che di tale orientamento si critica è l'eccessiva dilatazione del concetto di causa e la conseguente massiccia applicazione al fine di dichiarare nulla la pattuizione. Se per vizio causale si intendesse qualunque anomalia volta a frustrare la funzione del negozio, allora si dovrebbe giungere alla paradossale conclusione di inserire qualunque vicenda interferente con la vicenda del contratto nel concetto di causa concreta. Pertanto, anche un difetto di rappresentazione nella formazione dell'accordo, un deficit di fattibilità giuridica in un concordato prefallimentare, incidendo sulla funzione negoziale, dovrebbero essere considerati elementi frustranti la causa<sup>145</sup>.

#### *4.1. L'irrazionalità dell'alea fra causa ed oggetto*

Altra impostazione giurisprudenziale è quella che fa discendere la sanzione invalidante dalla irrazionalità dell'alea, intesa come impossibilità di calcolare la stessa per mancata indicazione, all'interno del contratto, degli elementi per il concreto calcolo del rischio.

La causa del contratto derivato, sostanziandosi nella razionale creazione di alee, sarebbe frustrata laddove non risultino chiari riferimenti agli elementi per la valutazione, *ex ante*, degli scenari probabilistici. Un tale contratto, non potrebbe risultare meritevole di tutela quando la quantità o la qualità delle alee risultino ignote ad uno dei contraenti. Detto altrimenti, il giudizio di meritevolezza potrà dirsi superato qualora il derivato realizzi uno scambio di alee razionali.<sup>146</sup>

---

<sup>145</sup> F. ALCARO, *Dogmi, problemi e profili ricostruttivi*, *Op. cit.*, 6

<sup>146</sup> In tali termini App. Milano, 30 settembre 2013 secondo il quale, indipendentemente dallo scopo di copertura o speculativo, « *In difetto di tali*

La meritevolezza del derivato, dipenderebbe, quindi dall'effettiva possibilità di determinazione e conoscibilità degli elementi che compongono il *mark to market*<sup>147</sup>, o i costi impliciti, o, ancora, il valore del derivato<sup>148</sup>.

A tal riguardo, sembra opportuno distinguere l'ipotesi in cui il *mark to market* esista, ma non sia conosciuto dall'altro contraente, da quella in cui, al contrario, l'indicatore non sia determinato o determinabile, nemmeno *per relationem*. Il c.d. *mark to market* indica, infatti, il valore che, sulla base di precisi indici e formule matematiche, il contratto derivato assume in un determinato momento storico, e la sua determinazione consente l'attuazione dei flussi finanziari previsti alle scadenze.

Se, quindi, i flussi finanziari, che rappresentano l'oggetto del contratto, non sono determinati o mancano i criteri per la concreta individuazione, il contratto dovrebbe considerarsi nullo per indeterminatezza dell'oggetto<sup>149</sup>.

---

*elementi il contratto deve ritenersi nullo per difetto di causa, poiché il riconoscimento legislativo risiede nella razionalità dell'alea e quindi nella sua misurabilità, non essendo concepibile e non meritando, pertanto tutela un negozio caratterizzato dalla creazione di alee reciproche e bilaterali, la qualità e quantità delle quali siano ignote ad uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo».*

<sup>147</sup> Per *mark to market* deve intendersi quel parametro che consente la determinazione delle prestazioni dovute alle scadenze. Qualora il valore, al momento iniziale del rapporto, risulti assestato sulla parità, questo descriverà un derivato c.d. *par* con finalità di copertura, quando invece l'indicatore risulti fin dall'inizio negativo per il cliente, c.d. *non par*, non si esclude automaticamente la meritevolezza dell'operazione, potendo delineare un'ipotesi di derivato speculativo o potendo essere controbilanciato da un c.d. *upfront*, ossia una somma per compensare lo sbilanciamento delle prestazioni erogata dalla banca in favore del cliente.

<sup>148</sup> In questi termini Corte di Appello Milano, 18 settembre 2013 che lega intimamente la meritevolezza alla razionalità dell'alea del contratto.

<sup>149</sup> Così Trib. Milano, 16 giugno 2015, il quale facendo riferimento all'irrazionalità dell'alea, conclude per la non misurabilità del rischio, che si sostanzia, appunto, in un'ipotesi di nullità per indeterminatezza dell'oggetto.

Solo in tale ultima ipotesi, infatti, sarebbe realmente coerente, sul piano sistematico, parlare di nullità o per mancanza dell'oggetto o, eventualmente, di causa in concreto, ma solo partendo dall'assunto che lo specifico atteggiarsi della causa del contratto è la premessa che conduce ad individuare un requisito aggiunto dell'oggetto.<sup>150</sup>

Nel primo caso, al contrario, il vizio sembrerebbe agire sulla corretta formazione della volontà negoziale, più che sul piano strutturale del contenuto del negozio, posto che il *mark to market* esiste, ma a mancare è la corretta e veritiera esplicazione della reale portata dello stesso che l'investitore assume mediante la stipula.

A tal riguardo, e detto altrimenti, la causa o c'è o manca, mentre la condotta infedele dell'intermediario risulta assimilabile a diverse forme di vizio.<sup>151</sup>

---

<sup>150</sup> D. MAFFEIS, *Op cit.*, 1104 e ss. La linea di demarcazione fra oggetto e causa rappresenta questione classica della trattazione civilistica italiana. A tal riguardo si rimanda a R. SACCO- G. DE NOVA, *Il contratto*, *Cit.*, I, 786; E. GABRIELLI, *Il contenuto e l'oggetto*, in *I contratti in generale*, a cura di Gabrielli, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, 2006, 689, 751; G. GITTI, *Problemi dell'oggetto*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, II, a cura di Vettori, Milano, 2006, 3; A. TUCCI, *Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2015, 2, 229.

<sup>151</sup> S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela. Quid noctis?*, *Cit.*, 383 e ss. A tal riguardo, è anche possibile la configurazione del reato di cui all'articolo 640 c.p. qualora i comportamenti dell'intermediario integrino i presupposti della norma, la quale trova applicazione per sanzionare condotte relative alla fase dinamica del rapporto, quando, mediante artifici o raggiri, si induca taluno a contrarre per ottenere un ingiusto profitto. La disciplina della truffa sembra ispirarsi ai principi di matrice civilistica relativi alla corretta formazione della volontà negoziale e al comportamento conforme al canone di buona fede, il quale deve, ex art. 1337 c.c., caratterizzare la fase che precede la stipula del contratto. La buona fede, naturalmente, deve caratterizzare tutto lo svolgimento del rapporto, compresa la fase esecutiva dello stesso, così come espressamente stabilito dall'articolo 1375 c.c. Quel che sembra rilevare ai nostri fini, è che il contraente non avrebbe concluso il contratto o l'avrebbe concluso in maniera diversa in assenza degli artifici e raggiri subiti. Sul punto, *amplius* cap. III, par. 6.1 e ss.

Come è stato efficacemente evidenziato,<sup>152</sup> v'è differenza fra incalcolabilità oggettiva dell'alea, determinante l'immeritività dello scambio, ed incalcolabilità di tipo soggettivo, che si verifica ogni qualvolta il contraente contratta senza sapere. In tali casi, l'irrazionalità non riguarda il contratto ma la scelta dell'investitore ignaro.

Non sempre, quindi, sembra cogliere nel segno quella giurisprudenza di merito che tende ad inserire indistintamente ogni tipologia di vizio nel paradigma causale<sup>153</sup>.

Parimenti, suscita più d'una perplessità l'orientamento di una parte della giurisprudenza di merito,<sup>154</sup> che connette la nullità per vizio della causa in concreto alla mancata informazione sul reale grado di rischio dell'operazione.

Più che sul terreno della causa, la mancata consapevolezza dell'investitore dovrebbe rilevare, si ribadisce, eventualmente, sul diverso profilo dell'accordo o, ancora una volta, sul terreno della corretta formazione del

---

<sup>152</sup> ID, *Op. cit.*, 386 e ss., negli stessi termini M. BARCELLONA, *Il contratto*, *Op. cit.*, 510.

<sup>153</sup> Critico sull'uso che la giurisprudenza ha effettuato del concetto di causa in concreto, V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 4, 981 e ss. Sul punto, si vedano anche le considerazioni di F. DELFINI, *Causa ed autonomia privata nella giurisprudenza di legittimità e di merito: dai contratti di viaggio ai derivati sul rischio di credito*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2013, 1367.

<sup>154</sup> Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *Contratti* 2014, 1012 e ss; nello stesso senso, *ex multis*, anche Trib. Bari, 5 gennaio 2012; Trib. Monza, 17 luglio 2012, in *Rivista di diritto bancario*, 2012, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), con nota di D. MAFFEIS, *La causa giuridica dell' Interest rate swap e i costi impliciti*, *Cit.*; App. Trento 3 maggio 2013, n.141, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); Trib. Milano 14 aprile 2011, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 2012, II, 305; Trib. Civitavecchia, 8 giugno 2011, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2012, 133 e ss., con nota di L. G. VIGORITI; Trib. Bari 15 luglio 2010, in *Contratti*, 2011, 250 e ss., con nota di G. OREFICE.

consenso dell'investitore caduto in errore o vittima del dolo della controparte contrattuale. In tal caso, il rimedio invalidante sarebbe quello dell'annullamento e non quello della nullità, posto che il deficit informativo non incide sulla struttura del contratto né sulla funzione che lo stesso risulta destinata a svolgere.

Sembra quasi che l'impostazione in esame, non potendo far discendere la nullità direttamente dalla violazione delle regole di condotta, così come chiarito nel 2007 dalle ben note sentenze gemelle della Cassazione<sup>155</sup>, ricorra all'*escamotage* della causa in concreto per sanzionare con la nullità operazioni anche caratterizzate da vizi che, a ben guardare, non inciderebbero sulla funzionalità o sul profilo strutturale del contratto, quanto piuttosto sulla corretta formazione del consenso dell'investitore.

Quel che quindi si auspica, è un ridimensionamento, da parte della giurisprudenza, dell'applicazione del concetto di causa concreta al fine di rilevare eventuali profili invalidanti altrimenti giustificabili, o fonti di altre tipologie di vizi<sup>156</sup>.

---

<sup>155</sup> Cass. Sez. Un. 19 dicembre 2007 n.n. 26274 e 26725. Rispetto alle linee guida tracciate dalle note sentenze gemelle delle sezioni unite nel 2007, la dottrina era e resta divisa. In termini critici si veda, *ex multis*, F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali*, *Cit.*, 936 e segg.; T. FEBBRAJO, *Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle sezioni unite*, *Cit.*, III, 2785 e segg.; M. MANTOVANI, *Le nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, IV, 1, Milano, 2006, 37 e segg.; Difende invece la tradizionale distinzione fra non interferenza regole di validità e comportamento, fra gli altri, G. D'AMICO, *Regole di validità e principi di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996, 68; G.B. FERRI, *Appunti sull'invalidità del contratto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1996, I, 367 e segg.; A. ALBANESE, *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, 100 e ss. Sul punto si tonerà, *amplius*, nel cap. III.

<sup>156</sup> La tendenza registrata nella giurisprudenza più recente è, come si è più volte evidenziato nel corso della trattazione, quella di porre a fondamento della

---

decisione proprio l'istituto della causa in concreto. Si segnala l'utilizzo dell'istituto anche in relazione a casi di contratti di *divident washing*. *Ex plurimis*, Cass., 2 aprile 2009, n.8038; Cass., 25 maggio 2007, n. 12235; Cass., 18 marzo 2010 n.6538; Cass., 24 luglio 2007, n.16315; Cass., 20 dicembre 2007, n.26958; Cass., 2 ottobre 2005, n. 20398 e Cass., 14 novembre 2005, n. 22932. Dette operazioni, relative alla vendita e rivendita di pacchetti azionari che, pur non comportando alcun incremento dal punto di vista patrimoniale per i soggetti che le pongono in essere, determinano, tuttavia, considerevoli vantaggi dal punto di vista fiscale, quali *minus* valenze deducibili e *plus* valenze non tassabili.

La giurisprudenza avrebbe errato nel focalizzare la propria attenzione sull'assenza di benefici economici– che la spinge ad optare per l'assenza di causa in concreto e dunque per la nullità– omettendo di considerare l'indebito vantaggio fiscale che da tali attività le parti conseguono. La nullità pertanto, e più opportunamente, sarebbe dovuta discendere dalla violazione dell'art. 1344 c.c., avendo le parti concluso i relativi contratti per eludere una norma imperativa ed ottenere così vantaggi non dovuti. Sul tema, G. MESSERI, *Trasferimento di azioni, elusione fiscale e causa in concreto*, in *Causa del contratto*, op. cit., a cura di Alcaro, 43 e segg.; A. LOVISOLO, *L'art. 53 Cost. come fonte della clausola generale antielusiva e il ruolo delle valide ragioni economiche tra abuso del diritto, elusione fiscale e antieconomicità delle scelte imprenditoriali*, in *Riv. Giur. Trib.*, 2009, 216. G. CORASANITI, *La nullità dei contratti come strumento di contrasto alle operazioni di divident washing nella recente giurisprudenza della suprema corte*, in *Dir. e Prat. Trib.*, 2006,II, 252. Critico sul tema della causa in concreto e della sua ineludibilità anche F. ALCARO, *Introduzione: Dogmi, problemi e profili ricostruttivi* in op. cit.,1 e segg.

In senso contrario, in dottrina, U. MAIELLO, *I problemi di legittimità e disciplina dei negozi atipici*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1987, I, 487; A. CATAUDELLA, *I contratti*, Torino, 2009, 186.; R. ROLLI, *Il rilancio della causa del contratto: la causa in concreto*, in *Contratto e Impresa*, 2007, 416 e ss. C.M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. comm.* 2014, 251 e ss., il quale, approva l'utilizzo che la giurisprudenza ha fatto della causa in concreto. Più in generale. Secondo l'A. l'identificazione della causa concreta nell'interesse che il contratto è volto a realizzare rende improponibile la tesi che vorrebbe cancellarla o comunque ridurne la portata. Essa, inoltre, diventa essa stessa criterio ermeneutico per l'indagine della comune intenzione delle parti, posto che per accertare cosa le parti abbiano realmente voluto occorre accertare qual è lo scopo perseguito, ossia l'interesse che il contratto è volto a realizzare. Inoltre, oltre che criterio di interpretazione, è anche criterio di qualificazione dell'operazione perseguita dai privati, poiché la rispondenza ad un determinato tipo legale o sociale richiede l'accertamento dell'interesse che il contratto è volto a realizzare.

## **5. I derivati conclusi dagli enti locali. Critica dell'orientamento che fonda la nullità sul co. 2 dell'articolo 1418 c.c.**

La tendenza della giurisprudenza ad un massiccio, e talvolta non sempre corretto impiego della causa in concreto per sanzionare operazioni negoziali altrimenti viziate, è emerso, talvolta, anche in relazione alle ipotesi in cui a concludere un contratto derivato risultasse un Comune o, più in generale, un ente locale.<sup>157</sup>

Come noto, a questi ultimi risulta preclusa la possibilità di concludere contratti aventi funzione speculativa, residuando esclusivamente quella relativa alla sottoscrizione di derivati di copertura.<sup>158</sup>

Quasi tutte le operazioni impugnate presentavano, generalmente, un *mark to market* negativo privo di *upfront* in favore dell'ente, inidoneo a delineare un'operazione con finalità di copertura quanto, piuttosto, una dal carattere fortemente speculativo<sup>159</sup>. In tali casi, secondo i giudici, il mutamento della

---

<sup>157</sup> Per una panoramica giurisprudenziale sui derivati conclusi dagli enti locali, si rimanda a Trib. Treviso, 17 luglio 2010, Trib. Civitavecchia, ordinanza 8 giugno 2011 e ordinanza 1 agosto 2011; Trib. Rimini, 12 ottobre 2010 in *Guida enti locali*, 2010, 45, 44; Trib. Milano, 14 aprile 2011, in *Banca borsa, titoli di credito*, 2012, II, 305. In senso contrario, quindi per il salvataggio del contratto, Trib. Lanciano 6 dicembre 2005; Trib. Bologna, in *Giur. Comm.*, 2010, II, 189, con nota di F. CAPUTO NASETTI, *Contratto di swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*.

<sup>158</sup> Sul punto, art. 41 l. 28 dicembre 2001, n. 448; d.m. economia e finanza 1. dicembre 2003, n. 389, art. 3; art 62 d.l. 112/2008 poi convertito con L. 133/2008. Sul punto, V. ROPPO, *Op. cit.*, nota 37, evidenzia che l'articolo 62 sia stato oggetto di impugnazione innanzi alla Corte Costituzionale per lesione delle competenze legislative regionali, questione poi rigettata dalla Corte. Evidenzia l'A. che l'estensore, nel descrivere il fenomeno della contrattazione in derivati, abbia fatto riferimento alla struttura causale del contratto e di come la finalità di copertura e quella speculativa incidano sul paradigma medesimo.

<sup>159</sup> Affinché sussista la finalità di copertura è essenziale che il derivato risulti *par*. Dalla combinazione dei valori del *cap* con quelli del *floor*, il *collar* non deve

funzione svolta dal derivato si riflette inevitabilmente sulla causa in concreto *predeterminata* dal legislatore.<sup>160</sup>

A tal riguardo, sembra preliminarmente opportuno precisare l'equivoco nel quale sembra essere caduto il giudice nell'accostare la predeterminazione astratta alla funzione concretamente svolta dal contratto. Per causa predeterminata deve intendersi, infatti, il giudizio effettuato astrattamente ed *ex ante* dal legislatore<sup>161</sup>, mentre, al contrario, la causa in concreto descrive l'interesse economico individuale, perseguito in quella data fattispecie da quelle singole parti, la cui meritevolezza risulta, eventualmente, valutabile *ex post* dal giudice ma certamente non dal legislatore.

Qualora l'operazione debba qualificarsi in termini di speculazione e non di copertura, potrebbe delinearsi un'ipotesi di nullità non ex art. 1418 co.2, ma per violazione del primo comma del suddetto articolo, posto che le norme che vietano ai comuni la stipula di derivati speculativi è imperativa. Non sussisterebbe, quindi, il *bisogno di scomodare la causa concreta e il suo preteso difetto*.<sup>162</sup>

---

presentare, quindi, indici negativi per il cliente. L'eventuale bilanciamento dell'iniziale squilibrio può avvenire mediante l'erogazione di una somma di denaro, c.d. *upfront*, in favore del cliente, *rectius*, dell'Ente. Qualora il derivato risulti c.d. *no par* o privo di *upfront*, si delineerebbe, per ciò solo, un'ipotesi di azzardo, dunque di speculazione non in linea col parametri normativi.

<sup>160</sup> Trib. Milano, 14 Aprile 2011, in *Banca, Borsa, titoli di credito*, 2012, II, 305.

<sup>161</sup> A tal riguardo, critico V. ROPPO, *Op. ult. cit.*, 982, secondo il quale « *la causa in concreto predeterminata dal legislatore è puramente e semplicemente un ossimoro! La causa in concreto è per definizione quella non predeterminata dal legislatore* ».

<sup>162</sup> ID, *Op. cit.*, 983.



Con riguardo all'ipotesi di nullità per violazione di norma imperativa, in una nota vicenda,<sup>163</sup> la sanzione invalidante è stata giustificata alla luce del mancato inserimento, nella documentazione contrattuale, delle clausole relative al diritto di recesso dal contratto, ex art. 30 co. 7 TUF, esercitabile entro sette giorni dalla conclusione dello stesso, da parte del comune. L'Alta Corte di Londra, nell'aderire alla presa di posizione delle note Sezioni Unite della Corte di Cassazione del 2013<sup>164</sup>, ritiene, infatti, l'articolo 30 del TUF norma imperativa, la cui violazione non può non comportare la nullità dell'intera operazione negoziale, nello specifico dei sette contratti di swap, a prescindere che le parti avessero assoggettato le pattuizioni alla legge inglese, utilizzando i modelli dell'ISDA. Secondo la Corte, l'inderogabilità dello *ius poenitendi* di cui al co. 7 dell'articolo 30 TUF, si desume da quanto espressamente stabilito dalla Convenzione di Roma I, nello specifico dall'articolo 3 co. 3 relativo alle obbligazioni contrattuali, mentre, al

---

<sup>163</sup> Si tratta della questione decisa dall'Alta Corte di Londra, caso n. 1456/2010 relativo ai contratti conclusi dal comune di Prato con la società Dexia Crediop. La questione risulta particolarmente significativa e degna di rilievo sotto una pluralità di profili.

<sup>164</sup> Cass. S.S. U.U. 3 giugno 2013, n. 13905. Le Sezioni Unite ribaltano il precedente orientamento di Cass. n. 2065/2012 e Cass. 4556/2012 secondo le quali la disciplina di cui al co. 7 dell'articolo 30 TUF non risulta estendibile in via interpretativa alle fattispecie non espressamente contemplate dalla norma. In questi termini, anche la Comunicazione n. DIN/ 12030993 del 19 aprile 2012 della Consob, che ugualmente optava per un'interpretazione restrittiva della norma. Sulla scia delle note Sezioni Unite, si inserisce il recente intervento normativo avvenuto con d.l. 21 giugno 2011, n.69, c.d. Decreto del Fare, poi convertito con L. 9 agosto 2011, n. 98. Nello specifico, l'articolo 56 *quater* della suddetta legge ha ampliato l'ambito applicativo dell'articolo 30 co. 6 TUF, prevedendo che « *Ferma restando l'applicazione della disciplina di cui al primo e al secondo periodo (...) per i contratti sottoscritti a partire dal 1 settembre 2013 la medesima disciplina si applica anche ai servizi di investimento di cui all'articolo 1 comma 5 lett a).* » La disciplina, quindi, troverà applicazione anche ai servizi di negoziazione per conto proprio.

contrario, la sanzione invalidante non può fondarsi sulla contrarietà del contratto al co. 6 dell'ar 119 della Costituzione.

A tal riguardo sembra opportuna qualche precisazione. Come noto, ai sensi dell'articolo 119 co. 6 della Costituzione, i Comuni, le Province, le Città Metropolitane e le Regioni possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento, con la contestuale definizione dei piani di ammortamento e a condizione che per il complesso degli enti di ciascuna Regione sia rispettato l'equilibrio di bilancio. Qualora si ritenga di inserire i contratti di swap fra le forme di indebitamento, l'operazione dovrà necessariamente rispettare i suddetti principi, desumibili dall'articolo 119 co 6 Cost. Pertanto, in caso di violazione, il contratto dovrebbe necessariamente essere dichiarato nullo per violazione di norma di rango costituzionale. Qualora si propenda, invece, per l'impostazione contraria, che esclude la riconducibilità dei derivati alle forme di indebitamento, non residuerebbero margini di rispetto di detti limiti, con la conseguenza che la nullità non potrebbe fondarsi sulla contrarietà del contratto alla norma imperativa, di rango costituzionale.<sup>165</sup>

A tal fine, è di prioritaria importanza stabilire la linea di demarcazione sussistente fra indebitamento e investimento, senza limitarsi al dato letterale

---

<sup>165</sup> Per il giudice inglese un derivato caratterizzato da un *Mark to market* negativo al momento della sua stipula non è, per ciò solo, qualificabile come operazione di indebitamento in contrasto sia con l'art. 119 della Costituzione sia con le regole di convenienza economica cui deve uniformarsi l'azione della pubblica amministrazione quando stipula un contratto derivato. Tale ipotesi non si prefigurerebbe nemmeno quando i valori di *cap* e quelli di *floor* del *collar* non risultino equivalenti. Per un'analisi della decisione, si veda G.M. DANUSSO- F. MARCHETTI, *Dexia Crediop S.p.a. vs Comune di Prato, sentenza della High Court of Justice Queen's Bench Division Commercial Court di Londra in data 25 giugno 2015 e precedenti specifici*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

ma procedendo all'interpretazione dell'effettiva *voluntas legis*, anche alla luce dei criteri, di derivazione europea, relativi al debito pubblico.<sup>166</sup>

L'articolo 3, par.17 della legge 350 del 2003, nel delineare le ipotesi di indebitamento rilevanti ex art. 119 co.6 Cost., non contemplava la sottoscrizione dei contratti derivati. Nemmeno le ulteriori modifiche apportate dall'articolo 62 d.l. 112/2008, poi convertito dalla l. 133/2008, contenevano alcun riferimento a tale forma di contrattazione. Se, dunque, si intendesse la lista delle operazioni a contenuto meramente esemplificativo, residuerebbe uno spazio di operatività del portato costituzionale anche alla contrattazione in derivati, operatività che si tradurrebbe, sul profilo civilistico, in una nullità per contrarietà a norma non solo imperativa ma di rango costituzionale; non così nell'ipotesi in cui si considerasse l'elenco di tipo esaustivo, impostazione, questa, si ribadisce, condivisa dalla Corte inglese.<sup>167</sup>

Anche volendo ritenere l'elencazione di tipo esaustivo, la problematica sembrerebbe, tuttavia, essere oggi superata proprio per effetto dell'intervento del legislatore apportante modifiche volte ad estendere l'ambito di operatività del principio dell'equilibrio di bilancio. Nello specifico, l'art. 1 co. 572, l. 174/2013 ha incluso "*l'eventuale premio incassato al momento del perfezionamento delle operazioni derivate*". Tale estensione, non può essere letta come volontà di assoggettare, come pure si è sostenuto<sup>168</sup>, al principio di equilibrio di bilancio esclusivamente tale componente. Il premio è, infatti, elemento caratterizzante l'essenza stessa del contratto derivato e va considerato, sul piano della disciplina

---

<sup>166</sup> Sulla questione, Corte Costituzionale, 29 dicembre 2004, n. 425.

<sup>167</sup> A tale conclusione giunge anche L'Alta Corte di Londra nel caso sopra richiamato.

<sup>168</sup> G.M. DANUSSO- F. MARCHETTI, *Op.cit.*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

concretamente applicabile, unitamente ad esso. Quel che risulta eventuale è solo la riscossione, in base agli andamenti e alle variazioni degli indici dedotti nel contratto stesso, ma certamente non la sua configurazione. In tal caso, quindi, sembrerebbe corretto ritenere che il legislatore, parlando di premio e non di contratto unitamente considerato, *minus dixit quam voluit*, posto che, si ribadisce, il premio è elemento strutturale caratterizzante il contratto<sup>169</sup>.

## **6. La meritevolezza e la liceità della causa: il diverso piano operativo**

Un altro filone giurisprudenziale fa discendere la nullità del contratto alla luce dell'immeritevolezza degli interessi concretamente perseguiti dalle parti. A tal riguardo, prima di procedere all'analisi dell'orientamento appena illustrato, sembra opportuna la ricostruzione dell'istituto di cui all'articolo 1322 c.c.

---

<sup>169</sup> Bisogna segnalare anche il recente ricorso, da parte degli enti locali, ad altro strumento, proprio del diritto amministrativo e non prevedente il ricorso al giudice, al fine di tutelare la propria posizione. Il riferimento è all'annullamento in autotutela della delibera legittimante la stipulazione del contratto derivato, che si traduce, sul versante civilistico, nella caducazione degli effetti del contratto sottoscritto dall'Ente. La legittimità del ricorso allo strumento dell'annullamento in autotutela è stata dichiarata dal Consiglio di Stato, sez. V, 17 maggio 2011, in *F.amm. -Cons. Stato*, 2011, 2769 e in *www.giustizia-amministrativa.it*. In tal caso, tuttavia, i giudici, più che valutare l'interesse pubblico in relazione alla violazione della, o delle norme imperative, effettuano un rimando, ancora una volta, al concetto di causa in concreto. Secondo il Consiglio di Stato: « *Il potere di autotutela (...) non è stato esercitato per sottrarsi puramente e semplicemente ad un contratto economicamente squilibrato, quanto piuttosto a causa della corretta valutazione della convenienza economica che legittimava l'operazione di ristrutturazione del debito, (...) che come tale non rientrava nella causa del contratto di swap, quanto piuttosto il suo presupposto logico giuridico* ». Critico sulla relazione intercorrente fra causa del contratto e presupposto logico giuridico, V. ROPPO, *Op.cit.*, nota 34, 979.

Dalla lettura della relazione del guardasigilli<sup>170</sup> emerge la volontà che anche gli interessi dei privati si pongano al servizio della nazione e delle istanze produttive, sia in relazione all'esercizio dei diritti soggettivi sia, più in generale, per quel che attiene l'esercizio dei poteri privati. Ciò, come noto, in relazione all'ideologia solidaristico- corporativistica del regime politico di allora. Tali interessi dunque, oltre a farsi seri e non capricciosi, dovranno risultare meritevoli di tutela, nel senso sopra illustrato<sup>171</sup>.

Da tempo la dottrina è impegnata ad individuare la portata e l'area di applicazione del concetto di meritevolezza degli interessi.

Secondo una prima impostazione, che attribuisce un ruolo marginale a tale disposizione, il sindacato di cui all'articolo 1322 c.c. risulterebbe privo di autonoma rilevanza, trattandosi di giudizio del tutto assimilabile a quello relativo all'articolo 1343 c.c.<sup>172</sup>

Sempre in tal senso, si è anche sostenuto che il 2° comma dell'art. 1322 c.c. svolgerebbe una funzione analoga a quella dell'art. 1344 c.c. che sanziona con la nullità il contratto che costituisca il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa. Secondo tale teoria, il giudizio di cui all'art. 1322 co. 2 c.c. interverrebbe qualora i privati, consapevoli

---

<sup>170</sup> Relazione al codice n. 613; art. 1322 co. 2.

<sup>171</sup> In tale ottica la causa del contratto rappresenta la funzione economica sociale. Fra i rilievi critici più noti a tale impostazione, fra gli altri, si segnala G.B. FERRI, *Tradizione e novità della disciplina della causa del negozio giuridico (dal cod. civile del 1865 al codice civile del 1942)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1986, I, 127 e ss.

<sup>172</sup> G. GORLA, *Il contratto*, Milano, 1954, I, 199 e segg.; M. COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981; G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 406 e segg.; R. CLARIZIA, v. "Contratti innominati", in *Enc. Treccani*, IX, Roma, 1988, 6 e segg.; A. GUARNIERI, v. *Meritevolezza dell'interesse*, in *Digesto*, IV ed., Sez. civ. XI, Torino, 1994, 327 e segg.; V. ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2011, 424 e segg.; C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, Milano, 2006, 202 e ss.

dell'impossibilità di concludere un contratto tipico vietato dalla legge, ne concludano un altro, di natura atipica, volto alla realizzazione del medesimo interesse perseguito dal rapporto vietato<sup>173</sup>.

Le dottrine che non riconoscono autonomia funzionale all'art. 1322 c.c. ne ravvisano, infatti, una sostanziale abrogazione tacita,<sup>174</sup> poiché la funzione si esaurirebbe nel controllo della conformità del contratto atipico alle norme imperative, all'ordine pubblico e al buon costume, già previsto dall'art. 1343 c.c.<sup>175</sup>.

Tuttavia, se così fosse, l'art. 1322 c.c. finirebbe per avere solo una funzione meramente autorizzatoria di permettere ai privati la costituzione di modelli contrattuali non coincidenti coi tipi disciplinati nel codice. Un tal compito

---

<sup>173</sup> Così R. SACCO, v. *Interesse meritevole di tutela*, in *Digesto*, IV ed. agg., 2009, 381 e ss.; Sul problema e sulla funzione speculare fra le due norme, una rivolta ai contratti atipici, l'altra a quelli tipici, P. GALLO, *Trattato del contratto*, Torino, 2010, I, 119 e segg.

<sup>174</sup> A. GUARNIERI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale del contratto*, *Cit.*, 799 e ss.

<sup>175</sup> In senso critico, è stato evidenziato come la tesi che nega rilevanza al requisito della meritevolezza degli interessi contrattuali, ammettendo il solo limite della liceità del contratto, risulti essere difficilmente condivisibile. Ciò sia alla luce della valutazione del dato codicistico, il quale distingue nettamente il profilo della liceità della causa da quello della meritevolezza degli interessi contrattuali, sia perché non sarebbe costituzionalmente orientata.

A tal proposito, l'art. 41, 2° comma della Costituzione, nel delineare i margini dell'iniziativa economica, chiarisce anche i limiti dell'autonomia privata, posto che la prima si realizza tramite la seconda. La norma dunque, distinguerebbe l'iniziativa economica meritevole, coincidente con le attività non in contrasto con l'utilità sociale e in modo da non recare danno alla dignità, alla sicurezza e alla libertà, da quella immeritevole. Così C.M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, *Cit.*, 253 e ss.

avrebbe scarsa incidenza nella sistematica del contratto, poiché non detterebbe alcuna regola particolare né al giudice né alle parti.<sup>176</sup>

Secondo la nota dottrina ispiratrice della soluzione adottata dal codice<sup>177</sup>, la sistematica da esso delineata verrebbe disconosciuta qualora si spostasse nell'art. 1322 c.c. il tema dei requisiti di cui agli artt. 1343-1345 c.c., *“poiché il diritto non può ritenersi sempre pago di ricollegare all'anormalità del negozio l'invalidità come conseguenza costante ed esclusiva che affligge lo stesso”*.

La funzione dell'art. 1322 c.c. non si esaurirebbe nel controllo della conformità del contratto a norme imperative, all'ordine pubblico e al buon costume, ma lascerebbe margini anche per la valutazione relativa alla dignità degli interessi tutelati che non siano né giuridicamente irrilevanti, dunque tali da denunciare l'assoluto difetto di causa, né apertamente illeciti<sup>178</sup>.

---

<sup>176</sup> F. GAZZONI, *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1987, I, 58 e ss., Il giudizio condotto in sede di analisi della meritevolezza dell'interesse risulterebbe, secondo detta dottrina, qualitativamente diverso rispetto a quello relativo alla liceità della causa, sostanziandosi, non nella difesa dei principi fondamentali dell'ordinamento, ma nella valutazione dell'idoneità dello strumento elaborato dai privati ad assurgere a modello giuridico volto alla regolamentazione di interessi, stante l'assenza di una preventiva opera di tipizzazione. In questa ottica sarebbe immediatamente percepibile la diversa funzione delle due norme, poiché il giudizio di cui all'art. 1343 c.c. atterrebbe alla causa, mentre quello di cui all'art. 1322 c.c. all'idoneità dello schema astrattamente ideato dai privati ad assurgere a modello giuridico.

L'A. rifiuta la concezione di meritevolezza in termini di utilità sociale, così come invece prospettata dalla dottrina tradizionale. Così, per tutti, E. BETTI, *Cit.*, 171 e segg.; più di recente, G. SICCHIERO, *Il contratto con causa mista*, Padova, 1995, 1 e ss.

<sup>177</sup> Così E. BETTI, *Op. cit.*, 190, 466 e ss.

<sup>178</sup> Così U. BRECCIA, *Il contratto in generale*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Alpa-Breccia-Lisserre, Torino, 1999, XIII, 89 e ss., secondo il quale gli interessi

Se infatti, l'interesse non meritevole coincidesse con quello proibito allora il contratto che persegue interessi non meritevoli altro non sarebbe se non un contratto nullo, per illiceità della causa. Una tal coincidenza disattenderebbe il dato desumibile dall'art. 1323 c.c., in virtù del quale le norme sul contratto in generale, dunque anche quelle relative all'illiceità della causa, già si riferiscono indistintamente a tutti i contratti, mentre l'art. 1322 c.c. riguarderebbe i soli contratti atipici<sup>179</sup>.

Sempre in chiave critica<sup>180</sup>, si è pure affermato che aderire all'impostazione che appiattisce la meritevolezza alla liceità significa fare

---

non meritevoli di tutela, ove si tenga conto di tutte le opinioni non abroganti e non riduttive, diventano l'intestazione generale di quell'insieme di problemi che si dispongono fra l'estraneità al diritto e la trasparente illiceità. Nel senso di fornire autonoma rilevanza all'art. 1322 c.c., seppur con diverse argomentazioni, anche P. PERLINGIERI, *Il diritto civile*, Napoli, 2014. Il giudizio di meritevolezza rappresenterebbe una valutazione in positivo, laddove il controllo di liceità rappresenterebbe una in negativo. Così anche C. DIONISI, *Il problema dei negozi giuridici unilaterali*, Napoli, 1972, 222 e segg.; P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, 218 e segg.; U. MAILELLO, *I problemi di legittimità e di disciplina dei negozi atipici*, *Cit.*, 493 e segg., secondo il quale l'ambito della meritevolezza è più ampio di quello della liceità poiché col primo sindacato si sanzionano anche l'eventuale assenza di un presupposto di esistenza o il contratto mortifichi interessi individuali costituzionalmente tutelati.

<sup>179</sup> U. BRECCIA, *Op. cit.*, 91; in senso contrario, dunque per l'estensione del giudizio di meritevolezza anche ai contratti tipici, P. PERLINGIERI, *In tema di tipicità e atipicità nei contratti*, in *Id.*, *il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi di diritto civile*, Napoli, 2003, 91. L'A. fa discendere tali considerazioni partendo dall'ormai acquistata distinzione fra concetto di causa e tipo, per cui ad essere soggetta alla valutazione di meritevolezza non sarà l'astratto tipo negoziale ma le concrete manifestazioni di autonomia contrattuale.

<sup>180</sup> E. DAMIANI, *I nuovi contratti finanziari*, Napoli, 2008, 6 e ss. L'A. concepisce infatti un controllo di meritevolezza anche per i contratti che, seppure non regolati, abbiano acquistato tipicità sociale, dunque non solo per gli schemi negoziali socialmente immaturi. Rileva inoltre l'A. che l'interesse non solo è richiesto per le obbligazioni di fonte contrattuale, così come espressamente stabilisce l'art. 1174 c.c., ma anche nei rapporti reali, in virtù di quanto previsto dall'art. 1027 c.c. in



dell'art. 1322 co. 2 c.c. un duplicato dell'art. 1343 c.c. Conclusione, questa, non solo inammissibile, ma del tutto insoddisfacente, che segnerebbe il fallimento dell'interprete il quale, non riuscendo a collocare in chiave sistematica la norma, muove la censura di superfluità. Pertanto i parametri che dovranno guidare l'interprete nella valutazione della meritevolezza o meno dell'assetto pattizio saranno altri e non andranno ricercati nelle norme relative alla causa<sup>181</sup>.

Sul versante giurisprudenziale, alcune risalenti pronunce sembrano allinearsi con quella parte della dottrina che non riconosce al sindacato di meritevolezza caratteri autonomi rispetto a quello relativo alla liceità della causa<sup>182</sup>.

Una delle prime decisioni che si distacca dal filone ora illustrato, ritiene che l'immeritevolezza non necessariamente derivi dalla contrarietà a norme imperative, ordine pubblico e buon costume, essendo invece sufficiente che gli interessi concretamente perseguiti dalle parti non si integrino armonicamente con la tavola di valori espressi dall'ordinamento<sup>183</sup>.

---

tema di servitù. A tal proposito, è l'esperienza delle servitù irregolari ad attestare che l'interesse, oltre che oggettivamente connaturato al fondo, può essere anche semplicemente soggettivo.

<sup>181</sup> Sulla distinzione fra causa e tipo, G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 71 e segg.; G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Napoli, 1974, 59 e segg.; F. GAZZONI, *La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed equilibrio dello scambio*, in *Riv. Dir. Civ.*, n. 6, 2012; G. PIOLA, *Atipicità del contratto e meritevolezza dell'interesse*, in *Temi*, 1976, 371. In giurisprudenza, *ex multis* e fra le più significative Cass., 19 ottobre 1998, n. 10332, in *Giur. It.*, 1999, 2264 e segg., Cass., 19 gennaio 2000, n. 1889; Cass., 8 maggio 2006, n. 10490.

<sup>182</sup> Così Cass., 13 maggio 1980, n. 3142; Più di recente, Cass., 28 gennaio 2002, n. 982; Cass., 6 febbraio 2004, n. 2288.

<sup>183</sup> Così App. Milano, 29 dicembre 1970, in *Riv. Dir. Comm.* 1971, II, 81 e segg.; con nota di G.B. FERRI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*. Il caso sottoposto all'attenzione dei giudici riguardava un patto fra una donna partecipante

In questo senso, il contratto atipico finalizzato al dirottamento di somme messe a disposizione del cliente verso forme di investimento incontrollabili, che condannano l'investitore a subire qualsivoglia pregiudizio economico, non sarebbe meritevole di tutela.<sup>184</sup>

Da tale rapida panoramica emerge il progressivo riconoscimento del ruolo autonomo che il giudizio di cui all'art. 1322 c.c. avrebbe nel sistema, la cui funzione non andrebbe ad esaurirsi nel controllo della conformità del contratto alla norma imperativa, all'ordine pubblico o al buon costume<sup>185</sup>.

---

ad una società ed il mandatario della stessa, al quale veniva garantito un corrispettivo sia a titolo di compenso del lavoro precedentemente abbandonato per assumere l'incarico, sia quale ristoro dal futuro pregiudizio che sarebbe derivato dalla futura cessazione di quest'ultimo. Ancora Cass., 23 febbraio 2004, n. 3545. Nel senso della progressiva differenziazione fra giudizio di liceità e quello di meritevolezza anche, seppur con riferimento alla fattispecie del trust, Trib. Pavia, 12 giugno 2014 secondo il quale il giudizio di meritevolezza rappresenta un *quid pluris* rispetto alla mera liceità.

<sup>184</sup> App. Salerno, 30 settembre 2009.

<sup>185</sup> Richiami alla verifica dell'idoneità dell'atto predisposto dai privati si ravvisano anche in altre norme contenute nel codice civile. Così l'art. 1379 c.c. che disciplina il patto di alienazione, valido solo se corrisponde ad interessi apprezzabili delle parti. L'articolo 1411 c.c. che ammette la stipula a favore di un terzo qualora lo stipulante ne abbia interesse. Più nello specifico, che il concetto di meritevolezza non sia stato definitivamente abbandonato, lo dimostra anche la recente previsione introdotta con L. 23 febbraio 2006 n. 51 sulla trascrizione degli atti notarili di destinazione del patrimonio ad un determinato scopo, di cui all'art. 2645 *ter* c.c. A tal proposito si evidenzia come l'espresso riferimento alla meritevolezza degli interessi, di cui al 2° comma dell'art. 1322 c.c., rappresenta una chiara scelta legislativa affinché tale strumento non venga utilizzato al sol fine di realizzare una limitazione della responsabilità patrimoniale dell'autore della destinazione, ma risponda ad una finalità selezionata. Così M. BIANCA- M. D'ERRICO- A. DE DONATO- C. PRIORIE, *L'Atto di destinazione*, Milano, 2006. L'interesse assumerebbe allora un valore morale e sociale che lo rende maggiormente meritevole rispetto a quello economico della garanzia patrimoniale dei creditori. Così M. NUZZO, *Atti di destinazione e interessi meritevoli di tutela*, in *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione. L'art. 2645 ter del codice civile*, a cura di M. Bianca, Milano, 2007, 68. Il giudizio di meritevolezza sarebbe allora strumento di bilanciamento dei valori che va al di là della semplice conformità

Sarebbe allora opportuno distinguere i contratti illeciti in quanto aventi ad oggetto attività illecite da quelli immeritevoli di tutela, in quanto lesivi di interessi di terzi maggiormente bisognosi di protezione.<sup>186</sup> Il contratto risulterebbe, quindi, conforme al parametro di cui all'articolo 1322 co.2, quando, all'interno della pattuizione la finalità pratica perseguita dalle parti si combini in maniera armonica con la tavola di valori dell'ordinamento.

Detto altrimenti, la meritevolezza di cui all'articolo 1322 co.2 c.c. non si esaurisce nella liceità del contratto, del suo oggetto o della sua causa. Secondo la relazione al codice civile, la meritevolezza è un giudizio- e non un requisito- e deve investire non il contratto in se ma il risultato con esso perseguito.<sup>187</sup>

---

dell'atto alla legge, all'ordine pubblico e al buon costume, costituendo, nei fatti, una valutazione più profonda. L'interesse meritevole consente quindi ai privati il superamento dei limiti segnati dalle norme ordinarie purché gli stessi realizzino operazioni conformi ai valori condivisi dell'ordinamento. In questo senso, A. GENTILI, *le destinazioni patrimoniali atipiche. Eseggesi dell'articolo 2645 ter c.c.*, in *Rass. Dir. Civ.*, 2007, I, 12 e ss.; M. BIANCA, *Alcune riflessioni sul concetto di meritevolezza di interessi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1, 2011, 789. In senso contrario, dunque per una sostanziale coincidenza fra giudizio di meritevolezza e di liceità, Trib. Trieste, decr. 7 aprile 2006, 539 e segg., con nota di CINQUE, *L'interprete e le sabbie mobili dell'articolo 2645 ter cod. civ.: qualche riflessione a margine di una prima (non) applicazione giurisprudenziale*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2007, I, 524 e ss.

<sup>186</sup> C.M. BIANCA, *Op. cit.*, 254. A tal riguardo, risulterebbe nullo anche il contratto concluso allo scopo di frodare un terzo. Così F. LONGOBUCCO, *Profili evolutivi del principio fraud omnia corrumpi tra contratto in frode a un terzo e contratto in danno a terzi*, in *Rass. Dir. Civ.*, 2012, 727. La valutazione di meritevolezza dovrà aver riguardo alla categoria di interessi protetti e non può mutare a seconda delle esigenze dei singoli investitori.

<sup>187</sup> Così Cass. 28 aprile 2017, n. 10509. Prosegue il Supremo Collegio evidenziando che un certo “ risultato dovrà dirsi immeritevole quando sia contrario alla coscienza civile, all'economia, al buon costume od all'ordine pubblico (così la relazione al codice, § 603, secondo cpv.). Principio che, se pur anteriore alla promulgazione della Carta costituzionale, è stato da questa ripreso e consacrato negli art. 2, secondo periodo, 4, 2° comma, e 41, 2° comma, Cost.”

Affinché dunque un patto atipico possa dirsi «immeritevole», ai sensi dell'art. 1322 co.2 c.c., non è necessario che contrasti con norme positive: in tale ipotesi sarebbe infatti di per sé nullo ai sensi dell'art. 1418 c.c.<sup>188</sup> A sostegno di quanto fin'ora affermato, sembra opportuno segnalare alcuni casi in cui la giurisprudenza ha ritenuto il patto, ancorché non in contrasto con norme imperative, con l'ordine pubblico o il buon costume, comunque immeritevole di tutela.

In primo luogo è stato ritenuto contrastante con l'effettiva realizzazione di un assetto concorrenziale del mercato, quindi immeritevole, il contratto stipulato fra farmacisti che si impegnavano a non aprire al pubblico le loro attività commerciali nel giorno di sabato,<sup>189</sup> nonché, ancora, il patto parasociale con il quale i soci firmatari si obbligavano, in occasione delle deliberazioni assembleari di nomina degli amministratori e dei sindaci, a votare in conformità alle indicazioni formulate da uno di essi.<sup>190</sup>

Ancora, è stata opportunamente ritenuta immeritevole, in quanto contrastante coi doveri di solidarietà, la clausola contrattuale che vietava la conduttore di ospitare stabilmente persone non appartenenti al proprio nucleo familiare<sup>191</sup>

La valutazione della meritevolezza degli interessi diventa, quindi, lo strumento per sanzionare regolamenti negoziali che, pur formalmente aderenti alle norme imperative applicabili, riuscivano a realizzare risultati del tutto estranei ai valori e ai principi cardine dell'ordinamento<sup>192</sup>.

---

<sup>188</sup> In questi termini, ancora Cass. 28 aprile 2017, n. 10509.

<sup>189</sup> Cass. n. 3080 dell'8 febbraio 2013, in *Foro it.*, 2014, voce *Farmacia*, 14.

<sup>190</sup> Cass. n. 9975 del 20 settembre 1995, *Foro it.*, 1995, voce *Società*, 663.

<sup>191</sup> Cass. n. 14343 del 19 giugno 2009, *Foro it.*, 2010, voce *Locazione*, 126.

<sup>192</sup> P. PERLINGIERI, *Profili istituzionali del diritto civile*, cit., p. 70; L. LONARDO, *Meritevolezza della causa e ordine pubblico*, Napoli, 1978, p. 28 ss. Dalla panoramica giurisprudenziale appena effettuata emergono diverse ipotesi che

In un'altra recente decisione<sup>193</sup>, sebbene relativa ad altre tipologie di prodotti, la Corte di Cassazione sembrerebbe, da un lato, recuperare il ruolo autonomo che l'articolo 1322 c.c. svolgerebbe all'interno del sistema, dall'altro, attribuire ad essa un' inedita centralità nella valutazione dei contratti finanziari. La decisione, inoltre, non effettua alcun richiamo alla nullità del contratto per vizio della causa in concreto,<sup>194</sup> ma definisce l'operazione immeritevole e, conseguentemente, e per ciò solo, inefficace.

Per superare il giudizio di meritevolezza l'autonomia privata dovrà, pertanto, essere esercitata in modo corretto e ragionevole<sup>195</sup>, senza porsi in maniera distonica coi principi cardine dell'ordinamento giuridico<sup>196</sup>, il quale

---

fanno propendere la giurisprudenza per l'immeritevolezza della pattuizione. A titolo esemplificativo, non supera il vaglio di cui al co.2 dell'articolo 1322 c.c. il patto volto all'attribuzione ad una delle parti di un vantaggio ingiusto e sproporzionato, quello attraverso il quale una delle parti viene messa in posizione di indeterminata soggezione nonché l'accordo contrario ai valori solidaristici di rango costituzionale.

<sup>193</sup> Cass., 15 febbraio 2016, n. 2900, con nota di M. MUSSUTO, *L'immeritevolezza del contratto finanziario c.d. for you*, in *Giur. It.*, 2017, 1, 54 e ss.

<sup>194</sup> Sull'ormai assimilata distinzione fra causa in astratto e causa in concreto, *ex multis*, Cass., 14 settembre 2012, n. 15449; Cass., 31 marzo 2011, n. 7472; Trib. Torino, 17 gennaio 2014; Trib. Ravenna, 8 luglio 2013; Trib. Bari, 15 luglio 2010. In dottrina, si segnala il recentissimo studio di M. INDOLFI, *Causa e autonomia privata nei contratti derivati*, *Cit.*, a cura di Alcaro, 194 e ss.

<sup>195</sup> A tal proposito, M. BARCELLONA, *Op. cit.*, secondo il quale la causa più che un elemento strutturale costituisce un tipo di giudizio volto ad accertare sia la corrispondenza del contratto ad un modello di organizzazione patrimoniale razionale o ragionevole, sia l'attitudine di quel dato contratto, in concreto, alla realizzazione di tale forma di organizzazione. Sul punto, anche S. MAZZAMUTO, *A proposito del libro di Mario Barcellona "della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza"*, in *Eur. Dir. Priv.*, 2015, 2, 471 e ss.

<sup>196</sup> Secondo l'impostazione di C.M. BIANCA, *Op. cit.*, 253 e ss., occorre dare all'art. 1322 c.c. un'interpretazione costituzionalmente orientata e considerare immeritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico gli interessi che contrastano con l'utilità sociale perché il contratto non deve essere socialmente dannoso. In termini di dannosità sociale anche Cass., 7 ottobre 2008, n. 2476.

se da un lato offre tutela ai prodotti frutto della creatività del mercato, dall'altro risponde all'esigenza di protezione degli investitori o, più in generale, della parte debole del rapporto. Ciò tuttavia, non deve portare a ritenere coincidente il controllo di meritevolezza con quello, da ritenersi inammissibile, relativo alla giustizia del contratto o alla convenienza a vincolarsi a quel determinato assetto pattizio.

Sussiste infatti una profonda differenza fra aleatorietà, che caratterizza le operazioni di borsa, e rovinosità delle stesse.

A tal riguardo, e ancor più nello specifico, pare opportuno evidenziare che sussiste una profonda differenza fra rovinosa ripartizione del rischi e dei guadagni e la semplice alea squilibrata.

In tale seconda ipotesi, infatti, la nullità per vizio o mancanza di causa in concreto, non sembrerebbe trovare giustificazione tutte quelle volte in cui la disomogenea ripartizione del rischio sia frutto di una libera scelta delle parti. In caso contrario, la causa finirebbe per assurgere a strumento di controllo dell'autonomia privata che, al contrario, non può essere sottoposta a limitazioni diverse rispetto a quelle espressamente stabilite dalla legge. Qualora, invece, lo squilibrio non risultasse essere il frutto della libera determinazione della volontà delle parti, questo, si ribadisce, non intaccherebbe profili di struttura ma di corretta formazione dei processi volitivi, comportando, se del caso, l'annullamento del contratto ma certamente non la nullità.

Diversa è, invece, l'ipotesi di contratto immeritevole, che si verifica allorquando l'arricchimento trovi la propria giustificazione nella distruzione economica dell'altra parte. Come si avrà modo di considerare approfonditamente nelle pagine seguenti, non essere considerato meritevole

di tutela il contratto attraverso il quale una parte trae ingenti benefici dal fallimento o dal dissesto economico dell'altra.

Comincia quindi a farsi più chiara la portata dei due diversi giudizi, quello di meritevolezza da un lato e quello di liceità dall'altro.

Se, infatti, da una parte, il giudizio di cui all'articolo 1343 c.c. effettua valutazioni relative all'unilateralità dell'alea che, se riscontrata, determina la nullità del contratto per una carenza sul versante causale, quello di cui all'articolo 1322 co. 2 c.c. valuta, dall'altra, il rapporto di meritevolezza dell'assetto pattizio coi valori cardine dell'ordinamento giuridico<sup>197</sup>.

L'alea unilaterale riguarderebbe disturbi genetici del sinallagma, mentre l'immeritevolezza profili di anomalia della funzione attribuita al sinallagma<sup>198</sup>

Ciò qualora il contratto si pone in maniera distonica non solo coi principi interni di rango costituzionale, quali l'articolo 2, 3, 41 Cost., ma anche dei valori sovranazionali della concorrenza e del mercato. Pertanto il contratto di swap reputato meritevole di tutela concorrerà alla delineazione di un mercato finanziario efficace, competitivo e integrato<sup>199</sup>.

---

<sup>197</sup> A tal riguardo, si riportano le considerazioni di G. BERTI DE MARINIS, *Alea unilaterale e sindacato di meritevolezza negli interest rates swap*, *Cit.*, 911, secondo il quale « I due controlli, infatti, non sembrano sovrapponibili e, pur incidendo entrambi sull'elemento causale dell'IRS, riguardano due profili distinti: l'unilateralità dell'alea determina una carenza di causa all'interno di un contratto che, come sopra detto, è aleatorio; l'assenza di meritevolezza si estrinseca invece nel dissenso che l'ordinamento esprime verso determinate negoziazioni, in quanto non in grado di partecipare attivamente ad una fisiologica evoluzione dell'ordinamento ».

<sup>198</sup> In generale, sul tema della distinzione fra disturbi genetici e funzionali del sinallagma, si veda F. SANTORO PASSERELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2012, 185; G. SCALFI, *Corrispettività e alea nei contratti*, Milano, 1960, 49 e ss; G. AMADIO, *Inattuazione e risoluzione: la fattispecie*, in *Trattato del contratto*, a cura di Roppo, v. Rimedi, Milano, 2008, 8 e ss.

<sup>199</sup> Detto obiettivo è stato perseguito a più riprese dal legislatore europeo. Di rilievo è la direttiva 2004/39 CE, meglio nota come MiFid, alla quale è seguita la direttiva

La meritevolezza, quindi, esprimerebbe il rapporto di sintesi fra interessi concretamente perseguiti dalle parti con i valori e i principi primari dell'ordinamento. Un tale assunto non si pone in contrasto con la concezione di causa in termini di funzione economica individuale né segna un ritorno alla funzione economico sociale attribuita alla stessa.

Quel che infatti l'Ordinamento esigerebbe è l'armonizzazione della funzione economico individuale perseguita dalla parti tramite quella data operazione con la tavola di valori dell'ordinamento giuridico unitamente considerato<sup>200</sup>.

L'art. 1322 c.c. esprimerebbe, dunque, il principio secondo il quale non tutti gli interessi dei privati possono essere protetti, ma solamente quelli che non risultino in contrasto con l'ordinamento<sup>201</sup>.

Tale disposizione, inoltre, si porrebbe a presidio dei contraenti, in special modo quello più debole, quale è l'investitore non professionale o il risparmiatore.<sup>202</sup>

---

2006/73 CE, entrambe recepite nel nostro ordinamento nel 2007 con d.lgs. 17 settembre 2007 n. 164.

<sup>200</sup> Che il controllo di meritevolezza debba orientarsi sugli interessi concretamente perseguiti dalle parti ormai anche Cass. Sez. Un. del 17 febbraio 2017, n. 4224, in *NGCC*, 2017, 9, 1205, con nota di A. M. GAROFALO, *Meritevolezza degli interessi e correzione del contratto*.

<sup>201</sup> Così F. GAZZONI, *Op. cit.*, 69

<sup>202</sup> F. GALGANO, *Le obbligazioni in generale, il contratto in generale, i singoli contratti, gli atti unilaterali e i titoli di credito, i fatti illeciti e gli altri fatti fonte di obbligazioni, la tutela del credito*, in *Tratt. Dir. Civ.*, II, Padova, 2009, 2011 e segg. A tal proposito l'A. fa riferimento al caso di trasferimento della proprietà di un bene di ingente valore senza che il contratto preveda alcun corrispettivo. In tal caso non si avrà luogo a vendita, per mancanza del prezzo, né potrà parlarsi di donazione, per la quale sono previsti precisi requisiti di forma. Le parti avranno dunque concluso un contratto di trasferimento della proprietà atipico a titolo gratuito, nullo poiché nessun interesse meritevole di tutela può giustificare il trasferimento in assenza di spirito di liberalità. Sarebbe dunque evidente la funzione di protezione del contraente debole che ha subito la prepotenza altrui accettando una clausola che imponeva il trasferimento a titolo gratuito. Sul tema



6.1. (segue) l'alea e la (im)meritevolezza degli *interest rate swap* con funzione di *trading*. Ancora sul diverso piano di operatività degli artt. 1343 e 1322 co. 2 del codice civile

A tal riguardo, le operazioni che suscitano maggiori perplessità sono, in primo luogo, gli *Interest Rate Swap* (IRS) aventi funzione speculativa o di *trading*.

Come già evidenziato in precedenza, in tale ipotesi la ricchezza circola sulla base di un mero azzardo, una scommessa pura, lontana dalle logiche che regolano i mercati e gli scambi<sup>203</sup>.

Generalmente un investimento potrà avere esiti sia positivi che negativi ma una tale incertezza non incide negativamente sul tessuto causale ma anzi lo caratterizza. Nulla di tutto questo si riscontra in talune tipologie di prodotto. Un IRS speculativo non è finalizzato alla copertura di un rischio, come avviene in uno swap con funzione di *hedging*, ma alla creazione artificiale dello stesso. Una tale operazione, su null'altro si basa e in nient'altro trova giustificazione logica se non nella patologica dinamica della *mors tua vita mea*, della reciproca distruzione economica<sup>204</sup> del tutto configgente coi valori dell'ordinamento<sup>205</sup>.

---

della tutela del contraente più debole, S. RODOTA', *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969; P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Cit, *passim*; F. DI MARZIO, *Contratto illecito e disciplina del mercato*, Napoli, 2011; S. GUADAGNO, *Squilibrio contrattuale: profili rimediale e intervento correttivo del giudice*, in *Nuova Giur. Comm.*, 2015, 744 e ss.; G. VETTORI, *Autonomia privata e contratto giusto*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2000, 21 e ss.; E. DEL PRATO, *Ragionevolezza e autonomia negoziale*, in *Rass. dir. civ.*, 2012, 2, 618.

<sup>203</sup> M. BARCELLONA, *Op. cit.*, 586 e ss.

<sup>204</sup> G. BERTI DE MARINIS, *Op. ult. Cit.* 913, Secondo l'A « Il mercato, inteso come sistema fisiologico di scambi, è luogo in cui gli interessi contrapposti

Appare evidente, soprattutto in tali ambiti, che il contratto, ancorché astrattamente rispondente ai requisiti richiesti dalla legge- primo fra tutti l'alea, non potendo le parti sapere *ex ante* chi beneficerà della prestazione-realizzi, di fatto, una funzione immeritevole di tutela, perché genera ricchezza da disfunzioni sistemiche o, come si avrà modo di verificare per alcuni prodotti, attraverso il *default* dell'altra parte. In tali casi, si ribadisce, l'immeritevolezza non deriva dall'assenza dell'alea, che potrebbe anche sussistere, ma dalla ragione che genera la ricchezza, ossia l'annientamento economico non solo dell'altro contraente<sup>206</sup>, ma anche, come pure può

---

(richiesta di denaro/volontà di investire) si incontrano, ma puntando alla realizzazione di un effetto condiviso che, se raggiunto, soddisfa tutte le parti interessate, e non può essere trasformato»; nel senso dell'immeritevolezza del contratto di IRS speculativo, anche, diffusamente, R. DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, 308 ss. Insiste sulla pericolosità dei derivati e sull'esigenza di stimolare gli intermediari ad adottare ed implementare sistemi efficienti di organizzazione interna che permettano una adeguata valutazione dei rischi B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. it.*, 2009, 1693 ss. e, spec., 1705.

<sup>205</sup> Sulla necessità che anche il mercato si muova in conformità dei valori di rango costituzionale, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, 471 ss.

<sup>206</sup> Come si avrà modo di considerare nelle pagine che seguono, nonostante il CDS *naket* sia riconducibile al *genus* del contratto di assicurazione, in quanto caratterizzato dall'alea circa la realizzazione o meno del c.d. *credit event*, questo non supererebbe il vaglio di meritevolezza degli interessi, sostanziosamente l'operazione in un formidabile veicolo di propagazione di rischi e di dissesti. Al riguardo, R. TAROLLI, *Il fallimento dei mercati e i suoi antidoti: la proposta di regolamento CE e i sistemi di controparte centrale*, in *Riv. dir. bancario*, 2, 2012, 1. Secondo l'A.: « (...) i derivati di credito creano una fitta e invisibile rete di "mutue dipendenze", capace in presenza di fenomeni anche isolati di insolvenza di determinare pericolose emorragie in danno di un numero potenzialmente infinito di soggetti ».

avvenire ed è avvenuto in alcuni casi alla luce degli effetti dirompenti di taluni prodotti, dell'intero sistema finanziario, che giunge al collasso<sup>207</sup>.

Pertanto, non sembrerebbero poter trovare legittimazione nel nostro ordinamento quegli IRS con funzione speculativa, né quelli che solo apparentemente realizzino la funzione di copertura ma che invece si sostanziano in una pura quanto generalmente rovinosa scommessa.

Alla luce di tali considerazioni, deve ritenersi che l'esclusione delle norme sul gioco e la scommessa, di cui all'articolo 23 tuf, si riferiscano esclusivamente agli swap che abbiano superato il giudizio di meritevolezza<sup>208</sup>, non potendo l'ordinamento attribuire alcuna tutela alla

---

<sup>207</sup> Ci si riferisce, ma sul punto si tornerà nel paragrafo seguente, ai rovinosi effetti derivanti dalla crisi dei mutui *subprime* del 2008.

<sup>208</sup> Critica l'attuale formulazione dell'articolo 23 TUF *ex multis* G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati. Contratti o scommesse?*, in *Contr.impr.*, 2009, 1135 e ss. Sul punto è sorto un vivace dibattito in giurisprudenza poi culminato nell'orientamento attuale che non attribuisce rilievo alla distinzione fra funzione speculativa e di copertura, trattandosi di elementi che cadono non nella causa ma nei motivi. Sinteticamente, in una prima fase, sotto il vigore dell'ormai abrogata l. 1/1991, c.d. legge Sim, due sentenze del Tribunale di Milano, rispettivamente del 4 novembre 1993 e del 26 maggio 1994, relative ad un *domestic swap* e a un *interest rate swap*. Secondo detta giurisprudenza «*il contatto in esame non corrisponde obiettivamente ed in concreto ad una causa che giustifichi la piena tutela delle ragioni di credito, dovendosi piuttosto qualificare come ipotesi di "scommessa"*». In questa direzione anche Coll. Arb. 19 luglio 1997. Successivamente Trib. Milano, 20 febbraio 1997, secondo il quale «*l'intento di speculazione appartiene alla sfera interna dei motivi che nulla hanno a che vedere con la causa del negozio in senso tecnico-giuridico*». Di questo avviso anche Cons. Stato, 10 maggio 1994, n. 525; Trib. di Milano, 11 maggio 1995; Trib. di Torino, 10 aprile 1998; App. Milano, 26 gennaio 1999; Trib. Torino, 27 gennaio 2000 e Trib. Milano, 3 aprile 2004; Trib. Milano 9 febbraio 2012; Tribunale di Milano, 23.6.2014, n. 8332; Tribunale di Milano, 22.12.2014, n. 15269; Trib. Milano, 16 giugno 2015 secondo il quale «*la componente aleatoria è intrinseca alla natura del derivato, il quale può definirsi una "scommessa" legalmente autorizzata e caratterizza sia il derivato con finalità di copertura sia quello con finalità speculative*».

parte che voglia far valere una pretesa fondata sulla ingiustificata distruzione economica dell'altra parte con probabili conseguenze sistemiche. Come è stato efficacemente affermato, all'interno di un mercato salubre, l'operatore non può operare come mero allibratore.<sup>209</sup>

Inoltre, per ogni soggetto vincente nei nebulosi mercati dei derivati OTC corrisponde una pluralità di soggetti dei titoli sottostanti economicamente distrutti. Ciò appare ancora più evidente con riguardo ai *Credit Default Swap naked*, c.d. CDS naked OTC, le cui peculiarità rendono opportuna una trattazione autonoma nelle pagine che seguono.

---

Di segno opposto, sono invece le decisioni Trib. Lanciano 2005 e Trib. Bergamo, 4 maggio 2006 che negano protezione giuridica a derivati « *se stipulati con fini puramente speculativi, al di fuori di detta funzione legata all'attività imprenditoriale in virtù della loro « assimilabilità alla scommessa»;* dello stesso avviso anche Trib. Monza, 14 giugno 2012; Trib. Lucera, 26 aprile 2012 secondo il quale « *i contratti derivati, stante il loro carattere di atipicità, possono essere accettati dall'ordinamento solo se sono meritevoli di tutela e (...) solo il fatto che essi perseguano un obiettivo di riduzione dei rischi fa affermare la loro meritevolezza di tutela ed impedisce di ritenerli privi di causa».*

Meritevole di attenzione risultano App. Milano, 18 settembre 2013 e Trib. Torino, 17 gennaio 2014. Se da una parte le decisioni optano per la riferibilità delle negoziazioni in derivati alle scommesse, dall'altra negano l'applicabilità dell'eccezione di gioco, trattandosi di scommessa legalmente autorizzate.

<sup>209</sup> G. BERTI DE MARINIS, *Op. ult. Cit., passim.*

6.2 (segue). *L'immeritevolezza dei crediti default swap naked. Ulteriore dimostrazione del diverso piano di operatività del giudizio di cui all'articolo 1343 c.c. rispetto a quello ex art 1322 co 2 c.c.*

I *credit default swap*, c.d. CDS, sono titoli *over the counter*, ossia scambiati fuori dai mercati regolamentati, che dunque non soggiacciono alla medesima disciplina dei titoli standardizzati<sup>210</sup>.

Trattasi di titoli altamente rischiosi, la cui circolazione è spesso registrata esclusivamente sulla contabilità dell'intermediario e risultano, il più delle volte, privi sia di garanzie sul rischio, a fronte dell'assenza di un controllo centrale, sia di sistemi di compensazione.

In un tale mercato, solo accidentalmente la negoziazione può assumere i connotati della standardizzazione, trattandosi di piazze che ammettono una piena libertà delle forme.<sup>211</sup>

Il basso tasso di standardizzazione fa sì che il contratto debba essere sottoposto al vaglio di meritevolezza di interessi di cui al co.2 dell'articolo 1322 c.c.,<sup>212</sup> sebbene presenti, almeno nella sua formulazione iniziale,

---

<sup>210</sup> Il primo CDS è stato stipulato fra *JP Morgan* e la *European Bank for reconstruction and development* nel 1997.

<sup>211</sup> L. SCIPIONE, *Le distorsioni strutturali dei credit default swap e il rischio di controparte. Ripercussioni sulla stabilità dei mercati e spunti per una revisione della normativa*, in *Dir. banca e del merc. Finanziario*, 2, 2016, 285. L'autore evidenzia che a fronte di una maggiore libertà di movimento fanno da contraltare, oltre ad un ben maggiore rischio, una liquidità di mercato fortemente limitata, trattandosi di negoziazione "uno a uno" e costi di transazione sensibilmente alti.

<sup>212</sup> *Ex multis*, A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculativa*, *Cit.* 83, R. GIRINO, *I contratti derivati*, *Cit.*, 16, F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, I, 612; M. BARCELLONA, *Della causa*, *Cit.*, 481. Per G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir., priv.*, 2009, 3 ss, dello stesso A. *Il contratto alieno*, Torino, 2010, si tratterebbe non di semplici contratti atipici ma di veri e propri contratti alieni. In giurisprudenza, fra le altre, Trib. Torino, 14 gennaio

elementi di analogia sia con il contratto di assicurazione sia con la fideiussione<sup>213</sup>.

A tal riguardo un CDS<sup>214</sup> prevede, nella sua formulazione di base, che un soggetto, c.d. *protection seller*, o venditore di protezione, si impegni al pagamento di una somma di denaro nei confronti di un *protection buyer*, ossia un compratore di protezione, qualora si verifichi un certo evento di credito, c.d. *credit event*, generalmente l'insolvenza di un terzo soggetto,

---

2014 che definisce il contratto di swap come “*un contratto nominato ma atipico in quanto privo di disciplina legislativa (ovvero solo socialmente tipico), a termine, consensuale, oneroso e aleatorio*” la cui finzione si individua “*nella copertura di un rischio mediante un contratto aleatorio con la finalità di depotenziare le incertezze connesse ai costi dei finanziamenti oppure, in assenza di un rischio da cui cautelarsi, in una sorta di scommessa che due operatori contraggono in ordine all’andamento futuro dei tassi d’interesse*”.

<sup>213</sup> Con riguardo alla fideiussione, il CDS condivide la funzione di contenimento del rischio e null’altro, posto che non si configura alcuna solidarietà in capo al *protection seller* in caso di verificarsi del *credit event* relativo all’obbligazione originaria e che il negozio fra il *protection seller* e il *protection buyer* non presenta carattere accessorio rispetto al credito a monte. Rispetto al contratto di assicurazione, condivide la funzione di copertura dal rischio. Il premio pagato è infatti assimilabile a quello versato a fronte della garanzia di indennizzo. Sul punto, F. CAPUTO NASETTI, *I contratti derivati di credito - il credit default swap*, in *Banca Commerciale Italiana, Collana Ricerche*, 1997; Il cds sintetico differisce dal contratto di assicurazione perché, a differenza di quest’ultimo, non si basa sul principio indennitario. In questi termini F. DELFINI, *Cit.*, 927. Come si avrà modo di constatare nel testo, in caso di realizzazione del *credit event* le somme che verranno rimosse dallo scommettitore non hanno funzione di indennizzo, posto che il verificarsi dell’evento dà luogo a guadagni maggiori rispetto a quelli che si sarebbero ottenuti senza la realizzazione del rischio dedotto in contratto.

<sup>214</sup> Tali prodotti sono stati protagonisti della crisi dei mutui *subprime* del 2008. I *protection seller* avevano infatti continuato a vendere protezioni nonostante l’altissima rischiosità delle posizioni garantite, alla luce dei giudizi, poi rivelatisi infondati, di solidità e affidabilità attribuito dalle agenzie di rating. Una volta scoppiata la bolla speculativa, i CDS hanno generato perdite a effetto domino, alla luce della loro libera negoziabilità e trasferibilità.

c.d. *reference entity*. Dall'altra parte il *protection buyer* acquista la protezione tramite il pagamento di un importo periodico, c.d. *coupon*<sup>215</sup>.

In altri termini il *protection seller* assume il rischio di insolvenza della *reference entity* che senza la stipula del CDS avrebbe dovuto sopportare il *protection buyer*.

La vicenda traslativa, ossia quella relativa allo scambio del rischio dietro protezione, potrà poi articolarsi in una serie potenzialmente infinita di trasferimenti.

A differenza di quanto avviene nell'ipotesi di cartolarizzazione di cui alla l. 130/1999, ad essere oggetto della vicenda circolatoria non è il credito, che viene trattenuto, ma esclusivamente il rischio di insolvenza ad esso connesso.

Il linea teorica, il prezzo del CDS dovrebbe essere proporzionale allo spread del valore sottostante, sicché all'aumento del prezzo del CDS dovrebbe desumersi un maggior rischio insolvenza, o default, dell'emittente il bond sottostante<sup>216</sup>

Tali prodotti si definiscono *covered*, qualora sia finalizzati alla copertura di un rischio di credito esistente o *naked*, ossia scoperti, e i problemi di validità

---

<sup>215</sup> Generalmente, i CDS quotati in termini di premio annuo sono calcolati in percentuale sul valore nozionale dell'obbligazione sottostante. Il premio, che può essere corrisposto sia alla stipula del contratto mediante *up front* o tramite pagamenti periodici, dovrebbe coincidere con lo *spread* creditizio. Spiega il meccanismo di individuazione del premio, *ex multis*, L. SCIPIONE, *Cit.*, 286, note 15-16. A tal riguardo, ed in linea di principio, proprio perché il prezzo si individua in base allo *spread* di riferimento, se il prezzo del CDS è inferiore rispetto allo *spread*, il *bond* sottostante risulta maggiormente appetibile sul mercato, perché il rendimento offerto è maggiore del rischio incorporato nel prodotto.

<sup>216</sup> Nella pratica, tuttavia, e come si avrà modo di considerare, quasi mai sussiste allineamento fra valore del CDS e *spread* obbligazionario, a causa di talune manovre speculative in grado di innescando panico nei mercati. Manovre di questo tipo risultano infatti possibili a fronte del diverso grado di liquidità che caratterizza i CDS e i mercati obbligazionari.

dell'operazione si acquisiscono, qualora creino essi stessi il rischio su cui scommettere.<sup>217</sup>

In tali casi l'emittente non è in alcun caso bisognoso di protezione e crea sia il rischio sia il soggetto che deve garantirlo, trasferendo poi il titolo c.d. sintetico agli investitori terzi. Pertanto uno speculatore potrà liberamente scommettere sul default di un'emittente pur non possedendo i bond sottostanti di quest'ultimo.

Ancorché il legislatore inserisca indistintamente tali forme di negoziazione fra gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1 co.2 lett. h) del TUF, la norma andrebbe, più opportunamente ed in via interpretativa, riferita esclusivamente ai prodotti *covered*, mentre non rientrerebbero nell'elencazione contenuta all'interno della disposizione quelli *naked* per una pluralità di ragioni.

In primo luogo perché nel primo caso sussisterebbe, almeno formalmente, un interesse giuridico all'adempimento della prestazione a monte per la quale si richiede protezione dal rischio insolvenza, interesse che invece manca qualora il derivato sia scoperto.<sup>218</sup>

In tale ultimo caso, l'operazione non verte sulla distribuzione di rischi esistenti, ma di alee arbitrariamente ed irrazionalmente adottate dalle parti<sup>219</sup>, niente affatto bisognose di protezione ma guidate da meri umori di

---

<sup>217</sup> Così F. DELFINI, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di swap, Cit., 924.*

<sup>218</sup> In questi termini ancora F. DELFINI, *Cit.*, 927.

<sup>219</sup> Sul punto si vedano le conclusioni di D. MAFFEIS, *Contratti derivati, Cit.*, 358, secondo il quale «nessuno sa come apprezzare il derivato, come attribuirgli un valore, posto che non esiste un mercato (liquido ma in verità non esiste un mercato e l'unica controparte possibile è la stessa controparte del cliente nel rapporto in corso».



carattere speculativo. Il contratto risulterebbe, quindi, totalmente privo di causa meritevole di tutela e non potrebbe che essere considerato nullo.<sup>220</sup>

A tal proposito, sembra opportuno sottolineare che la titolarità del bene da proteggere comporta la necessaria individuazione di limiti legati al grado di esposizione al rischio di quest'ultimo ed il prezzo che viene dato al rischio esprime una valutazione di carattere razionale; al contrario la richiesta di protezione per una *res* che non si possiede, nonché l'interesse alla copertura di un rischio che viene artificialmente ed arbitrariamente creato, non incontra limiti né con riguardo al prezzo né rispetto al numero

---

<sup>220</sup> In questi termini, E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi. Fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in *Quaderno swap tra banche e clienti*, 2014, 143. A riguardo, F. DELFINI, *Cit.*, 926, efficacemente evidenzia che « (...) siamo in presenza di di pura speculazione, siamo cioè nella medesima situazione di una scommessa sui cavalli del gran premio di Ascot (...)».

Che la funzione del CDS possa solo essere quella di copertura, sembrerebbe essere confermato dalla Relazione della Consob *I principali prodotti derivati – Elementi informativi di base*, ed. Ottobre, 2012, 19. Nella relazione la Consob individua due concrete modalità operative che originano i flussi di pagamento in caso di realizzazione del *credit event*- che generalmente, si ribadisce, si identifica nel default o nell'insolvenza dell'emittente l'obbligazione o il bond sottostante-. Nello specifico, è possibile che a) i pagamenti avvengano mediante la corresponsione, da parte del *protection seller*, del valore nominale o quello contrattualmente definito dello strumento finanziario oggetto del CDS al netto del valore di mercato, c.d. *recovery value*. Conseguentemente il *protection buyer* cessa il versamento dei pagamenti periodici;

b) il *protection seller* proceda alla erogazione del solo valore nominale o quello dedotto in contratto a fronte della cessazione dei versamenti periodici e del contestuale obbligo, in capo al *protection buyer*, di restituzione del c.d. *reference asset* sottostante. Secondo la Consob quindi, elemento essenziale della vicenda circolatoria, è la disponibilità del titolo sottostante. Come si vedrà *infra* nel testo, diversamente opinando, non sussisterebbe alcuna ragione meritevole di tutela che giustifica la circolazione della ricchezza, e, come noto, l'ordinamento non ammette la validità di vicende traslative prive di idonea causa giustificatrice, posto che la ragione che spinge allo scambio è una scommessa non dissimile da quella i cui all'articolo 1933 c.c., ma che, per di più, le parti sono spinte a concludere, per lo meno una, nella speranza che il dissesto avvenga, con tutto ciò che esso comporta anche in termini di potenziale tracollo sistemico.

potenzialmente indefinito di compratori di protezione<sup>221</sup>. Una tale situazione non può che generare disordini ed anomalie nel mercato delle quali risentirà la stessa collettività.

Bisogna infatti considerare l'inevitabile interferenza fra andamento dei CDS e mercato obbligazionario sottostante. Nello specifico, l'aumento delle quotazioni dei CDS si ripercuote sul tasso di *spread* delle obbligazioni, quindi sul rendimento dei titoli degli investitori.

Bisogna altresì considerare, alla luce dell'alto tasso di opacità dei mercati dei CDS, la possibilità di manovre fraudolente finalizzate alla realizzazione dell'inadempimento, posto che il *default*, dunque la situazione di patologia, può procurare maggiori benefici del fisiologico adempimento.<sup>222</sup>

---

<sup>221</sup> Secondo E. BARCELLONA, *Contratti derivati meramente speculativi, fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, *Cit.*, 55, la formazione delle premio di un derivato speculativo, non essendo legato al bisogno di copertura dell'assicurato ed ai vincoli dell'assicuratore, fuoriesce dalle condizioni che, invece, allineano il premio assicurativo al dispositivo di formazione dei prezzi ed alla razionalità che gli è propria.

<sup>222</sup> Secondo L. AMADEI, S. DI ROCCO, M. GENTILE, R. GRASSO, G. SICILIANO, *I credit default swap. Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, in *Discussion papers Consob*, [www.consob.it](http://www.consob.it) « una possibilità per incidere sul mercato dei titoli di Stato è quella di porre in essere manovre di tipo speculativo basate sulla vendita allo scoperto di titoli pubblici e sull'acquisto di CDS; la vendita dei titoli pubblici amplifica i timori di insolvenza e dunque porta ad un aumento delle quotazioni dei CDS che, a loro volta, inducono un'ulteriore caduta del corso dei titoli pubblici; lo speculatore potrà quindi chiudere la posizione con profitto vendendo i CDS ad un prezzo più alto e riacquistando i titoli ad un prezzo più basso. Un'altra possibilità è quella di acquistare CDS "nudi" a prezzi sempre più elevati (quindi superiori al valore "teorico" che esprime un mercato efficiente), sperando di innescare comportamenti imitativi da parte degli altri operatori (cosiddetto *herding behaviour*), creando un eccesso di domanda di protezione; i prezzi dei CDS incomincerebbero a salire e quindi lo speculatore potrebbe poi chiudere la posizione con profitto. Chi acquista CDS nudi facendone salire i prezzi potrebbe generare un segnale informativo destabilizzante o una situazione di vero e proprio panico fra gli altri operatori, che cercheranno di ridurre l'esposizione verso l'emittente in questione vendendo i relativi titoli o acquistando anche essi CDS ».

Quando il rischio si realizza, le conseguenze andranno a ripercuotersi, in primo luogo sui venditori di protezione, che dovranno erogare cifre abnormi, nonché, ed ecco le dirompenti ricadute sistemiche, sui risparmiatori o sugli investitori che hanno sottoscritto l'obbligazione sottostante e che hanno un interesse contrario a quello degli scommettitori del CDS, ossia quello che il default non si realizzi.

Il giudizio di meritevolezza di cui all'articolo 1322 co2 c.c. non potrà, allora che avere esito negativo. Tali prodotto introducono l'azzardo puro all'interno dei mercati<sup>223</sup> che invece si basano su criteri di razionalità e, *coperti dall'abito apparente della merce, ingenerano relazioni seriali che interessano fasce sempre più estese di risparmiatori.*<sup>224</sup>

L'operazione risulta infatti direttamente configgente, oltre che col canone di buona fede che deve guidare le parti in ogni fase della dinamica contrattuale, con i principi cardine dell'ordinamento, ossia quelli di cui all'articolo 2 Cost., da cui la buona fede discende<sup>225</sup>, nonché con quanto stabilito dall'articolo 41 Cost. che, nell'affermare la libertà dell'iniziativa

---

A tal riguardo, si segnala l'esperienza della crisi valutaria del 1992, in cui la speculazione, anche tramite derivati, riuscì a incidere sulle quotazioni della Sterlina e della Lira, determinandone la fuoriuscita dallo SME, con tutte le ricadute che poi seguirono, prime fra tutti quelle per i sottoscrittori dei mutui in ECU.

<sup>223</sup> Se della scommessa di cui all'articolo 1933 c.c. condivide l'azzardo, da essa si distacca con riguardo alla modalità dei pagamenti. Nella dinamica di cui all'articolo 1933 c.c. il pagamento avviene spontaneamente e ed una volta dissolta l'incertezza sull'esito della gara o della competizione, mentre in uno CDS i pagamenti avvengono nel corso del rapporto, a scadenze prestabilite, prima dell'eventuale verificarsi del *credit event*. Ciò significa che per un derivato con funzione di *trading* non torna a trovare applicazione il disposto dell'articolo 1933 c.c., trattandosi di negoziazione immeritevole e dunque nulla.

<sup>224</sup> Così M. BARCELLONA, *Op. Cit.*, 483

<sup>225</sup> S. RODOTA', *Cit.*, 3 e ss; P. PERLINGIERI, *Mercato solidarietà e diritti umani*, in *Rass. dir. civ.*, 1995, 84 ss; dello stesso A. *Norme costituzionali e rapporti di diritto civile*, in *Rass. dir. civ.*, 1980, 109; *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, 2<sup>a</sup> ed. Napoli, 1991, 150 ss.

economica privata, nega che questa possa svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana<sup>226</sup>.

Se quindi si ritiene di dover pretendere per la non meritevolezza dei CDS speculativi, con particolare riguardo a quelli *naked*<sup>227</sup>, ciò non vuol dire che quelli aventi funzione di copertura siano automaticamente meritevoli per il solo fatto di avere un astratto interesse giuridico all'adempimento, sicché anche per tali prodotti bisognerà procedere alla verifica di cui al co.2 dell'articolo 1322 c.c.<sup>228</sup>

---

<sup>226</sup> Significativa è, a tal riguardo, la scelta del legislatore tedesco che ha introdotto il divieto, sebbene temporaneo, di CDS nudi su tutti i titoli di Stato denominati in euro negoziati in mercati regolamentati tedeschi. Nello specifico, il divieto è articolato in tre distinti atti regolamentari della Bafin, in vigore fino al 31 marzo 2011.

<sup>227</sup> L'acquisto di CDS *naked* è una delle modalità per ottenere una *short selling*, ossia una posizione corta. Una *short selling* prevede una vendita di azioni senza che però queste siano ritenute in portafoglio, facendo affidamento sulla possibilità di acquistarle successivamente, prima della consegna al compratore ad un prezzo maggiore rispetto a quanto versato per l'acquisizione, realizzando così un profitto. Una variante, consiste nella presa in prestito dei titoli per poi restituirli al momento dell'abbassamento dei prestiti. Dal settembre del 2008, la pratica ha subito forti limitazioni perché in grado di determinare forti distorsioni del mercato, come il crollo dei prezzi dei titoli.

<sup>228</sup> Come si avrà modo di considerare nel corso del capitolo successivo, le valutazioni non possono prescindere dal comportamento concretamente avuto dall'intermediario, che generalmente opera in situazione di conflitto di interessi. D'altronde, le evidenti ricadute pratiche che da un mercato così oscuro ed illiquido posso discendere, anche su vasta scala, non sono sfuggite alle Autorità Europee che hanno predisposto apposti reporting di vigilanza. Un tale flusso informativo potrebbe infatti consentire alle Autorità di valutare l'effettivo peso dell'attività speculativa in CDS e delle posizioni corte rispetto al volume complessivo delle transazioni sul mercato obbligazionari. Fra gli interventi più significativi, si ricorda il Regulation on short selling and certain aspects of Credit Default Swaps, del 15.9.2010; Review of the markets in financial instruments directive, 18.12.2010, da ultimo, Consultation Paper On the evaluation of certain elements of the Short Selling Regulation, European securities market Authority, ESMA70-145-127, 7 luglio 2017. Con Reg.

Come già affermato precedentemente, il controllo di meritevolezza deve quindi essere effettuato anche sugli swap aventi funzione di copertura. Solo all'esito di tale valutazione sarà possibile verificare se il contratto persegua interessi non configgenti coi valori dell'ordinamento. Una volta esperito tale controllo sarà possibile procedere alla verifica dell'alea del contratto, dunque alle valutazioni relative alla struttura.

### **7. L'immeritevolezza e la nullità. Distinzione nei presupposti, identità nella sanzione: il vizio insanabile che colpisce *ab origine* il contratto**

A questo punto della trattazione, non è possibile prescindere dall'analisi del rapporto intercorrente fra la non meritevolezza di tutela e la nullità del contratto.

In altri termini, sembra opportuno chiedersi se, posto che il sindacato di meritevolezza di tutela costituisce valutazione a se stante, la conseguenza sia l'inefficacia o la nullità, come pure potrebbe sostenersi<sup>229</sup>. In tal ultimo caso, l'invalidità sarebbe stretta e diretta conseguenza della violazione di

---

U.E.236/2012, si vieta inoltre, l'acquisto di CDS *naked* su titoli di stato di paesi dell'eurozona e i detentori di tali titoli hanno dovuto procedere alla liquidazione entro il 1 novembre 2012. Se dunque, da un lato, appare apprezzabile l'intervento del legislatore europeo relativo ai CDS nudi su Titoli di Stato, dall'altra le problematiche restano per le altre tipologie di CDS *naked*, come quelli stipulati sui titoli bancari.

A tal riguardo, si segnala la decisione presa dalla Consob, alla luce dell'articolo 23 Reg U.E. 236/2012 sulle vendite allo scoperto, di vietare, sino al 19 gennaio 2016, la vendita allo scoperto di azioni MPS.

<sup>229</sup> In questo senso si riporta la decisione di Trib. Campobasso, 20 settembre 2007 secondo la quale va dichiarato nullo, perché immeritevole di tutela, ai sensi dell'art. 1322 c.c., il contratto finanziario atipico attraverso il quale l'istituto bancario realizza un lucro certo mentre solo il risparmiatore è esposto a rischi ed interessi particolarmente gravosi del capitale.

una norma imperativa, ossia del co. 2 dell'art. 1322 c.c.<sup>230</sup>, ovvero riconducibile alla mancanza della causa ex art. 1418 co.2 c.c., potendosi assimilare la causa c.d. immeritevole di tutela ma non illecita alla mancanza di una causa giuridicamente rilevante<sup>231</sup>. Solo in tal senso dunque, verrebbe riconosciuto un controllo giudiziario sull'uso che i privati fanno della propria autonomia contrattuale. Per i contratti atipici alla valutazione in negativo, relativa alla non contrarietà dell'operazione alla norma imperativa, all'ordine pubblico e al buon costume, di cui all'articolo 1343 c.c., se ne accosterebbe un'altra, di tipo positivo, per accertare se gli interessi delle parti sono meritevoli di tutela.<sup>232</sup>

---

<sup>230</sup> Si delineerebbe un caso di nullità c.d. virtuale, ai sensi del co.1 dell'art. 1418 c.c.

<sup>231</sup> Così F. GALGANO, *Il contratto*, Padova, 2010, 145 e ss. Secondo l'A. il giudizio di meritevolezza di cui all'art. 1322 co. 2, c.c. attiene alla causa in astratto ed è, per i contratti atipici, valutazione sostitutiva di quella effettuata, per i contratti tipici, dal diritto oggettivo. Secondo altra impostazione, il giudizio di meritevolezza deve svolgersi, non già avuto riguardo alla causa in astratto, ma rispetto alla funzione concreta che quel determinato contratto va a realizzare. Così A. CATAUDELLA, *I Contratti*, Torino, 2009, 206 e segg. Nello stesso senso, G. PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970, 177 e ss., secondo il quale la nullità del contratto per illiceità della funzione deve discendere da una valutazione della funzione concreta che il contratto è volto a realizzare. Pertanto la valutazione della meritevolezza dell'interesse, di cui al co. 2 dell'art. 1322 c.c. si riferirebbe non già alla causa in astratto, bensì a quella in concreto. Seppur per una diversa fattispecie, ossia quella relativa alla validità della clausola c.d. *claims made*, recentemente, Cass., Sez. un., 8 maggio 2016, n. 9140 sono intervenute dichiarando, in astratto, la non vessatorietà della clausola in questione, precisando tuttavia che la stessa potrà essere dichiarata nulla o vessatoria qualora, da una valutazione in concreto, la stessa risulti o immeritevole o attributiva di un significativo squilibrio fra diritti ed obblighi a carico del consumatore.

<sup>232</sup> F. GALGANO, *Op. ult. cit.*, 145. La giurisprudenza più risalente, in ossequio alla ben nota dottrina di G.B. FERRI, *Ancora in tema di meritevolezza dell'interesse*, in *Riv.Dir. Comm.*, 1979, I, 8 tendeva a pronunciarsi, in merito alla validità del contratto atipico, constatando esclusivamente la mancata violazione di norme di legge.

Alcune decisioni espressamente optano per la sanzione della nullità qualora il contratto o la clausola predisposta dai privati risulti immeritevole di tutela. Più nello specifico, in un caso, la Cassazione ha dichiarato la nullità della clausola di non riducibilità della penale eccessiva perché immeritevole *ex art. 1322 co. 2 c.c.*<sup>233</sup> Parimenti, viene giudicata nulla, perché immeritevole di tutela la clausola di inversione del rischio nel leasing<sup>234</sup>.

In un caso peculiare, seppur estraneo alla materia dei derivati ma utile per le determinazioni di principio e di portata generale contenute nella decisione, relativo al contratto atipico di trasferimento di un giocatore di calcio, la Corte rileva che, benché le violazioni delle norme dell'ordinamento sportivo non configurino un'ipotesi di violazione di norme imperative, le stesse incidono necessariamente sulla funzionalità del contratto medesimo, vale a dire sulla sua idoneità a realizzare un interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico, posto che l'inosservanza di tali norme non può non riflettersi sulla validità di un contratto concluso fra soggetti comunque assoggettati alle regole dell'ordinamento statale<sup>235</sup>.

Per tale ragione si potrebbe ritenere non tanto che il contratto è immeritevole, bensì che è nullo il contratto immeritevole.

A tal riguardo, la sussunzione del negozio nell'ambito o fuori dall'ambito del contratto meritevole di tutela è giudizio di diritto<sup>236</sup> e la definizione del

---

<sup>233</sup> Cass., 29 settembre 2006, n. 21066, in *Mass. Foro It.*, 2006.

<sup>234</sup> Così Cass., 1 ottobre 2004, n. 19657.

<sup>235</sup> In questo senso Cass., 23 febbraio 2004, n. 3545, in *Guida al Dir.*, 2004, 27, 20.

<sup>236</sup> Sul punto, ancora, Cass., 30 settembre 2015, ord. n.19559. La Corte rileva, inoltre, come il vaglio di meritevolezza degli interessi perseguiti in concreto dai paciscenti nella stipula di un contratto atipico deve avere ad oggetto la causa concreta.

perimetro di legalità dei contratti provenienti dalla prassi dei mercati ha, infatti, al pari della rilevanza officiosa della nullità, un rilievo pubblicistico di carattere generale<sup>237</sup>.

In questa prospettiva l'art. 1322 c.c. assumerebbe, con riguardo ai contratti finanziari o intrinsecamente collegati ad un indice di rischio, un'autonoma ed innovativa funzione all'interno del sistema e non si riempirebbe di contenuto solo mediante il richiamo ad altre norme, prima fra tutte quelle relative alla causa.

Se, allora, la dichiarazione di immeritevolezza non può che comportare un'inefficacia originaria insanabile non resta che chiedersi quali siano i rapporti intercorrenti fra l'invalidità e l'inefficacia del negozio.

Come noto, a diverse situazioni di patologia che possono affliggere il contratto corrisponde un diverso trattamento sul piano sanzionatorio<sup>238</sup>.

Non sempre tuttavia il negozio inefficace è invalido. Le parti infatti possono, ad esempio, apporre al contratto una condizione sospensiva che impedisca la produzione degli effetti fino al verificarsi di un evento futuro ed incerto. Viceversa gli effetti fino a quel momento prodottisi possono venir meno per l'avveramento della condizione risolutiva<sup>239</sup>.

La mancanza di effetti andrà dunque valutata diversamente a seconda che derivi da deficienza intrinseca, o da circostanze estrinseche.

In caso di deficienza intrinseca, dunque di invalidità, è impedita la produzione degli effetti, mentre, al contrario, risulta semplicemente

---

<sup>237</sup> Sul punto, Cass., Sez. un., 4 settembre 2012, n. 14828.

<sup>238</sup> Sul tema della violazione del contratto si veda, fra gli altri, L. BARCHIESI, *Tecniche di conservazione e tecniche di adeguamento del contratto nei Principi di diritto europeo dei contratti*, in AA.VV., *Violazione del contratto. Danni e rimedi*, Milano, 2003, 253 ss.

<sup>239</sup> Così come è ugualmente inefficace il contratto che, per essere reso operante, necessita, ad esempio, di un atto autorizzativo della pubblica amministrazione.



inefficacie il negozio che, pur presentando i requisiti di validità, non produce i propri effetti per circostanze di carattere esterno<sup>240</sup>.

Fatta tale premessa resta da chiedersi quali siano le conseguenze della dichiarata immeritevolezza del contratto. A tal riguardo, gli effetti non sarebbero dissimili da quelli derivanti dalla nullità, trattandosi di inefficacia insanabile originaria.

Se, allora, gli effetti sono i medesimi, così come analoga è la tutela di interessi super individuali e la rilevabilità *ex officio* da parte del giudice, l'immeritevolezza, si ribadisce, intesa come inefficacia insanabile *ab origine*, delineerebbe un'ipotesi di nullità, o per violazione del 1° comma dell'art. 1418 c.c., non potendosi mettere in discussione il carattere imperativo dell'art. 1322 c.c.; o, qualora invece si ritenga che il giudizio di meritevolezza si riferisca alla causa del contratto, nei termini sopra evidenziati, ai sensi del co. 2 dell'art. 1418 c.c.<sup>241</sup>. Nel valutare la meritevolezza degli interessi perseguiti dai privati, infatti, il giudice dovrà effettuare una valutazione sostitutiva di quella compiuta per i contratti tipici dal diritto oggettivo relativa alla funzionalità dell'accordo. Qualora il

---

<sup>240</sup> Sul punto, E. BETTI, *Op. cit.*, 467 e segg.

<sup>241</sup> In tal senso, la causa del contratto andrebbe a sintetizzare sia la concezione oggettiva, tesa a valutare la c.d. virtuale ragionevolezza dell'operazione, sia quella soggettiva, relativa al controllo della reale producibilità dell'effetto dell'assetto programmatico delle parti. La duplice concezione della causa risale a J. DOMAT, *les lois civiles dans leur ordre naturel*, traduzione italiana, Pavia 1895, 241-243; R.J. POTHIER, *Traité des obligations, selon les règles tant du for de la conscience, que du foe exterieur*, I, traduzione italiana, Napoli 1832, 29. La duplice accezione della causa, per molto tempo abbandonata per preferire quella in termini soggettivi, viene rianalizzata da M. BARCELLONA, *Op. cit.*, 20 e ss. Sul punto anche S. MAZZAMUTO, *A proposito del libro di Mario Barcellona, Cit.*, 472 e ss.

sindacato di cui al comma 2 abbia esito negativo, l'accordo risulterebbe, per ciò solo, nullo<sup>242</sup>.

### *7.1 (segue) la restituito in pristinum*

Dalla nullità del contratto non può che discendere l'obbligo restitutorio di cui all'articolo 2033 c.c., dal giorno del pagamento o da quello della domanda a seconda della buona o mala fede.

A tal riguardo, l'eventuale mala fede della banca si desumerebbe dalla conoscenza che quest'ultima aveva del contratto, che essa stessa aveva predisposto, ma anche della situazione di conflitto di interessi dell'intermediario con il cliente<sup>243</sup>.

---

<sup>242</sup>In termini di superfluità della causa, invece, M. GIROLAMI, *L'artificio della causa contractus*, Padova, 2012, *passim*. Più in generale, una parte della dottrina ha ritenuto inutile ogni riferimento alla causa alla luce dell'autonomia contrattuale che renderebbe libere le parti di stipulare qualsiasi contratto a prescindere dal giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti. Così A. GUARNIERI, *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale del contratto*, *op. cit.*, 1994, I, 799; L. VACCA, *Causa e contratto nella prospettiva storico comparatistica*, a cura di Vacca, Torino, 1997, 31. Tali dottrine si inseriscono in quel filone anticausalista secondo il quale sarebbe opportuno adeguarsi a quei sistemi, primo fra tutti quello tedesco, che non inseriscono fra gli elementi del contratto la causa, senza che ciò comporti pregiudizio per la giusta regolamentazione del commercio giuridico. In particolare, G. GANDOLFI, *Code européen des contrats, Avant-projet*, I, 1, Milano, 2002, 129, evidenzia l'incertezza gravante su tale figura, di cui ancora viva è la discussione se essa debba essere riferibile al contratto, all'obbligazione o alla prestazione.

<sup>243</sup> Per Trib. Venezia, 22 novembre 2004, sono nulli gli ordini effettuati in contrasto con gli artt. 21 TUF e 27 reg. Consob n. 1255/1988. In tali casi, la violazione comporta la nullità dell'ordine ed il conseguente obbligo, in capo alla banca, di restituire la somma di denaro maggiorata dei relativi interessi dalla data del versamento e non, dunque, dalla proposizione della domanda. Secondo altra impostazione, la violazione delle relative norme assumerebbe rilievo non in termini

Come noto, presupposto per l'esperibilità dell'azione di ripetizione è l'assenza di una causa giustificatrice del pagamento, la cui mancanza può essere originaria, come nel caso del contratto dichiarato nullo, o sopravvenuta, come in ipotesi di annullamento, rescissione o risoluzione<sup>244</sup>.

La norma dunque, ha un ambito di operatività molto ampio, potendo essere invocata in una pluralità di ipotesi che spaziano dalla nullità fino alla risoluzione del contratto.

A tal proposito, non sembra peregrino ritenere che una tale disposizione possa trovare applicazione anche nell'ipotesi di contratto immeritevole.

In tali casi dunque, colui che ha eseguito il pagamento potrebbe far valere la pretesa restitutoria.

La *ratio* della norma è proprio quella di consentire la *restituito in pristinum* della situazione anteriore all'accordo, qualora quest'ultimo risultasse privo di qualsivoglia ragione giustificatrice.

A tal proposito, sia che si consideri nullo il contratto immeritevole, sia che si individui nel dell'art. 1322 co. 2 c.c. un parametro autonomo, parimenti non dovuto sarebbe il pagamento effettuato in forza di un contratto immeritevole e si presenterebbe il medesimo bisogno di ripristino della situazione precedente lo scambio.

Dopo aver analizzato nel presente capitolo i profili relativi alla causa alla meritevolezza e al rapporto fra nullità e immeritevolezza dei contratti di

---

di nullità ma con riguardo a quanto disposto dagli artt. 1394 e 1395 c.c. Così Cass., 29 settembre 2005, n. 19024.

<sup>244</sup> Ai sensi dell'art. 2033 c.c. costituisce indebito oggettivo sia il pagamento di un debito in realtà del tutto inesistente, sia, si ritiene l'indebito soggettivo *ex latere accipientis*. In giurisprudenza si è anche affermato che si avrebbe indebito oggettivo quando la causa del rapporto originario manchi (*c.d. condicio indebiti sine causa*) o sia venuta meno (*c.d. condicio indebiti ad causam finitam*). Così *ex multis* Cass., Sez. un., 9 marzo 2009, n. 5624.

swap, a trattazione proseguirà nel prossimo capitolo cercando di analizzare i confini, ammesso che ancora sussistano, fra nullità, immeritevolezza e condotte scorrette dell'intermediario, posto che proprio nella materia finanziaria si percepisce la tendenza ad un progressivo superamento della tradizionale distinzione fra regole di validità e di condotta.

## **CAPITOLO III**

*Invalidità del contratto e anti giuridicità della condotta.*

**SOMMARIO:** 1. Gli obblighi a carico dell'intermediario: il quadro normativo di riferimento. 2. Il proliferare delle nullità: prima, sommaria, panoramica della situazione prima e dopo la sentenza Rordorf. 3. Conflitto di interessi, contratto *inadeguato* e immeritevolezza. 4. L'illiceità degli elementi e illegalità della condotta. Prime valutazioni di ordine generale. 5. Il labile confine fra consulenza e informazione e ricadute sulla struttura negoziale: le particolari ipotesi dei c.d. *Syntetic CDO* e *Squared CDO*. 6. L'incidenza sul contratto dei costi impliciti. 6.1 (segue) *Costi occulti, rinegoziazione e clausola up front fra invalidità e responsabilità*. 7. Problemi di trasparenza e vessatorietà: la clausola *floor*. 7.1. (segue) *La meritevolezza della clausola zero floor*. 8. Ancora in tema di disciplina concretamente applicabile e rilievo delle norme violate fra invalidità e risarcimento: le polizze *Unidet* e *Index Linked*. 9. Nesso eziologico fra violazione delle regole di condotta, danno e onere della prova. 10. La particolare ipotesi di responsabilità solidale dell'intermediario e del consulente finanziario.

## **1. Gli obblighi a carico dell'intermediario: il quadro normativo di riferimento**

Prima di analizzare l'incidenza che la condotta illecita dell'intermediario può avere sul negozio, sembra opportuna una preventiva analisi delle norme, sia di derivazione europea sia interne, alle quali l'intermediario dovrà attenersi.

In un sistema caratterizzato da diverse forme di organizzazione, l'equilibrio si raggiunge quando il mercato risulta in grado di rendere trasparente la formazione dei prezzi.<sup>245</sup> In ragione di ciò, l'esigenza di porre a carico dell'intermediario stringenti doveri di trasparenza è stata avvertita sia con

---

<sup>245</sup> In questo senso C. MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impr. soc.*, 1991, 473. Come evidenziato anche in precedenza, a seconda del grado di rischio corrisponderà un mercato di riferimento. Il primo, quello regolamentato, è caratterizzato da una fitta rete di obblighi di disclosure, di controlli da parte di Autorità di Vigilanza e da una contrattazione fortemente standardizzata. Il secondo, quello *Over the counter*, c.d. OTC, si basa su scambi di tipo informale fra cliente ed intermediario che opera in contropartita diretta. In tale caso, il prodotto è plasmato sulle esigenze personali dei singoli investitori. Contengono, quindi, un bassissimo tasso di standardizzazione. È stato evidenziato da P. LUCANTONI, *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistemico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 2, 192 come, a differenza di quanto avviene nei mercati regolamentati in cui l'adempimento degli obblighi di informazione *pre trade* non comportano rischi, nei mercati OTC, invece, se « *l'intermediario negozia in contropartita diretta, il rischio è evidente e la gestione potrebbe rivelarsi antieconomica così da consigliare di non comunicare al mercato le scelte degli investitori* ». Sempre secondo l'A. se un intermediario assume una posizione di acquisto o di vendita ancora aperta, mediante la comunicazione influenzerebbe il comportamento di altri *trader* i quali potrebbero approfittare della situazione e creare problemi di liquidità. La posizione dell'A., tuttavia, non appare condivisibile proprio alla luce del compito che l'informazione svolge, ossia quello di evitare turbative sul prezzo ed incentivare il corretto e competitivo andamento dei vari mercati. In una piazza quale è quella OTC è proprio la scarsa trasparenza a rendere possibili manovre ad alto rischio sistemico.

riguardo a una generale esigenza di tutela della parte debole del rapporto, sia alla luce della complessità che caratterizza i prodotti finanziari, specie se illiquidi o negoziati fuori dai mercati regolamentati, quali sono i prodotti c.d. OTC<sup>246</sup>. D'altronde, è la stessa Consob a riferire che gli «*strumenti finanziari si caratterizzano da una rischiosità molto elevata il cui apprezzamento da parte dell'investitore è ostacolato dalla loro complessità.*»<sup>247</sup>»

Memore delle ripercussioni sistemiche della crisi finanziaria del 2007-2008, il legislatore europeo ha infatti recentemente ridefinito le disposizioni di riferimento nonché intensificato le tutele sia con riguardo alla sfera del singolo investitore sia rispetto alla realizzazione di un mercato razionale in cui il prezzo del derivato rispecchi l'andamento e le quotazioni del rischio del sottostante.<sup>248</sup>

---

<sup>246</sup> Critici, sull'incisività del regime di protezione sono R. LENER- P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione di strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 4, 369 e ss., secondo i quali, dall'analisi complessiva della disciplina emergerebbe, a carico dell'intermediario, l'obbligo di una informazione ispirata al più limitato canone dell'appropriatezza dell'operazione e non a quello, ben più stringente, dell'adeguatezza del contratto al profilo di rischio dell'investitore non professionale. A tal riguardo, è opportuno precisare, anche se sul punto si tornerà *infra* in sede di illustrazione della disciplina, che gli obblighi di informazione a carico dell'intermediario sussistono solo per i clienti *retail* e non per le altre tipologie, in cui la conoscenza del prodotto, da parte del cliente, viene presunta *ex lege*.

<sup>247</sup> Allegato n. 3, parte B, reg. Consob n. 11522 del 1998.

<sup>248</sup> Sull'indagine relativa all'equilibrio e alla razionalità dei prezzi in relazione al sottostante, si veda, *ex multis*, A. TUCCI, *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, II, 141 ss.; C. ANGELICI, *Appunti in tema di derivati*, Intervento al convegno del 6 marzo 2016 presso l'Università Roma 3, in *www.rivistaodc.eu*, 2015, 2, 15.



Come emerso da uno studio della *Bank for International Settlements*<sup>249</sup> al 31 dicembre 1998 l'ammontare nominale di tutti i contratti derivati era di 2,63 volte il valore mondiale del PIL mentre nel 2013 questi strumenti di ricchezza inesistente<sup>250</sup> sono riusciti a superare di circa dieci volte quello del PIL mondiale, stimato a 73.982 miliardi di dollari<sup>251</sup>.

Proprio in relazione alla necessità di esatta conoscibilità dell'estensione del rischio e delle sue ripercussioni, sia nella dimensione microeconomica che macroeconomica<sup>252</sup>, si è focalizzato il legislatore, specie quello europeo.

Nell'ottica microeconomica, relativa alla dinamica negoziale fra cliente ed intermediario, le norme di riferimento sono tutte finalizzate all'ottenimento del migliore interesse del cliente; sul versante macroeconomico, invece, gli interventi sono volti all'introduzione di strumenti di correzione delle deviazioni delle quotazioni del rischio, sempre attraverso la predisposizione di strumenti idonei a garantire una efficiente informazione per una maggiore integrità dei mercati.

Ripercorrendo rapidamente l'evoluzione della disciplina si segnala, in primo luogo, quanto disposto dall'articolo 21 del TUF, nonché dagli articoli 28 e

---

<sup>249</sup> Per la lettura del report completo si rimanda a [www.bis.org/statistics/derivats.htm](http://www.bis.org/statistics/derivats.htm). Gli stessi dati vengono riportati anche da P. LUCANTONI, *Cit.*, 183 e ss.

<sup>250</sup> Espressione mutuata da P. SPADA- M. COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 1, 409 e ss.

<sup>251</sup> Il monte derivati mondiale al giugno 2014 era di 691 mila miliardi di dollari, il dato è reso noto dalla Banca dei regolamenti internazionali al novembre 2014. In Italia, sempre al giugno 2014, le perdite potenziali sui derivati ammontavano a 45 miliardi di euro, mentre il valore *mark to market* era di 7.382 miliardi di euro per le amministrazioni pubbliche e di 8.076 miliardi di euro per le controparti bancarie. I dati sono quelli riportati da *Il Sole 24 ore*, 8 novembre 2014.

<sup>252</sup> Per gli interventi macroeconomici si veda il Cap. I, par 2 del presente lavoro.

29 Reg. Consob 11522/1988<sup>253</sup> ai sensi dei quali sorge il dovere di informare il cliente sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, nonché quello di comportarsi secondo diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse del cliente e per l'integrità dei mercati<sup>254</sup>. Ulteriore obbligo, desumibile, ancora una volta dall'articolo 21 TUF è quello di astenersi dall'effettuare per conto degli investitori operazioni non adeguate o in conflitto di interessi.

Le direttive MiFID n. 2004/39 CE e n. 2006/73 CE,<sup>255</sup> modificano il quadro degli obblighi in capo all'intermediario, il quale dovrà procedere, prima

---

<sup>253</sup> Testo abrogato con reg. Consob del 29 ottobre 2007 n. 16190, art. 113, col quale è stata attuata la direttiva MiFID n. 2004/39 Ce. A tal proposito, secondo una recente pronuncia, la violazione dell'obbligo di astensione di cui all'art. 29 Reg. Consob 11522/1998, *ratione temporis* applicabile, comporta la responsabilità dell'intermediario per il danno subito dall'investitore, consistente nella perdita del capitale investito, senza necessità di fornire ulteriori prove relative al nesso di causalità fra violazione e danno, poiché l'illecito si verifica con la sola violazione del divieto imposto dalla norma. Così Tribunale Milano, 4 settembre 2015. Detti principi, sempre secondo la Corte di merito, ancorché elaborati con riguardo alla previgente disciplina, trovano applicazione anche rispetto al nuovo regolamento intermediari. Sul punto si tornerà nel paragrafo 9 del presente capitolo.

<sup>254</sup> L'obbligo di diligenza, correttezza e trasparenza posto a carico dell'intermediario nella negoziazione di titoli ex art. 21, comma 1 lettere a) e b) del d.lgs n. 58 del 1998 così come puntualizzato negli artt. 26 e 28 (quest'ultimo integrato dall'allegato 3) del Regolamento Consob n. 11522 del 1998, richiede sia una conoscenza preventiva adeguata del prodotto finanziario, alla luce di tutti i dati disponibili che ne possano influenzare la valutazione effettiva della rischiosità (es. *rating*; *offering circular*; caratteristiche del mercato ove il prodotto è collocato), sia un'informazione sulle caratteristiche del prodotto concreta e specifica alla luce di tutti gli indicatori desumibili dall'art. 28 del Regolamento Consob così come integrato dall'allegato 3 al testo normativo. Così Cass. 3 aprile 2017, n.8619, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)

<sup>255</sup> Pare opportuno precisare che l'attuazione della direttiva MiFID 2004/39 CE ha mutato il quadro normativo non tanto con riguardo alle norme di rango primario, quanto con riguardo a quelle secondarie. L'articolo 21 TUF mantiene, infatti, invariati i generici riferimenti alla trasparenza, diligenza e correttezza. La successiva direttiva MiFID 2006/73 CE ha contribuito alla standardizzazione delle informazioni da fornire al cliente. A tal riguardo, la scelta della standardizzazione

della conclusione del contratto, a specifici test di adeguatezza e appropriatezza dell'operazione da sottoporre al cliente.<sup>256</sup>

Nello specifico, il controllo di adeguatezza (c.d. *suitability rule*), di cui all'articolo 40 co. 1 Reg. Intermed. n. 16190 del 29 ottobre del 2007, così come modificato con delibera n. 19548 del 17 marzo 2016, si sostanzia in una valutazione più profonda, spettando all'intermediario il compito di verificare che l'operazione corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente e che quest'ultimo sia in grado di conoscere, comprendere e sopportare finanziariamente qualsiasi rischio connesso, compatibilmente alla sua esperienza e ai suoi obiettivi di investimento. Quello di appropriatezza, ex art 42 co. 1 Reg. Intermed., invece, impone all'intermediario la sola verifica del livello di conoscenza e comprensione dei rischi connessi allo strumento o al servizio di investimento.

Significativa è anche la comunicazione Consob del 2 marzo del 2009 n. 9019104, relativa al dovere dell'intermediario di comportarsi secondo correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. In particolare, si raccomanda di fornire, soprattutto alla clientela

---

dell'informazione, è stata criticata da M. CIAN, *L'informazione nella prestazione di servizi di investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli- Lener, in Trattato dei contratti, diretto da Rescigno- Gabrielli, vol 2, I, Torino 2011, 216, secondo il quale le norme sembrerebbero rivolgersi alla clientela, intesa come cliente medio piuttosto che al cliente individualmente e soggettivamente considerato.

<sup>256</sup> Sul punto, si rimanda alle considerazioni effettuate da M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, in Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni- Schlesinger, Milano, 2012, 395. Rileva F. DELFINI, *Valutazioni di adeguatezza ex art. 40 Reg. Intermed., obbligazioni strutturate e derivati di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 3, 298; che «*si è passati (...) da un sistema che prevedeva plurimi ed espliciti obblighi di astensione ad un sistema che prevede due tipologie di valutazioni demandate all'intermediario finanziario (...) e riduce gli obblighi espliciti di astensione, enfatizzando solo quello dell'intermediario cui il cliente non abbia fornito le informazioni necessarie per operare le valutazioni di adeguatezza*».

*retail* concrete e specifiche informazioni di *disclosure*, relativamente alle modalità di *pricing*, ai costi impliciti ed espliciti del prodotto illiquido distribuito, anche a manifestazione differita<sup>257</sup>

La materia è stata poi recentemente riformata dal D.lgs. 12 maggio 2015, n. 72, in attuazione della direttiva europea 2013/36/UE, c.d. CRD IV<sup>258</sup>.

La legge delega n. 154 del 7 ottobre 2014 aveva come obiettivo, infatti, il rafforzamento dei presidi relativi al conflitto di interessi degli intermediari e la tutela delle esigenze di correttezza e trasparenza sostanziale<sup>259</sup>.

---

<sup>257</sup> Osserva la Consob, con l'*executive summary* della delibera n.9019104 del 2009 che «*la congiuntura dei mercati finanziari sta ulteriormente incentivando gli intermediari, in specie bancari, alla raccolta diretta presso clientela retail mediante emissione di obbligazioni che consentono un risparmio dei costi di funding; questi strumenti ricadono normalmente, di fatto, nella categoria dei prodotti in esame, presentando difficoltà e costi per lo smobilizzo anticipato rispetto alla scadenza*». In ragione di ciò risulta quindi essenziale la predisposizione di norme a tutela dei clienti, soprattutto quelli non in grado di percepire, *prima facie*, il grado di rischio del prodotto o strumento offerto.

<sup>258</sup> Sul punto, F. ACCETTELLA, *Cit.*, 494; V. CALANDRA BUONAURA, *Il ruoli di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno alle banche*, in *Banca Impr. Soc.*, 2015,I, 19. E. MAFFEIS, *Regole di vigilanza prudenziale comuni al mondo T.U.B. e al mondo TUF: il conflitto di interessi degli amministratori nel decreto di attuazione della direttive UE CRD IV e del regolamento UE 525 del 2013*, in *www.dirittobancario.it*, secondo il quale la nuova disciplina supera la secca alternativa fra *disclose* e *abstain*, e delinea un nuovo sistema basato sia sulla trasparenza che sull'astensione. Critico sul sistema prescelto M. TOFANELLI, *Strani incroci tra conflitti e astensioni*, in *fchub.it.*, gennaio, 2015.

<sup>259</sup> Più nello specifico, la disciplina sopra richiamata ha comportato anche la modifica dell'art. 53 co.4 TUB e l'art. 6, co.2 *nonies*, TUF. In particolare, l'art. 53 co. 4, TUB stabilisce che gli amministratori di banca «*fermi restando gli obblighi previsti dall'art. 2931 co.1 c.c., si astengano dalle deliberazioni in cui abbiano un interesse in conflitto, per conto proprio o di terzi*». L'art. 6 co. 2 *nonies* TUF prevede invece, che gli amministratori e i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi di investimento «*fermi restando gli obblighi previsti dall'articolo 2391 co.1 c.c., si astengano dalle deliberazioni di cui abbiano un interesse in conflitto per conto proprio o per conto di terzi*». A tal proposito, potrebbero sorgere perplessità,

Il legislatore europeo ha, inoltre, introdotto con la c.d. direttiva MiFID II n. 2014/65 UE del 15 maggio del 2014,<sup>260</sup> e con il regolamento MiFIR n.600/2014, ulteriori disposizioni in materia di negoziazione alle quali si accompagnano interventi di normazione secondaria dell'ESMA, ossia dell'autorità di vigilanza europea.<sup>261</sup>

---

poiché l'art. 2931 c.c. dispone l'obbligo di dar notizia di ogni interesse, dunque anche non in conflitto, per conto proprio o di terzi, mentre gli articoli del TUF e TUB sopra richiamati e modificati dalla nuova disciplina impongono l'obbligo di comunicazione nella sola ipotesi in cui risulti presente un interesse in conflitto. Tale apparente incoerenza del legislatore potrebbe però essere superata mediante un'interpretazione di carattere letterale. Sul punto valgono le importanti considerazioni di D. MAFFEIS, *Op. cit.*, 6, secondo il quale « (...) non vi è ragione di superare il dato testuale, che può spiegarsi perché l'astensione-com'era sotto il testo dell'art. 2931 c.c. precedente (...) – si giustifica soltanto se (...) sussiste una situazione di conflitto di interessi. (...) La valutazione circa la sussistenza della situazione di conflitto che obbliga ad astenersi va fatta ex ante (...)».

<sup>260</sup> Recepita con decreto legislativo 3 agosto 2017, n. 129, Il nuovo intervento apporta, peraltro, modifiche alle direttive n. 2002/92/CE e n. 2011/61/UE. Dal comunicato stampa del Governo, si evince che l'intento della disciplina sia quello di fortificare gli obblighi dell'intermediario di agire nell'interesse del cliente e di informare correttamente quest'ultimo sulle caratteristiche dei prodotti, sulla portata dell'investimento, sui costi e oneri accessori. Si prevede poi per l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), l'Autorità bancaria europea (EBA), per i depositi strutturati, e le autorità di vigilanza nazionali (Consob e Banca d'Italia) la facoltà di vietare o limitare la distribuzione di taluni prodotti finanziari; nonché la possibilità di vietare temporaneamente la loro commercializzazione e lo svolgimento di qualunque altra attività qualora si ritenga che lo strumento oggetto del divieto possa compromettere la stabilità e l'integrità dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e gli interessi degli investitori. Per una panoramica sulle recenti novità si rimanda a *MiFID II - MiFIR: approvato dal Governo il decreto di attuazione ed adeguamento*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>261</sup> Per una puntuale panoramica si vedano le considerazioni di P. LUCANTONI, *Cit.*, 186 con particolare riguardo alla nota 13. L'A. evidenzia il fine ultimo della fitta normativa europea, ossia quello di realizzare un'armonizzazione massima fra i vari ordinamenti.

L'intermediario è quindi tenuto al rispetto di una pluralità di regole di condotta, sia di rango primario che secondario, graduate anche in base alla complessità dei servizi e delle caratteristiche dei clienti<sup>262</sup>.

*Una recente pronuncia ha evidenziato come «la scelta tra differenti opportunità di investimento è quindi essenzialmente un problema di raccolta e di valutazione di informazioni, ovvero di ogni dato sulla natura dello strumento finanziario, sul suo emittente, sul suo rendimento e sull'economia nel suo complesso, compresa l'informativa circa l'eventuale sussistenza, con riferimento alla singola operazione da porre in essere, di una situazione di cd. grey market, cioè di carenza di informazioni circa le caratteristiche concrete del titolo ed il rating del prodotto finanziario nel periodo in considerazione, o – addirittura – di una situazione di imminente default economico dell'emittente. E' evidente che, essendo le informazioni finanziarie complesse e costose, nei rapporti di intermediazione finanziaria le imprese di investimento posseggono – ovvero devono procurarsi –*

---

<sup>262</sup> A tal riguardo, si segnala Cass., 21 aprile 2016, n. 8035 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) che in maniera significativa evidenzia che « il profilo dell'investitore riveste un indubbio rilievo al fine di valutare l'adeguatezza delle informazioni acquisite e fornite dall'intermediario ma non può determinare l'eliminazione dell'obbligo legale d'informazione a carico dell'intermediario o la sua riconduzione entro clausole di stile, dovendosene valutare l'assolvimento in primo luogo in considerazione della natura ed entità (nella specie estremamente significativa) degli investimenti nonché della tipologia e della rischiosità dei medesimi. L'obbligo informativo risulta composto di un contenuto oggettivo ed uno soggettivo. Il contenuto oggettivo delle informazioni relative all'investimento non può essere determinato esclusivamente alla stregua del profilo soggettivo dell'investitore, quando quest'ultimo non sia operatore professionale, ma deve essere anche caratterizzato da un nucleo di dati oggettivamente riferibili agli investimenti che si intendono proporre contrattualmente ed eseguire. Il profilo soggettivo condiziona la valutazione dell'assolvimento dell'obbligo informativo, costituendo uno degli indicatori dell'adeguatezza, ma non lo esaurisce».

*elementi informativi diversi e superiori rispetto a quelli a disposizione degli investitori, o da essi acquisibili».*<sup>263</sup>

Quindi la diligenza, al pari della buona fede e della correttezza, non possono che assumere un ruolo particolarmente pregnante stante la posizione preminente dell'impresa o dell'intermediario, il quale, a differenza del cliente, conosce il mercato all'interno del quale opera. Significativo è quanto disposto dall'articolo 1, co.5 *septies* TUF, che impone all'intermediario, relativamente alle operazioni prevedenti l'utilizzo di strumenti finanziari, consulenze e raccomandazioni di carattere personalizzato<sup>264</sup>.

Da un lato, quindi, l'intermediario deve agire nell'interesse del cliente, dall'altro, risulta tuttavia innegabile la vicinanza di quest'ultimo alla posizione della banca dell'istituto finanziario presso il quale opera. Bisogna altresì precisare che la possibilità di conflitto si acuisce quando l'intermediario opera in contropartita diretta nei mercati OTC, poiché nello svolgimento dei servizi di consulenza, quest'ultimo non assume, nella negoziazione dello strumento o del servizio, una posizione indipendente da quella della banca che ha creato lo strumento<sup>265</sup>.

---

<sup>263</sup> Cfr. Cass., 3 giugno 2016, n., 11466.

<sup>264</sup> Ai sensi dell'articolo 1 co. 5 TUF, che qui si riporta letteralmente « *Per consulenza in materia di investimenti si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo ad una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione* ».

<sup>265</sup> In argomento, si vedano le considerazioni di P. GUIDI, *Le regole di comportamento degli intermediari finanziari ed i contratti derivati*, Relazione al convegno di Bergamo del 22 aprile 2012, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di Ginevra, Milano, 2012, 244.

Come si avrà modo di considerare nel corso della trattazione, nonostante il variegato e ricco panorama normativo, non sempre è stato ed è, ad oggi, agevole comprendere l'incidenza dell'effettiva violazione sul contratto.

## **2. Il proliferare delle nullità: prima, sommaria, panoramica della situazione prima e dopo la sentenza Rordorf**

Nell'ordinamento interno l'abuso dello strumento invalidante ha trovato terreno fertile soprattutto nel settore dell'intermediazione finanziaria, in ipotesi di violazione di doveri comportamentali.

In giurisprudenza, prima delle ben note Sezioni Unite del 19 dicembre 2007 n. 26724 e 26725, le posizioni relative alle conseguenze derivanti dalla violazione delle norme prevedenti prescrizioni di carattere comportamentale potevano essere sintetizzate in tre orientamenti: il primo, quello della nullità del contratto, il secondo, che invece optava per l'annullamento ed il terzo, che invece riteneva operante il rimedio risarcitorio<sup>266</sup>.

---

<sup>266</sup> L'enorme contenzioso giudiziario è sorto alla luce delle disastrose ricadute patrimoniali subite dagli investitori che avevano acquistato bond della Repubblica Argentina, nonché obbligazioni Cirio e azioni Parmalat. Da un lato si collocavano quelle sentenze che optavano per rimedi di carattere invalidante, dall'altro quelle che prediligevano rimedi di carattere risarcitorio. *Ex multis*, pretendeva per la nullità Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006.; Trib. Pescara, 28 febbraio 2006; Trib. Marsala, 12 luglio 2006; Trib. Firenze, 19 aprile 2005; Trib. Ferrara, 25 febbraio 2005. Per l'annullabilità, Trib. Lanciano, 30 aprile 2007; Trib. Napoli, 7 novembre 2006, Trib. Ancona, 12 aprile 2007. Propende per l'ipotesi di *culpa in contrahendo*, dalla quale discendono esclusivamente obblighi di tipo risarcitorio sia Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, sia, conformi in giurisprudenza di merito anche, Trib. Trani, 6 marzo 2007; Trib. Bergamo, 26 giugno 2006. Infine l'orientamento di chi considera l'inadempimento di obblighi di informazione alla stregua di un inadempimento di tipo contrattuale da cui sorge il diritto alla risoluzione del contratto quadro ed il conseguente risarcimento dei danni, Trib.



Le sezioni Unite, come noto, nel prediligere il rimedio risarcitorio, hanno ribadito la non interferenza, nel nostro ordinamento, fra regole di validità e regole di condotta, sicché solo la violazione delle prime comporterà conseguenze di carattere invalidante, mentre, al contrario, dalla violazione delle seconde il soggetto leso potrà far valere solo il risarcimento del danno, di carattere contrattuale o precontrattuale a seconda che il vizio abbia inciso nella fase dinamica, relativa alla formazione del negozio o in quella successiva, salvo, naturalmente, che il legislatore non abbia diversamente stabilito<sup>267</sup>. Secondo il supremo collegio «*il dovere di buona fede, e i doveri di comportamento in generale, pur essendo di natura imperativa<sup>268</sup> e pur potendo comportare, a determinate condizioni, ora l'annullamento per dolo o violenza, ora la rescissione per lesione, ora la risoluzione per inadempimento (...) sono troppo immancabilmente legati alle circostanze del caso concreto per poter assurgere (...) a requisiti di validità che la certezza dei rapporti impone di verificare secondo regole predefinite*».<sup>269</sup>

---

Asti, 29 marzo 2007; Trib. Lecce, 12 giugno 2006; Trib. Milano, 26 aprile 2006; Trib. Roma, 14 novembre 2005; App. Milano, 13 ottobre 2004.

<sup>267</sup> L'intervento delle Sezioni unite è stato sentito come provvidenziale, così, *ex multis*, G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni ed un elogio ai giudici*, in *Danno e resp.*, 2008, 525; E. SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le Sezioni Unite*, in *Foro It.*, 2008, I, 785; Altra dottrina ha efficacemente sinterizzato la situazione anteriore all'intervento delle Sezioni Unite con l'espressione "l'ambaradan dei rimedi contrattuali", così V. ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e Impresa*, 2005, 905 e ss.

<sup>268</sup> Sul punto, si rammenta che era pervenuta alle medesime conclusioni già Cass., 29 settembre 2005, n. 19024.

<sup>269</sup> Così Cass. S.S. U.U., 19 dicembre 2007, n. 26725. Sulla sussistenza della distinzione, si continua a nutrire, invero, più d'un dubbio. Il primo argomento è di carattere testuale, poiché l'articolo 1418 co.1 c.c. non esplicita il contenuto della norma imperativa la cui violazione determina la nullità, né tantomeno delinea una distinzione fra norme imperative relative alla struttura e quelle disciplinanti

E' dunque evidente l'intento delle Sezioni Unite di impedire un incontrollabile quanto asistematico proliferare di nullità di matrice giurisprudenziale direttamente discendenti della violazione di regole di condotta.

---

obblighi di tipo comportamentale. Inoltre, se a rendere operativo il primo comma dell'articolo 1418 c.c. è la violazione di una norma che impone requisiti di struttura ed il secondo comma delinea l'ipotesi di nullità per assenza degli elementi essenziali, non sarebbe agevole delineare il confine sussistente fra le ipotesi previste ai due differenti commi dell'articolo 1418 c.c. col rischio, per il co. 1 dell'articolo 1418 c.c., di tradursi in un inutile doppione o essere, di fatto, soggetto ad una sorta di interpretazione abrogatrice. A rendere labile il confine sono, inoltre le norme relative all'annullamento per dolo, ex art 1439 c.c., nonché quanto stabilito dall'articolo 1338 c.c. Sul punto si vedano le considerazioni di F. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass. sez.un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, Cit., 953; secondo il quale « il vero motivo di dissenso ha, come ovvio, carattere più profondo e generale, ritenendosi che limitare l'ambito operativo del primo comma dell'articolo 1418 c.c. alle sole ipotesi di contrasto del contenuto o della struttura del contratto alla norma imperativa violata sia ragione alla lettera giustificatrice della disposizione (...) Di fatti, la violazione degli elementi intrinseci del contratto, relativi, cioè alla struttura o al contenuto (...) è regolata espressamente dal secondo comma dell'art. 1418. Ne consegue, di necessità, che il primo comma deve essere inteso come rivolto a regolare situazioni diverse. Salvo negare che abbia contenuto sostanziale»*. Inoltre, se, da un lato, è senz'altro apprezzabile l'intento della Corte volto a scongiurare l'incontrollato proliferare di nullità di matrice giurisprudenziale, dall'altro, tuttavia, le note sentenze gemelle sembrerebbero non considerare, da un lato, che ogni norma impone un comportamento positivo o negativo in capo alle parti. Detto altrimenti, ogni norma è uno strumento di valutazione del comportamento dei consociati, inoltre, con specifico riguardo alla materia dell'intermediazione finanziaria, che tutte le norme del TUF impongono obblighi comportamentali in capo all'intermediario e che sempre più spesso la legislazione speciale offre esempi di invalidità conseguenti dalla violazione una regola di condotta. Un tale fenomeno mostrerebbe la costante erosione della distinzione prospettata dalla Corte. Fermo sull'inesistenza della distinzione è G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di validità e di comportamento nel diritto italo-europeo*, in *Foro napoletano, Quaderni*, Napoli, 2011,5, 20. Secondo l'A., infatti «anche le c.c.d.d. regole di validità, in quanto sintetizzabili in un dover essere, ossia in prescrizioni di obblighi o oneri di condotta, integrano regole di comportamento».

Con la diffusione della contrattazione in derivati sembra però riproporsi il problema dell'abuso dello strumento invalidante, anche in virtù del ruolo che tali forme di contrattazione hanno avuto nella crisi a cavallo fra il 2007 e il 2008. Nello specifico, si avverte una tendenziale confluenza all'interno del concetto di causa illecita di vizi che nulla avrebbero a che vedere con essa<sup>270</sup>. Ma così ragionando la causa diventa strumento tanto elastico quanto labile, che si presta a contenere ipotesi di inefficienza o di anomalie del congegno contrattuale, anche relative alla fase di formazione del rapporto o in quella esecutiva, che nulla hanno a che vedere con la struttura del negozio.<sup>271</sup>

Se, dunque, da un lato la causa è elemento essenziale del contratto<sup>272</sup>, dall'altro essa deve essere utilizzata con cautela, attribuendo ad essa le

---

<sup>270</sup> La tendenza all'abuso dello strumento causale emerge non solo in relazione al fenomeno dell'intermediazione finanziaria ma anche con riguardo a contratti molto diversi gli uni dagli altri. Si pensi ai contratti turistici, a quelli c.d. *Unidet e Index linked*, di cui si parlerà nel corso della trattazione, o a quelli di mutuo fondiario.

<sup>271</sup> Molto critico sull'utilizzo giurisprudenziale della causa è F. ALCARO, *Op. cit.*, 6 e ss.

<sup>272</sup> A tal riguardo, è significativo che i principali progetti di codificazione europea non facciano menzione della causa, enfatizzando invece l'elemento dell'accordo. Nello specifico, l'articolo 3.2. dei Principi Unidroit stabilisce che il contratto è concluso, modificato o sciolto mediante il semplice accordo fra le parti. Nella medesima direzione si orientano anche i Principi di Diritto Europeo dei Contratti della commissione Lando. Segnatamente, l'articolo 1:102, enfatizza il ruolo dell'autonomia delle parti quando nella scelta di concludere o meno il contratto tanto di stabilirne il contenuto. Sulla stessa falsariga si muove anche l'*Avant project* del *Code Européen des contracts*, elaborato dalla Accademia dei Giuristi di Pavia, che fa riferimento, all'articolo 5 n.3, al contenuto del contratto quale elemento essenziale e che lo stesso sia, così come previsto dal successivo articolo 30, lecito e non abusivo. Il riferimento al contenuto potrebbe riportare l'interprete all'elemento causale, ma due considerazioni ostano ad un tal riferimento, una di carattere testuale, l'altra di tipo sostanziale. Per quel che attiene la valutazione del dato testuale, infatti, è lo stesso G. GANDOLFI, *Avant-Projet* del *Code Européen des contract*, elaborato dall'accademia dei giusprivatisti di Pavia, Milano, 2002, I, 130 a riferire che a seguito di serrate discussioni i membri

---

del Consesso decisero « *de conclure dans le sense de l'élimination de la cause (...) d'entre les éléments essentiels du contract*», dunque per il non inserimento della causa fra gli elementi essenziali del contratto; In secondo luogo, causa e contenuto devono necessariamente restare distinti, posto che col termine causa si deve far riferimento alle ragioni del contratto mentre il contenuto riassume la materia e l'insieme degli interessi emergente dal regolamento complessivamente considerato. Ad essere richiamato è, se mai, il concetto di meritevolezza dell'assetto pattizio ma non la causa. Il progressivo abbandono dell'elemento giustificativo dell'operazione in favore di una maggiore rilevanza del profilo volontaristico emergerebbe anche dall'analisi della recente *Ordonnance de la Réforme du droits des contrats, du régime général et de la preuve des obligations del 2016-131* del 10 febbraio 2016 che non effettua più alcun espresso riferimento alla causa del contratto. Difatti, ai sensi del nuovo articolo 1128 gli elementi « *nécessaires à la validité d'un contract*» sono « *le consentement des parties, une capacité de contracter, un contenu licite et certain.*» Secondo E. NAVARRETTA, *Le ragioni della causa e il problema dei rimedi. L'evoluzione storica e le prospettive nel diritto europeo dei contratti*, in *Studi in onore di Cesare Massimo Bianca*, Milano, 2006, III, 645 ss., la causa tende a dissolversi nel requisito dell'accordo, anche alla luce della crisi del rimedio preventivo e radicale della nullità, oltre che dai timori suscitati da una categoria caratterizzata da sempre da incertezza e ambiguità.

In termini opposti, ne rivendica la silenziosa presenza, anche nei progetti di codificazione europea, chi evidenzia come la causa sia, più di ogni altro, l'elemento che caratterizza la struttura negoziale, che riassume il senso che guida le libere scelte dei privati. G.B. FERRI, *Una causa qui ne dit pas son nom, Il problema della causa del contratto e la riforma del terzo libro del code civil*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, 1, 2 e ss. Secondo l'A., infatti, proprio perché si tratta dell'elemento che più di ogni altro è espressione dell'autonomia negoziale delle parti, i vari progetti non sono giunti ad una reale eliminazione della causa ma, se mai, a « *una congiura del silenzio.*» In conclusione, quel che si auspica è un giusto utilizzo dell'elemento causale per scongiurare il rischio che qualsiasi anomalia o lacuna, una volta ricondotta nel concetto di causa, possa comportare la radicale nullità dell'operazione concretamente posta in essere anche allorquando sarebbe più opportuno, intermini di coerenza sistematica, optare per altra tipologia di sanzione o di rimedio. Per maggiori apprendimenti si rimanda alle considerazioni di M.J. BONELL, *Un "Codice" Internazionale del Diritto dei Contratti. I Principi UNIDROIT dei Contratti Commerciali Internazionali*, Milano, 1995, 62 e ss.; U. BRECCIA, *Morte e resurrezione della causa: la tutela*, in *Il contratto e le tutele*, a cura di Mazzamuto, Torino, 2002, 244; G. GRASSO, *La disciplina dell'invalidità nei principi di diritto europeo dei contratti*, Napoli, 2005, 122; E. NAVARETTA, *La nozione di contratto e i suoi requisiti*, in *Il Draft Common Frame of Reference nel diritto privato*, a cura di G. Alpa, G. Iudica, U. Perfetti, P. Zatti, Padova, 2009.

funzioni sue proprie, non potendo essere impiegata a seconda dei casi come metro di specifico apprezzamento della convenienza dell'operazione, come strumento di illimitato controllo della autonomia delle parti, come parametro di conformità della condotta a buona fede o, ancora, per verificare la corretta formazione del volere.

Quel che si vuole scongiurare è, quindi, un'indebita quanto automatica equivalenza fra sanzione invalidante e sconvenienza del negozio.

### **3. Conflitto di interessi, contratto *inadeguato* e immeritevolezza di tutela**

Da quanto affermato, emerge con chiarezza che uno degli obiettivi centrali della disciplina di settore è rappresentato dalla tutela del cliente. Il destinatario di queste regole è l'intermediario, che, in caso di violazione, risponde del proprio operato, in primo luogo, in termini di responsabilità.

A tal riguardo, la crescente complessità degli assetti di interessi realizzati dai contraenti ha reso necessaria una valutazione complessiva dell'operazione per verificare se e in che misura la condotta scorretta dell'intermediario possa incidere sulla struttura del negozio.

Talvolta, non potendo essere messa in dubbio la volontà dei contraenti a vincolarsi a quello specifico assetto pattizio, si è provveduto a sanzionare l'operazione in termini di *disapprovazione* del negozio, reputato non in linea coi valori cardine dell'ordinamento.<sup>273</sup> Lo strumento che viene attribuito al

---

<sup>273</sup> Detto approccio avrebbe la precipua finalità di reprimere l'abuso di potere contrattuale dell'intermediario. Sul tema Cfr. C.M. BIANCA, *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, I, 258; F. GALGANO, *Squilibrio*

giudice sembra tanto delicato quanto pericoloso, potendo « *aprire la strada a decisioni ispirate, più che da un rispetto del sistema, da un vago senso di giustizia*»<sup>274</sup>.

Una certa disinvoltura nell'utilizzo del concetto di meritevolezza si riscontra anche in una recente pronuncia<sup>275</sup> che ha ancorato la valutazione di meritevolezza a prescrizioni di carattere comportamentale, quali l'articolo 21 TUF e 26 Reg. Consob n.11522/1998 sono. In altri termini, secondo il Supremo Consesso, la valutazione di meritevolezza o meno del IRS varierebbe a seconda che il contratto soddisfi o meno l'interesse del cliente. Difatti, afferma la Corte, il rispetto delle prescrizioni summenzionate, contribuirebbe a fornire la valutazione di meritevolezza di cui al co.2 dell'articolo 1322 c.c.

Il ragionamento della Corte non sembrerebbe condivisibile essenzialmente due ordini di ragioni.

In primo luogo perché la valutazione di meritevolezza dell'operazione, che comporta l'approvazione o meno da parte dell'Ordinamento, è concetto assai diverso da quello di inadeguatezza al profilo del cliente.

Diversamente opinando, si dovrebbe giungere alla non condivisibile conclusione che il contratto può allo stesso tempo essere meritevole e

---

*contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contr.impr.*, 1997, 417; ID, *Il contratto*, Cit., 551; In giurisprudenza Cass. 15 febbraio 2016, n. 2900; Cass., 30 settembre 2015, n. 19559. Si vedano anche le importanti considerazioni, anche se in termini di ordinanza di rigetto, di Corte Cost., 2 aprile 2014; Corte Cost., 24 ottobre 2013, n. 248; Cass., 1 aprile 2011, n. 75557.

<sup>274</sup> Così, A.M. GAROFALO, *Meritevolezza degli interessi*, Cit., 1213. Secondo l'a., inoltre, sarebbe preferibile percorrere la via dei vizi del consenso e della responsabilità precontrattuale.

<sup>275</sup> Cass. 31 luglio 2017, n. 19013, in *www.ilcaso.it*. La questione atteneva al mancato riscontro della funzione di copertura dell'IRS. Detta mancanza, secondo la Corte, determinerebbe la valutazione di immeritevolezza.

immeritevole, approvato o disapprovato, a seconda dei requisiti soggettivi dell'investitore di volta in volta considerato.

Difatti, il rapporto sussistente coi principi cardine, anche di rango costituzionale, non può mutare a secondo dell'adeguatezza o meno dell'operazione o in base al profilo di rischio del singolo soggetto.

In altri termini o il contratto è sempre meritevole di tutela o non lo è mai.

Sembra che il rivalutato ruolo che l'articolo 1322 c.c. svolgerebbe nel sistema<sup>276</sup> legittimi sempre più spesso una parte della giurisprudenza ad ancorare il concetto di meritevolezza ad anomalie che nulla avrebbero a che vedere con la struttura o la funzione del negozio e che invece andrebbero, almeno secondo quanto stabilito nel 2007 dalle note Sezioni Unite diversamente sanzionate, trattandosi di obblighi di tipo comportamentale.

Emergerebbe, dunque, la tendenza ad un certo abuso del concetto di meritevolezza e di causa in concreto, quasi che, non potendo essere l'invalidità dichiarata sulla base della violazione di norme comportamentali, si ricorra all'*escamotage* del mancato superamento del controllo di cui al co.2 dell'articolo 1322 c.c.

---

<sup>276</sup> V. cap. II., par. 6 e ss. Sinteticamente, secondo un primo orientamento, la funzione svolta dal co.2 dell'articolo 1322 c.c. non sarebbe dissimile da quella espletata dall'articolo 1343 c.c. Secondo altra impostazione, invece, la norma potrebbe essere stata oggetto di abrogazione tacita. Recentemente, sempre più spesso la Dottrina e la Giurisprudenza procedono, opportunamente, ad una rivalutazione del ruolo autonomo che l'articolo 1322 c.c. svolgerebbe all'interno del sistema. Ciò tuttavia, e come si vedrà nel testo, non deve portare a ritenere che il giudizio di cui al co. 2 dell'articolo 1322 c.c. possa divenire un vuoto contenitore all'interno del quale far confluire anomalie che nulla avrebbero a che vedere con la valutazione di meritevolezza dell'assetto pattizio predisposto dalle parti.

Difatti, non tutto ciò che è inadeguato per il profilo di rischio del cliente può concretamente tradursi in un deficit sul versante strutturale o funzionale<sup>277</sup>. Diversamente opinando si perverrebbe ad un'eccessiva quanto indebita compressione e controllo dell'autonomia privata. Il rimedio della disapprovazione andrebbe, quindi, utilizzato con cautela e solo laddove la sanzione non si trasformi in un giudizio valoriale del concreto assetto di interessi.

#### **4. L'illiceità degli elementi e illegalità della condotta: prime valutazioni di ordine generale**

Prima di procedere all'analisi dell'incidenza dei vizi con approccio di tipo casistico, essenziale alla luce delle peculiarità che caratterizzano i mercati OTC, sembra opportuno fornire ancora qualche coordinata di carattere generale.

L'articolo 1325 c.c. nell'indicare i requisiti essenziali del contratto rimanda al concetto di liceità per la sola causa e il solo oggetto, mentre nulla dice con riguardo all'accordo e alla forma.

In primo luogo bisogna prioritariamente chiarire che non sussisterebbero ragioni, nonostante l'assenza di indici letterali specifici, che possano

---

<sup>277</sup> Sul punto si vedano le considerazioni di P. GIUDICI, *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici del derivato*, in *Banca e Borsa*, 2016, II, 505 secondo il quale il rinvio alla causa in concreto sarebbe «*grossolanamente inadeguato*» alla luce dei principi elaborati dalle S.S.U.U. n. 26724 e 26725 del 2007. In termini opposti cfr. G. FERRARINI, In Coll. Arbitrale, 4 luglio 2013, in *Banca e Borsa*, 2015, II, 229.



condurre l'interprete a ritenere che un contratto non possa, ad esempio, essere caratterizzato da un accordo illecito.<sup>278</sup>

Ugualmente a dirsi per quel che attiene alla forma, con specifico riguardo all'adempimento dell'obbligo di informazione e di trasparenza in capo alla parte forte del rapporto. Sono, difatti, ormai numerose le ipotesi di nullità derivanti dalla violazione della forma scritta richiesta dalla legge per l'adempimento di obblighi che, pur collocandosi nella fase anteriore del rapporto, sono idonee ad incidere sulla validità dell'intera operazione.

L'analisi si intreccia, inevitabilmente, con le relazionino sussistenti tra illiceità e condizioni soggettive dei contraenti nonché fra ciò che le parti percepiscono come soggettivamente illecito e ciò che oggettivamente, *rectius*, strutturalmente risulta realmente tale.

A tal riguardo, è doverosa una considerazione: difatti, al contrario di quanto previsto dal codice civile del 1942, in cui la nullità prescinde dallo status soggettivo delle parti, nella recente legislazione speciale le qualità soggettive sempre più spesso rilevano ai fini della dichiarazione di nullità<sup>279</sup>.

---

<sup>278</sup> F. DI MARZIO, *Cit.*, 30. Del pensiero dell'A., tuttavia, non si condividono i successivi snodi. Difatti, secondo detta Dottrina, l'accordo illecito è «*collocabile anche in un altro elemento, e immediatamente, nella causa*». Così ragionando, tuttavia, si corre il serio rischio di attribuire all'elemento causale, ancora una volta, la funzione di sterile contenitore di indistinte ipotesi di illiceità, posto che ogni vizio potrebbe, potenzialmente, frustrare la funzione che il contratto è destinata a svolgere. Solo l'anomalia realmente idonea, in ossequio all'insegnamento delle Sezioni Unite n. 26724 e 27725 del 2007, ad incidere sulla struttura del negozio può determinare la nullità dello stesso, salvo che non sia diversamente stabilito.

<sup>279</sup> Si vedano, sul punto, le considerazioni dell'illustre Dottrina di E. BETTI, *Op. cit.*, 375, secondo il quale « (...) per l'atto illecito la qualità della persona è, entro certi limiti, indifferente (...) ». Così anche F. CARNELUTTI, *Teoria generale del diritto*, Napoli, 1951, 307.

In altri termini, il ruolo assunto dai paciscenti nel mercato diviene determinante per l'individuazione del *discrimen* fra ciò che è illecito e ciò che invece non lo è, sicché la regola non può più essere separata dai soggetti che la pongono in essere<sup>280</sup>.

Dalla legislazione speciale emerge un progressivo rilievo, soprattutto a fini invalidanti, dell'ottica relazionale. Il contratto non viene più considerato atomisticamente bensì in relazione alle circostanze che hanno portato alla sua stipula.<sup>281</sup> Il contesto economico e di mercato diventa, quindi, elemento così significativo da giungere a condizionare la validità, dunque l'essenza stessa, del negozio.<sup>282</sup>

E' quindi evidente la nuova sfaccettatura assunta dalla nullità che si sostanzierebbe, secondo taluni, in elementi estrinseche al contratto stesso.<sup>283</sup>

Che la violazione di una norma comportamentale possa in effetti incidere sulla struttura negoziale sino a determinare la nullità è ipotesi espressamente

---

<sup>280</sup> Si pensi alla dichiarazione di operatore qualificato di cui all'articolo 31 regolamento Consob n. 11522 del 1998 che comporta la non applicabilità, anche in punto di nullità del contratto, della disciplina prevista per il cliente al dettaglio. Sul tema della rilevanza dello status ai fini della disciplina concretamente applicabile si rimanda a F. DI MARZIO, *Op. cit.*, 33. Sulla rilevanza della posizione soggettiva dei contraenti si vedano le considerazioni di E. GABRIELLI, *I contraenti*, in A.A.V.V., *Il diritto europeo dei contratti di impresa. Autonomia negoziale e regolazione del mercato*, a cura di Sirena, Milano, 2006, 113 e ss. secondo il quale tale rilevanza è invece da escludersi nella disciplina del codice civile, più attento al contratto che all'operazione economica.

<sup>281</sup> Sul punto A. DI MAJO, *La nullità*, *Cit.*, 128.

<sup>282</sup> Sui nessi fra contratto e mercato si rimanda, per tutti, a F. DI MARZIO, *Teoria dell'abuso e dei contratti dei consumatori*, *Cit.*, 709 e ss; G. OPPO, *Cit.*, 421 e ss; N. LIPARI, *Cit.*, 325; G. VETTORI, *Cit.*, 797 e ss.

<sup>283</sup> V. SCALSI, *Cit.*, 421 ss. Dello stesso A, si rimanda a A.A.VV., *Il contratto e le tutele*. *Cit.*, 206 e ss.

prevista, ad esempio, dall'articolo 122 co.3 TUF<sup>284</sup>, che impone i soci aderenti ai patti parasociali aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano una pluralità di obblighi di comunicazione, a pena di nullità dell'atto.

Si pensi, ancor più nello specifico, agli obblighi di informazioni previsti dalla legislazione speciale nei riguardi dei clienti *retail*, ossia al dettaglio<sup>285</sup>.

---

<sup>284</sup> Nello specifico, la norma impone, al suo primo comma, che detti patti debbano essere, entro cinque giorni « a) comunicati alla Consob; b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana; c) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale; d) comunicati alle società con azioni quotate» e che, così come espressamente stabilito dal terzo comma della suindicata norma « In caso di inosservanza degli obblighi previsti dal comma 1 i patti sono nulli. »

<sup>285</sup> Secondo la definizione dell'articolo 26 co.1 Reg. Intermediari si intende « c) cliente: la persona fisica o giuridica alla quale vengano prestati servizi di investimento o accessori; d) "cliente professionale" il cliente professionale privato che soddisfi i requisiti dell'Allegato n.3 al presente regolamento e il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies del Testo Unico; e) "cliente al dettaglio" il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata». Per controparti qualificate si intende, invece, ai sensi dell'articolo 6 co.2 quater TUF « 1) le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazione, le Ocicr, le Sgr, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106,107,113 del testo unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del testo unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico; 2) le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci; 3) le imprese la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purchè esse siano garantite da membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulate da dette imprese spetta a membri che aderiscono alle controparti centrali di tali mercati; 4) le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento Consob, sentita la Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39 CE e alle relative misure di esecuzione; 5) le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea.»

Al contrario, per i clienti professionali, nonché per la sottocategoria delle controparti qualificate, tali adempimenti si riducono al minimo.<sup>286</sup>

Se ciò è vero, in relazione alle ipotesi espressamente stabilite dalla legge, ciò non può portare a ritenere che la mancata o la non corretta informazione possa sempre tradursi in un deficit sul versante causale<sup>287</sup>, dovendo il mancato adempimento dell'obblighi di *disclosure* o rilevare di per se in termini invalidanti, ma solo qualora l'adempimento dell'obbligo informativo sia previsto a pena di nullità, o dal punto di vista risarcitorio o, se mai, viziare il diverso profilo dell'accordo o della corretta formazione del consenso.

Sussiste, infatti, una profonda differenza fra la percezione delle parti e la reale consistenza degli elementi essenziali del negozio, primo fra tutti l'oggetto, il quale, come noto, inevitabilmente influenza la causa<sup>288</sup>.

In altri termini, non tutto quel che le parti sentono come soggettivamente illecito, impossibile, indeterminabile o indeterminato, nella realtà risulta effettivamente tale. D'altronde, non sempre la dichiarazione di nullità si appresta ad essere il rimedio maggiormente *conveniente* per la parte debole del rapporto, considerando che, *ex art. 2033 c.c.*, le parti sono poi obbligate alle reciproche restituzioni.

---

<sup>286</sup> A tal proposito, l'articolo 6 co. 2 *quater* del TUF depone alla Consob il compito di individuare, con proprio regolamento, sentita la Banca d'Italia, le norme di condotta che non si applicano ai soggetti abilitati e alle controparti qualificate.

<sup>287</sup> Così Trib. Torino 17 gennaio 2014. Sul punto si rimanda alle considerazioni del capitolo precedente.

<sup>288</sup> Si ribadirà a tal proposito, nelle pagine seguenti, quanto già accennato nel capitolo precedente relativamente all'oggetto del contratto si IRS. A tal riguardo, se il *mark to market* risulta solo soggettivamente indeterminabile, ma oggettivamente presente nel tessuto contrattuale, la nullità deve essere esclusa.

E' dunque essenziale che il rimedio venga utilizzato in maniera ponderata, solo laddove il negozio presenti anomalie tali da giustificare la più grave fra le reazioni dell'Ordinamento.

### **5. Il labile confine fra consulenza e informazione e ricadute sulla struttura negoziale: le particolari ipotesi dei c.d. Synthetic CDO e Squared CDO**

La consulenza di carattere personalizzato di cui all'art. 1 co.5 *septies*, assume un ruolo particolarmente pregnante nei Mercati *Over The Counter* in cui la negoziazione avviene, si ribadisce, in totale assenza di standardizzazione poiché le attività di contrattazione non sono finalizzate all'acquisto dello strumento finanziario ma alla stipula di un contratto che non presuppone ma crea esso stesso il derivato, peraltro caratterizzato dal fatto che una delle parti è proprio l'intermediario che negozia per contro proprio, ossia come controparte diretta del cliente.<sup>289</sup>

Tali mercati risultano, dunque, ancora più pericolosi, non solo in relazione alla scarsa liquidità, all'assenza di meccanismi centralizzati di compensazione e di strumenti di negoziazione trasparenti, ma anche alla luce della straordinaria capacità dei prodotti di influenzare notevolmente l'andamento sia delle piazze regolamentate sia dei sottostanti di riferimento sino a contribuire grandemente, come infatti avvenuto in passato, all'abnorme espansione del rischio sistemico.

A tal riguardo, si evidenzia che per le sole attività di consulenza gli articoli 23 TUF e 37 co1 Reg. Interm. non prevedono più il requisito della forma

---

<sup>289</sup> P. GUIDI, *Le regole di comportamento degli intermediari finanziari ed i contratti derivati*, Cit., 344.

scritta. La norma, dunque, prospetta un trattamento giuridico diverso a seconda che l'attività abbia ad oggetto la consulenza o l'informazione vera e propria, per la quale continua ad imporre la forma scritta.

Va prioritariamente evidenziato che la prescrizione normativa sembra convincente nella misura in cui si circoscrive l'ambito di operatività ai mercati regolamentati, caratterizzati da un alto tasso di standardizzazione dei prodotti; nei mercati OTC, al contrario, una raccomandazione, una consulenza personalizzata assume il carattere dell'indispensabilità e risulta assai difficile «*scindere l'aspetto informativo da quello consulenziale.*<sup>290</sup>»

Di tale avviso è anche la Consob secondo la quale ogniqualvolta la negoziazione abbia riguardo a prodotti OTC, l'aspetto consulenziale risulta in defettibilmente presente<sup>291</sup>

I c.d. *Collateralized Debit Obligation* (CDO) sono strumenti emessi utilizzando la tecnica della cartolarizzazione<sup>292</sup> e garantiti da obbligazioni

---

<sup>290</sup> ID, *Op. ult. cit.*, 346. Prosegue l'A. evidenziando come in siffatte ipotesi l'aspetto consulenziale «*potrebbe ritenersi addirittura doveroso (...) così come peraltro in genere fa qualsiasi fornitore di prodotti o merci aventi una certa complessità, ove voglia proporsi alla clientela col massimo grado di correttezza e professionalità*».

<sup>291</sup> Anche secondo la Corte di Giustizia, 30 maggio 2013, C-604/11, nella negoziazione OTC l'attività di consulenza è direttamente connessa a quella informativa e da essa non può essere scissa.

<sup>292</sup> Detto meccanismo viene spiegato in <http://www.borsaitaliana.it>. Nello specifico, l'operazione di cartolarizzazione in esame prevede l'emissione di un pool di titoli / strumenti emessi da un intermediario, c.d. Sponsor, ad una società costituita appositamente per il buon esito dell'operazione, ossia la c.d. SPV (*Special Purpose Vehicle*) che, a fronte dell'acquisto dei titoli/strumenti emette, appunto, CDO. I relativi rendimenti cambiano a seconda della gestione dei titoli sottostanti che può essere statica o dinamica. Nel primo caso le obbligazioni collaterali sottostanti permangono nel portafoglio del gestore mentre nel secondo caso i titoli sottostanti possono mutare in conseguenza delle attività del gestore. In tale ultimo caso, le attività del gestore si articolano in tre fasi: la prima, di c.d. *ramp-up*, in cui il gestore investe il ricavato dalla vendita delle CDO acquistando i titoli che andranno a costituire il *collateral* sottostante. Questa

collaterali sottostanti. Possono essere costituiti da attività eterogenee quali strumenti derivati, bond, obbligazioni o altri titoli dalla rischiosità graduata per *tranches*.

Per quel che attiene la natura giuridica, ci si è chiesti se detti strumenti possano essere riconducibili al *genus* delle obbligazioni e debbano, dunque, essere sottoposti alla medesima disciplina, di cui agli articoli 2410 c.c e ss., posto che in entrambi i casi i sottoscrittori dei titoli restano creditori del capitale in restituzione.

Al quesito sembra, tuttavia, doversi dare risposta negativa, considerando che la logica della cartolarizzazione è diametralmente opposta a quella della disciplina di cui agli articoli 2410 e ss. c.c.

La *ratio* di cui alla l. 130/1999 è infatti quella di pervenire ad una smobilitazione di crediti in precedenza immobilizzati; al contrario, la logica che governa gli articoli 2410 e ss. del codice è proprio quella di

---

fase dura circa 12 mesi. Nella seconda, di c.d. *revolver period*, il gestore si occupa della compravendita dei titoli già presenti in portafoglio nonché di eventuali nuovi strumenti. Questa fase può durare anche un quinquennio. L'ultima fase c.d. di *final period*, gli strumenti presenti nel pool giungono a scadenza e si provvederà al rimborso dei CDO a seconda della *tranches* di appartenenza. Se, quindi la gestione è statica, gli investitori conoscono fin dall'inizio il pool di titoli e strumenti, mentre nel secondo caso la consistenza varierà seconda delle scelte del gestore. Classico esempio è quello rappresentato da una banca che abbia fra le sue attività un certo numero di prestiti immobiliari; se la banca decide di cartolarizzare tali attività allora emetterà dei titoli, che hanno come garanzia quei mutui, che poi verranno venduti a investitori privati o istituzionali.

Nella sostanza, la banca cede l'insieme dei suoi mutui alla SPV che emette delle obbligazioni che colloca presso gli investitori, e successivamente utilizza il ricavato della vendita delle obbligazioni per acquistare i mutui stessi. In tal modo il rischio viene trasferito ai sottoscrittori finali delle obbligazioni, in quanto il rimborso degli interessi che maturano e del capitale a scadenza collegato alle obbligazioni è strettamente dipendente dalla effettiva riscossione delle rate dei mutui stessi. I pagamenti destinati agli investitori in titoli cartolarizzati dipendono esclusivamente dai flussi di cassa prodotti dai crediti ceduti. L'esempio è quello reperibile in <http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->.

immobilizzare capitale in misura almeno pari all'emissione delle obbligazioni<sup>293</sup>. D'altronde, è lo stesso articolo 5 co.2 della l. 130/1990 ad escludere espressamente l'applicabilità degli articoli 2410 c.c. e ss. e non per una mera scelta di opportunità del legislatore, come nel caso della inapplicabilità dell'articolo 1933 c.c. ai contratti derivati di cui si è detto nelle pagine precedenti<sup>294</sup>, ma a fronte della diversa funzione svolta dai diversi istituti.

Inoltre, a differenza delle normali obbligazioni, le CDO possono distinguersi, a loro volta, in *cash* e *synthetic*. Le prime si caratterizzano per la sussistenza del credito sottostante mentre le seconde comprendono al loro interno dei *Credit Default Swap*, sicché ad essere oggetto dell'operazione non è l'obbligazione in sé unitamente considerata ma il solo rischio di credito.

Nella prassi, a fronte del continuo evolversi dell'industria finanziaria, si sono poi sviluppati i c.d. *CDO squared*, costituiti a loro volta da altri CDO.

Qualora il CDO, sia esso *synthetic* o *squared* contenga al proprio interno un *CDS naked* la questione si complica ulteriormente.

---

<sup>293</sup> Così T. PIETROFORTE, *La natura dei titoli asset-backed, ed i rapporti con la disciplina della raccolta del risparmio*, in *La cartolarizzazione- commento alla legge n.130/1999*, a cura di Ferro-Luzzi Milano, 2005, 348. Nello stesso senso, F. DELFINI, *Valutazione di adeguatezza ex art. 40 regol. interm., Cit.*, 309.

<sup>294</sup> L'analisi relativa alla natura giuridica dei contratti derivati, al cui *genus* si ascrive lo swap, è stata affrontata nel Cap. II del presente lavoro. Come si è rilevato in quella sede, l'inapplicabilità dell'articolo 1933 c.c. non trae fondamento da una diversa struttura o dalla diversa funzione assoluta dalla scommessa legalizzata rispetto a quella meramente tollerata, sicché la non applicabilità della norma dipende da una mera scelta di opportunità del legislatore. In questo caso, invece, la logica che governa i due istituti è assai differente.



Difatti, come già evidenziato, l'ipotesi di *Credit Default Swap* non rientra nell'alveo dell'ordinaria cartolarizzazione<sup>295</sup> sia perché ad essere trasferito è solo il rischio del credito e non il credito stesso, sia perché, nell'ipotesi di *CDS naked*, si prevede espressamente che la SVP, superato un certo *detachment point*<sup>296</sup> non sia più obbligata al rimborso del capitale, sicché l'obbligazione si estingue; al contrario, nell'ordinaria ipotesi di cartolarizzazione l'obbligazione di restituzione del capitale persiste anche in caso di incapacienza.

La particolare complessità di tali titoli, ben rientra nella previsione di cui agli articolo 31 Reg. Interm. ai sensi del quale «*Quando è probabile che i rischi connessi con uno strumento finanziario o con un'operazione finanziaria che combinano fra loro due o più strumenti o servizi finanziari diversi siano superiori ai rischi connessi alle singole componenti, l'intermediario fornisce una descrizione adeguata delle singole componenti e del modo in cui la loro interazione accresce i rischi.*»

---

<sup>295</sup> Sul punto, si rinvia *amplus* al Cap. 2 del presente lavoro. Si parla, in tale ipotesi di c.d. cartolarizzazione sintetica.

<sup>296</sup> Il *detachment point*, rappresenta il livello di perdite oltre ai quali la SVP non è tenuta al pagamento mentre il c.d. *attachment point* fa riferimento al livello oltre il *protection seller* coprirà le perdite sopportate dal *protection buyer*.

I titoli, come accennato nel testo, non hanno tutti la medesima priorità per quel che attiene l'eventuale riscossione. Difatti, questi vengono suddivisi per *tranches* aventi un rischio di credito diverso: i pagamenti che affluiscono al portafoglio di *bonds* vengono incanalati prima verso la tranche *senior*, i cui investitori ricevono il rendimento promesso, poi, se non si verificano insolvenze, vengono pagate le cedole anche agli investitori della tranche *mezzanine* e, infine, se i pagamenti sono sufficienti, vengono remunerati anche gli investitori della tranche *equity*. Quindi, se si verificano delle insolvenze, i primi a vedere decurtato il rendimento promesso saranno i possessori della *tranche equity*, poi se le insolvenze sono molto elevate quelli della *tranche mezzanine* e infine se si verifica un ingente numero di default ad essere interessati dalle perdite saranno anche i possessori della tranche *senior*. Per una descrizione più analitica del fenomeno, si rimanda a *Nuovissima enciclopedia della banca, borsa e finanza*, in <http://www.bankpedia.org/index.php/it/90-italian/c/23719-cartolarizzazione>.

Per quel che nello specifico attiene al giudizio di *suitability rule*, ossia di adeguatezza, le particolarità e i rischi sottesi a tali operazioni, che non ne consentono, come sopra evidenziato, la riconducibilità al *genus* delle obbligazioni strutturate, impone all'intermediario, di procedere alla verifica dei requisiti previsti dal co. 2 lett. c) dell'articolo 40 Reg. Intern., ossia all'accertamento di «*necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'intera operazione.*»

Compito dell'intermediario è, inoltre, quello di esprimere un *fair value*, ossia il valore intrinseco di un'attività finanziaria, noto anche come prezzo teorico.

Pare opportuno evidenziare che la straordinaria capacità di tali prodotti di generare ricchezza immediata ha incentivato spesso società ed intermediari alla prioritaria collocazione di tali prodotti anche qualora fosse del tutto evidente la non rispondenza al profilo di rischio del cliente.<sup>297</sup>

Detto altrimenti, attraverso prodotti quali *Synthetic CDO* o *Squared CDO* contenenti al loro interno CDS *naked*, la smobilitazione del solo rischio fa sì che il credito continui a figurare nel conto economico della società, contribuendo all'attivo della stessa.<sup>298</sup> Una tale pratica, ben potrebbe vanificare le prescrizioni relative ai test di adeguatezza ed appropriatezza<sup>299</sup>.

---

<sup>297</sup> La riflessione è di M. NUTI, dottore commercialista e revisore contabile, durante il convegno del 29 settembre 2017 tenutosi presso il Tribunale di Ancona dal titolo «*Come affrontare il contenzioso finanziario a 10 anni dalla a dieci anni dalla pronuncia della cassazione a sezioni Unite 19 dicembre 2007 n.26725*», di cui si attende la pubblicazione degli atti.

<sup>298</sup> Rilevano F. CAPUTO NASETTI- G. CARPENZANO, G. GIORDANI, *I contratti derivati di credito, aspetti civili contabili e fiscali*, Milano, 2002, XIII, come l'enorme sviluppo dei derivati di credito sia da riferire proprio alla possibilità di procedere allo smobilizzo del solo rischio senza effettuare il trasferimento dell'attivo sottostante. A ben guardare poi, la società *vince* in ogni caso. Difatti, anche qualora l'obbligazione non venga adempiuta, attraverso il CDS che

A tal riguardo, rispetto alla corretta determinazione del *fair value*, pare opportuno apportare una distinzione, ai fini della sanzione concretamente irrogabile.

Anche in tal caso, se il prezzo teorico non è determinato e non può essere oggettivamente determinabile nemmeno *per relationem*, la violazione degli obblighi senz'altro incide sugli elementi intrinseci della fattispecie, primo fra tutti sull'oggetto del contratto.

Diversa è invece l'ipotesi che si verifica allorquando l'indeterminabilità del *fair value* sia solo soggettiva. Sicché il quel caso parrebbe più opportuna, verificata la sussistenza di vizi incidenti sulla corretta formazione del consenso, optare per l'annullamento del negozio o, eventualmente, prospettare conseguenze di tipo risarcitorio, salvo che la nullità non possa invece discendere dalla violazione di obblighi informativi per il quale il legislatore ha espressamente previsto la suddetta sanzione invalidante<sup>300</sup>.

## **6. L'incidenza sul contratto di costi impliciti**

Questione particolarmente problematica per l'interprete è rappresentata dall'incidenza dei costi impliciti sul contratto, se, dunque, questi possano

---

eventualmente comporre il CDO il rischio default viene coperto dal *protection seller* che, secondo il meccanismo illustrato nel capitolo precedente, dovrà versare al *protection buyer*, ossia la società richiedente protezione, ingenti somme di denaro del tutto svincolate, sempre come evidenziato nel precedente di capitolo, dal principio indennitario che, come noto, governa il contratto di assicurazione.

<sup>299</sup> Nel corso della trattazione, si cercherà di comprendere in che modo influisca la condotta dell'intermediario, certamente non conforme non solo alle prescrizioni di rango speciale ma anche al generale canone di buona fede, sulle vicende del contratto.

<sup>300</sup> Il canone da utilizzare, così come prospettato da S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela*, *Cit.*, *passim*, è ancora quello del *distingue frequenter*. Sul punto si vedano le considerazioni del Cap. II.

risultare idonei ad condizionare la struttura del negozio, primo fra tutti l'oggetto, o se invece il riscontro di costi non espressamente evidenziati possa determinare solo tutele di carattere risarcitorio, alla luce del comportamento non conforme a buona fede e correttezza dell'intermediario. La questione si interseca inevitabilmente con le problematiche sottese alla sussistenza del conflitto di interessi dell'intermediario.<sup>301</sup> Secondo quanto evidenziato dalla Consob<sup>302</sup>, non è possibile procedere ad

---

<sup>301</sup> Sulle problematiche connesse al conflitto di interessi in generale si rimanda a D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002.

<sup>302</sup>In [www.consob.it](http://www.consob.it) risposta al quesito n. 97006042/1997. La giurisprudenza ha, ad esempio, ritenuto sussistente il conflitto di interessi qualora la banca si proponga quale consulente ed assistente del cliente nell'individuazione e nella valutazione della migliore opzione negoziale per procedere alla sostituzione del precedente contratto, essendo evidente che la banca, in veste di consulente, non sia in posizione di terzietà nel momento in cui propone un proprio prodotto; sicché ad essere violati non sarebbero esclusivamente gli specifici doveri gravanti sugli intermediari e sugli operatori finanziari, ma anche i generali doveri di buona fede oggettiva e di diligenza da osservarsi nello svolgimento di qualsivoglia rapporto giuridico. Così Trib. Roma, 10 luglio 2016; ancora secondo Trib. Milano 13 febbraio 2014 « *La banca che raccomandi al cliente la stipula di un contratto di swap negoziato al di fuori dei mercati regolamentati e costruito dallo stesso intermediario, il quale si trova, pertanto, in situazione di conflitto di interessi, ha l'obbligo di illustrare al cliente i rischi relativi allo specifico prodotto ovvero: i) scomporre il prodotto complesso nelle componenti elementari che giustificano l'esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione, con la quantificazione del fair value di ciascuna delle componenti derivative e dello strumento nel suo complesso; ii) in presenza di strutture complesse produrre le risultanze di analisi di scenario di rendimenti da condursi mediante simulazioni effettuate secondo metodologia oggettive; iii) porre a confronto il prodotto con altri analoghi semplici, noti, liquidi, basso rischio e di analoga durata e, ove esistenti, con prodotti succedanei di larga diffusione e di adeguata liquidità, in modo da consentire al cliente di operare una scelta ragionata; iv) esplicitare nel contratto il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti, i criteri con cui determinare i costi di recesso o di sostituzione. Occorre poi precisare che, in assenza di informazioni specifiche sul profilo di rischio del prodotto, ricostruito attraverso il ricorso a scenari probabilistici e senza informazioni sul valore del market to market alla data di stipulazione, l'investitore non è in grado di formulare un giudizio di convenienza economica del derivato in termini di*

un'individuazione aprioristica del conflitto di interessi per il solo fatto che l'intermediario negozi in contropartita diretta con la propria clientela strumenti finanziari, dovendo essere effettuata una valutazione con riguardo al singolo caso concreto. Pertanto, qualora l'ordine di acquisto dello strumento sia stato impartito spontaneamente dal cliente non risulta configurabile alcun conflitto di interessi. Al contrario, se l'ordine di acquisto sia avvenuto su suggerimento dell'intermediario, occorre verificare, ancorché formalmente sussista un ordine del cliente, se la sollecitazione dell'intermediario sia finalizzata a realizzare al meglio gli interessi dei clienti, o anche -o unicamente- alla realizzazione di scopi ulteriori e diversi, propri dell'intermediario.

Come evidenziato anche in precedenza, il contratto di swap, nella sua formulazione base, ossia quella di *Interest Rate Swap plain vanilla*, deve necessariamente indicare il capitale nozionale, la data di stipula del contratto, e, se diversa, la data a partire dalla quale il contratto produrrà i

---

*costo/rischio/beneficio*». Esclude invece il conflitto di interessi Trib. Ravenna, 18 ottobre 2011, secondo il quale « *Non è ravvisabile una situazione di conflitto di interessi in senso tecnico nell'ipotesi di negoziazione per conto proprio da parte dell'operatore abilitato ossia nel caso di acquisto per successiva rivendita del titolo mobiliare al fine di ricavarne uno spread oltre al compenso provvigionale*». Sempre sull'individuazione del possibile conflitto di interessi e sulle norme che devono regolare la condotta degli intermediari sembrano incisive le considerazioni di Trib. Milano, 19 aprile 2011 che afferma che anche qualora venga sottoscritta la dichiarazione di operatore qualificato prevista dall'articolo 31 del regolamento Consob 11522/98, che esclude l'applicazione della disciplina del conflitto di interessi prevista dall'articolo 27 dello stesso regolamento, questa non legittima l'intermediario a « *gestire il conflitto di interessi esclusivamente a proprio favore, senza garantire al cliente un equo e trasparente trattamento. Trasparenza ed equo trattamento nella gestione dei conflitti di interesse (conflitti che devono in ogni caso essere ridotti al minimo e non possono diventare un comportamento generalizzato neanche nei confronti di operatori qualificati) costituiscono precetti comportamentali basilari, alla cui osservanza l'intermediario è tenuto anche quando il cliente sottoscriva la dichiarazione prevista dal articolo 27 citato, ovvero anche quando il cliente sia un operatore qualificato*».

propri effetti. All'intero della pattuizione devono altresì essere inserite le scadenze, sia quelle intermedie che quella finale previste per l'erogazione dei pagamenti unitamente all'indicazione della parte vincolata al tasso fisso, c.d. *fixed rate payer* e di quella vincolata al tasso variabile, c.d. *floating rate payer*.

Molto spesso, all'interno dei contratti di IRS, soprattutto se negoziati nei mercati OTC, manca una chiara determinazione dei costi di intermediazione, i quali tuttavia possono incidere in maniera rilevante sull'assetto negoziale, sicché è necessario che questi vengano chiaramente evidenziati dall'intermediario in sede di stipula del contratto, al fine di permettere la scelta più consapevole possibile per il cliente. Una poco chiara determinazione può infatti tradursi o in una totale omissione o in una indicazione poco chiara e trasparente.

Come noto, i costi impliciti concorrono all'individuazione del prezzo del derivato, che si determina in base alla differenza fra *fair value*, ossia valore teorico del derivato e *mark to market*, ossia l'indice che permette l'attualizzazione del prezzo in base all'andamento del mercato.

Come più volte evidenziato, la linea di demarcazione fra ciò che realmente può essere oggetto di nullità e ciò che invece può solo essere fonte di tutele di tipo risarcitorio sta nella possibile determinazione o quanto meno determinabilità di tali elementi.

A tal riguardo, è opportuno evidenziare come nemmeno in tale caso sussista uniformità in giurisprudenza su quale debba essere la sorte del contratto in caso di violazione di doveri che, al di là delle singole previsioni speciali, risultano comunque assimilabili al generale obbligo di buona fede e correttezza di cui all'articolo 1337 c.c.

Sul punto, si registra una recente decisione del tribunale di Milano<sup>303</sup> che dichiara nulli due contratti di swap poiché l’inserimento di costi non palesati, idonei a configurare delle commissioni occulte o implicite in favore dell’intermediario, determinano « *uno squilibrio genetico del derivato.* »

In un’altra occasione,<sup>304</sup> è stata dichiarata la nullità del contratto poiché l’omissione del *mark to market* ha permesso all’intermediario, in evidente conflitto di interessi, di occultare il compenso a lui dovuto, rappresentato dai c.d. costi impliciti. Nello specifico, si legge in decisione che si “*determina la nullità del contratto derivato anche in ragione del difetto di accordo sul requisito essenziale del compenso di cui all’articolo 1709 c.c., il quale dispone che, nel mandato oneroso, il compenso del mandatario sia consapevolmente stabilito (...) e ovviamente non occultato fra le condizioni economiche predisposte dal mandatario per assicurarsi un compenso non esplicitato ( in evidente conflitto di interessi col cliente).*” La Corte prosegue affermando che la nullità non si deduce dalla violazione di regole di condotta dell’intermediario, bensì ex art 1418 co 2 c.c., per difetto della causa in concreto e non si porrebbe in contrasto coi “*principi condivisibilmente statuiti dalle sezioni unite con la sentenze n. 26724 e 26725 del 2007.*”

A tal proposito, si profila necessario fornire qualche ulteriore chiarimento sulla scorta di quanto già rilevato in precedenza.

---

<sup>303</sup> Trib. Milano, 12 maggio 2016, n. 6001. La sentenza appare interessenza perché in tal caso ad essere colpito dalla nullità non è il contratto privo o ritenuto privo di *mark to market*, sulla cui analisi si rimanda al Cap. II, ma quella relativa al mancato palesamento di un costo.

<sup>304</sup> App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, reperibile su [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

Ancora una volta sembra quasi che la giurisprudenza ad oggi dominate, non potendo far discendere la nullità direttamente dalla violazione delle norme di comportamento, orienti le proprie valutazioni sul profilo causale, talvolta opportunamente, altre volte meno. Non si comprende, ad esempio, come la mancanza di accordo ex art 1709 c.c. possa poi concretamente tradursi in un deficit sul versante causale, dovendo, se mai, rilevare di per se.

Non sempre, infatti, l'anomalia può ragionevolmente essere ricondotta all'alveo dell'invalidità di cui all'articolo 1418 co.2 c.c., per mancanza o carenza di causa in concreto, salvo evidenti forzature sistematiche<sup>305</sup>.

V'è, inoltre, un'enorme differenza fra elemento destinato a confluire nel tessuto negoziale ed elemento che, invece, può solo rilevare in termini di responsabilità. Affermare che un costo non è palesato non equivale a ritenere che questo sia inesistente.

Solo in tale ultimo caso, mancando un elemento idoneo ad incidere sulla corretta determinazione dell'oggetto, quindi sulla causa del negozio, la sanzione potrebbe, sempre in virtù dell'insegnamento ormai stabile dal 2007, essere la nullità, ma la medesima conclusione mai potrebbe trarsi in ipotesi di costo occultato in mala fede, perché in tale ultimo caso il costo esiste. Se così non fosse, se dunque anche tale ipotesi venisse sanzionata con la nullità verrebbero svilite sia la categoria della responsabilità ex art 1337 c.c. sia l'ipotesi di annullamento per dolo ai sensi dell'articolo 1439 c.c.

A questo riguardo, non sarebbe nemmeno da sottovalutare l'ipotesi di dolo incidente qualora, in ipotesi, il contratto sarebbe stato ugualmente voluto

---

<sup>305</sup> Quel che preme precisare è che, in taluni casi, risulta senz'altro da condividere la scelta di dichiarare a nullità per carenza o mancanza di causa in concreto dell'operazione, come nel caso di contratto caratterizzato da alea unilaterale.



ma a condizioni diverse se il costo ulteriore fosse stato palesato. A rilevare risulterebbe forse più opportunamente, proprio l'ipotesi di cui all' articolo 1440 c.c.<sup>306</sup>.

Se da un lato è senz'altro vero che nei mercati OTC il più delle volte non è per nulla agevole comprendere la reale portata dell'operazione che l'investitore si accinge concretamente a concludere<sup>307</sup>, dall'altro, sempre più spesso, e le problematiche sottese al tema dei costi impliciti ne sono ulteriore conferma, emerge la tendenza a far confluire nel deficit strutturale anomalie che nulla avrebbero a che vedere con un vizio genetico del contratto.

---

<sup>306</sup> In tal senso, ABF, Collegio di Milano, 18 febbraio 2011, n. 340, e ABF, Collegio di Milano, 28 aprile 2011, n. 874.

<sup>307</sup> Si segnala ancora Trib. Milano 19 aprile 2011, secondo il quale « *La contrattazione in derivati over the counter, a differenza di quella in derivati cosiddetti uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di offerente e di consulente; dalla centralità, in relazione al futuro andamento del rapporto, della disciplina stipulata tra le parti; dal fatto che si tratta di prodotti di secondo livello strutturabili in funzione delle specifiche esigenze delle controparti quanto a scadenza, tipologia del sottostante, liquidazione di profitti e perdite, ecc.; dall'evidente interesse dell'intermediario, controparte contrattuale portatore di un proprio interesse economico, a costruire o proporre un prodotto che possa risultare svantaggioso o inadatto al cliente, in quanto fabbricato o rinegoziato in termini geneticamente o successivamente alterati in sfavore della controparte. In tema di derivati over the counter, il conflitto di interessi tra intermediario e cliente può derivare anche dal fatto che il primo può avere in essere operazioni di segno uguale o contrario con altri soggetti e dalla necessità di piazzare prodotti sul mercato anche solo per esigenze di riposizionamento o di propria copertura*». In [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

### 6.1.(segue) Costi occulti, rinegoziazione e clausola *up front* fra invalidità e responsabilità

Attraverso le attività di rinegoziazione le parti non attendono la naturale scadenza del contratto di swap. Una tale iniziativa delle parti può giustificarsi, principalmente, con riguardo a tre distinti ordini di ragione. Può infatti accadere che il rischio oggetto del contratto sia venuto meno, o che il *mark to market* abbia assunto un valore negativo che si intende correggere o, ancora, che il mercato offra possibilità più allettanti per le parti.<sup>308</sup>

Nella prassi si intraprendono le operazioni di rinegoziazione essenzialmente per correggere un valore negativo che si tradurrebbe in ingenti perdite per il cliente.

Più nel dettaglio, l'intervento di modifica può mirare o ad una modifica del sottostante<sup>309</sup>, o all'aumento del nozionale, ossia del capitale di riferimento, o ad una proroga della scadenza del contratto o, ancora, ad un aumento della leva finanziaria<sup>310</sup>

Generalmente, dette attività sono accompagnate da una c.d. clausola *up front* attraverso la quale si procede all'erogazione di una somma di denaro al fine di riallineare il valore inizialmente negativo assunto dal derivato<sup>311</sup>.

---

<sup>308</sup> M. LEMBO, *L'Analisi giuridica delle rinegoziazioni e degli up front*, in [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it), 2017.

<sup>309</sup> Sulla specifica ipotesi in cui il sottostante possa essere un fondo comune di investimento, come nel caso delle polizze *linked*, si rimanda ai paragrafi successivi del presente lavoro.

<sup>310</sup> Per un approfondimento sulla leva finanziaria si vedano le considerazioni svolte nel Cap. I, par. 5 nota 32.

<sup>311</sup> Nella prassi maggiore è l'*up front* e più probabile è l'andamento negativo del derivato per il cliente. Un tema al momento poco studiato è quello relativo al rapporto sussistente fra il contratto derivato iniziale e quello sorto a seguito delle

Spesso, tuttavia, il cliente non ha piena contezza della reale funzione della somma, che invece rischia di essere percepita come fonte di guadagno.<sup>312</sup>

Detto altrimenti, le attività dell'intermediario compiute in sede di rinegoziazione non sempre risultano conformi ai principi di buona fede e correttezza desumibili tanto dalla disciplina generale quanto dalle norme di settore più volte richiamate.<sup>313</sup>

Per poter comprendere quali i rapporto fra conflitto di interessi e predisposizione di un *up front* sembra opportuno fornire qualche ulteriore coordinata di riferimento relativamente a detta clausola.

Come già evidenziato, l'*up front* rappresenta un efficace indicatore della presenza di uno squilibrio che si intende, almeno in linea teorica, correggere<sup>314</sup> ed è quindi essenziale che durante le attività di negoziazione il comportamento dell'intermediario sia improntato a diligenza, correttezza e

---

attività di negoziazione finanziaria. Nello specifico ci si chiede se in termini civilistici possa trattarsi di ipotesi di novazione oggettiva o se invece possa ravvisarsi un collegamento negoziale, con tutto quel che lì individuazione di un collegamento implica, quali il riversamento, sul contratto collegato, dei tutte le cause che possono incidere sulla validità o sull'efficacia del contratto.

<sup>312</sup> La clausola *up front* in un contratto derivato implica questioni di grandissima attualità, visto il rilevante contenzioso che ha generato, alla luce dell'idoneità della stessa a generare costi impliciti. Sulle questioni connesse *all'up front* e ai guadagni dell'istituto di credito si rimanda a M. FRISONE, *Derivati, così guadagna la mia banca*, in *Il Sole 24 Ore – Plus*, 30 giugno 2007, nonché alle considerazioni di cui al Cap. II. In quella sede si è analizzata la diversa ipotesi di mancata erogazione dell'*up front* e funzione che il negozio è destinato a svolgere.

<sup>313</sup> La reiterazione di più rinegoziazioni ha avuto in passato effetti abnormi. Anche per tale ragione, infatti, i derivati sono stati definiti “*strumenti finanziari di distruzione di massa*”, letteralmente *derivatives are financial weapons of mass destruction*, oltre che “bombe ad orologeria”, essenzialmente per la mancanza di etica nella ricerca di un profitto che non conosce limiti. In questi termini G. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003.

<sup>314</sup> Ciò, naturalmente a condizione che il derivato sia stato concluso per finalità di copertura. Nulla attualmente vieta, infatti, che il derivato possa assumere *ab origine* un valore negativo, configurando, in tal caso, un'operazione avente intento speculativo.

trasparenza<sup>315</sup>, al fine di permettere al cliente di comprendere la reale funzione della clausola.

Difatti, non è escluso che questa possa celare un'ipotesi di costi occulti per il cliente, qualora il finanziamento accessorio sia stato erogato ma non adeguatamente spiegato al cliente, che non percepisce la somma quale strumento di equilibrio di una situazione a lui sfavorevole ma come somma di guadagno direttamente connessa all'operazione principale.

Trattasi, dunque, di ipotesi ben diversa da quella prospettata nelle pagine precedenti, in cui l'assenza dell'*up front* può incidere sulla struttura negoziale sino a determinare la nullità del contratto<sup>316</sup>. Nell'ipotesi di costo occulto, invece, l'*up front* oggettivamente esiste ma non risulta percepito come tale dal cliente. Bisognerà, quindi, analizzare cosa accada concretamente al contratto in tali casi.

In tali ipotesi, è evidente che il comportamento dell'intermediario non è conforme né ai doveri di cui all'articolo 21 TUF né risulta in linea con quanto stabilito dall'articolo 26 Reg. Consob. n. 11528/98 ai sensi del quale

---

<sup>315</sup> A tal proposito, è possibile apportare suddividere le clausole in tre distinti gruppi di riferimento: tripartizione: commissioni certamente preordinate all'esecuzione del contratto, ossia costi finalizzati all'accensione del finanziamento e, come tali, non rimborsabili; commissioni *recurring*, quindi corrispettive allo svolgimento di attività amministrative e gestionali del rapporto, nonché commissioni generiche, *le cui ragioni siano opacamente manifestate*, da qualificare ufficiosamente alla stregua di *recurring* ma che, nei fatti svolgono diverse funzioni e hanno un diverso impatto sul cliente.

<sup>316</sup> Nel capitolo precedente è stata analizzata la diversa ipotesi della totale assenza di *up front* in uno swap avente funzione di copertura. In quel caso, infatti, il mutamento della funzione svolta dal derivato può incidere sulla causa del negozio fino a determinare la nullità dello stesso. In questa sede non si tornerà sull'analisi della totale omissione del suddetto elemento. L'indagine si concentra, infatti, sulla diversa ipotesi in cui l'*up front* risulti presente ma occultato al cliente, ad ulteriore dimostrazione che v'è differenza fra oggettiva assenza e soggettiva percezione della mancanza.

le banche hanno l'obbligo di operare al fine di contenere i costi a carico degli investitori e di ottenere da ogni servizio d'investimento il miglior risultato possibile.

In questo caso, quindi, la sanzione concretamente irrogabile non può essere la nullità del contratto ex art.1418 co2 c.c., non potendo essere l'ipotesi equiparata a quella in cui il suddetto elemento manchi del tutto, bensì il risarcimento del danno ex 1337 c.c. o 1218 c.c. a seconda dei singoli casi<sup>317</sup>.

A tal riguardo, tuttavia, la sorte del contratto cambierà qualora il comportamento dell'intermediario risulti idoneo ad assumere rilevanza anche in sede penale<sup>318</sup> nello specifico ex art. 640 c.p. disciplinante la

---

<sup>317</sup> Sul punto si vedano le considerazioni di Trib. Torino, 30 luglio 2015 secondo il quale « Nessuna norma, primaria o regolamentare, prevede che lo swap debba avere valore di mercato pari a zero; né vi è una disposizione di legge che imponga un obbligo di esplicitazione di tali costi a pena di nullità per carenza di causa. E', inoltre, acquisizione pacifica in giurisprudenza e dottrina che il valore iniziale del derivato, concluso tra un intermediario (dealer) e un cliente retail, incorpora un margine di intermediazione che riflette, tra l'altro, il rischio di credito che la banca assume per il caso di insolvenza del cliente, il margine di profitto (c.d. mark up) della banca, nonché il costo di copertura dell'operazione. I costi impliciti dei prodotti finanziari OTC dunque esistono, non snaturano la causa del contratto, non ne determinano la nullità per presunta carenza di causa, né obbligano la banca a compensare il cliente tramite erogazione di up front. Detti costi implicano soltanto un dovere di trasparenza informativa nei confronti del cliente, come sancito dalla Comunicazione Consob del 2 marzo 2009 n. 9019104». Seppur con riguardo ad altri prodotti, Trib. Perugia 22 dicembre 2014 afferma che « In materia di intermediazione finanziaria, il mancato assolvimento da parte dell'intermediario del dovere di fornire all'operatore inesperto informazioni adeguate sulla natura rischiosa e speculativa del prodotto finanziario complesso denominato BTP Online o Index o Tel e di avvertirlo circa la sua inadeguatezza non determina la nullità del contratto con cui tale operazione si attui bensì la responsabilità da inadempimento precontrattuale dell'intermediario, col conseguente obbligo di risarcire il danno patito dal cliente, parametrato alle perdite che egli non avrebbe subito se non avesse concluso l'operazione di cui si tratta».

<sup>318</sup> Secondo l'articolo 167 c.p. disciplinante il reato di gestione infedele « Salvo che il fatto costituisca reato più grave, chi, nella prestazione del servizio di gestione di

truffa<sup>319</sup>, potendo la fattispecie criminosa essere integrata sia nel momento delle trattative che nella fase esecutiva, dunque in tutte fasi nelle quali le parti debbono rispettare il principio di buona fede, ex artt.1337 e 1375 c.c.

E' stato, infatti, più volte ammessa la configurabilità della truffa contrattuale ex art. 640 c.p. mediante comportamento di carattere omissivo<sup>320</sup>. Se ne può

---

*portafogli o del servizio di gestione collettiva del risparmio, in violazione delle disposizioni regolanti i conflitti di interesse, pone in essere operazioni che arrecano danno agli investitori, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, è punito con l'arresto da sei mesi a tre anni e con l'ammenda da lire dieci milioni a lire duecento milioni. [ndr: da euro cinquemilacentosessantacinque a euro centotremiladuecentonovantuno]». La norma presenta caratteristiche analoghe ad altre fattispecie delittuose, quali la truffa ex art 640 c.p. e l'appropriazione indebita ex art 646 c.p. Sebbene non sia questa la sede per approfondire la questione relative al concorso apparente di norme di cui all'articolo 15 c.p., ricorre l'ipotesi di cui all'articolo 646 c.p. e non la contravvenzione prevista dal TUF qualora l'intermediario, eccedendo i poteri di amministrazione, compirà arbitrariamente un atto di disposizione come se fosse il proprietario. Si configura invece il delitto di truffa quando l'operazione finanziaria sia stata posta in essere con artifici e raggiri che abbiano indotto l'investitore a compiere l'atto di disposizione. La fattispecie di cui all'articolo 167 TUF presenta analogie con l'articolo 266 StGB disciplinante l'*Untreue* che punisce chiunque abusa del potere di amministrare l'altrui patrimonio. Sul punto, G. SCARCHILLO, *La gestione infedele del portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, Cit.,836 e ss.*

<sup>319</sup> Sul tema si vedano le considerazioni, *ex multis*, di F. VITALE, *Truffa contrattuale e derivati. Il caso "Nomura - Regione Sicilia": il Gip di Palermo nel solco della giurisprudenza nazionale*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2016, n.10; C. PIERGALLINI, *Civile" e "penale" a perenne confronto: l'appuntamento di inizio millennio*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, 1311.

<sup>320</sup> Cass. pen., sez. II 30 ottobre 2009, n. 41717« *Gli artifici o i raggiri richiesti per la sussistenza del reato di truffa contrattuale possono consistere anche nel silenzio maliziosamente serbato su alcune circostanze da parte di chi abbia il dovere di farle conoscere, indipendentemente dal fatto che dette circostanze siano conoscibili dalla controparte con ordinaria diligenza*» ; Cass. pen., sez. II 2 novembre 2005, n. 39905 che afferma che «*In materia di truffa contrattuale, anche il silenzio, maliziosamente serbato su alcune circostanze rilevanti sotto il profilo sinallagmatico da parte di colui che abbia il dovere di farle conoscere, integra l'elemento oggettivo del raggio, idoneo a determinare il soggetto passivo a prestare un consenso che altrimenti avrebbe negato*».

quindi dedurre che fra le condotte idonee alla configurazione del reato di truffa contrattuale certamente rientra, qualora naturalmente sussistano anche gli ulteriori requisiti richiesti dalla norma, l'omessa indicazione al cliente di un costo connesso al finanziamento accessorio erogato mediante clausola *up front*.

Se quindi queste le conseguenze in sede penale, ci si chiede se il contratto debba considerarsi nullo per violazione di norma imperativa, quale appunto la norma penale è, dunque ai sensi del co.1 dell'articolo 1418 c.c. o annullabile.<sup>321</sup>

Da tempo la giurisprudenza maggioritaria opportunamente ritiene non nullo bensì annullabile il contratto « *atteso che il dolo costitutivo del delitto di cui all'articolo 640 c.p. non è ontologicamente, né sotto il profilo intensivo, diverso da quello che vizia il consenso negoziale, entrambi risolvendosi in*

---

Ritiene inoltre configurabile il reato di cui all'articolo 640 c.p. anche Cass. pen., sez. II 22 dicembre 2008, n. 47623 secondo la quale «*Sussiste il reato di truffa "contrattuale" anche nell'ipotesi in cui venga pagato un giusto corrispettivo a fronte della prestazione truffaldinamente conseguita, posto che l'illecito si realizza per il solo fatto che la parte sia addivenuta alla stipulazione del contratto, che altrimenti non avrebbe stipulato, in ragione degli artifici e dei raggiri posti in essere dall'agente*». Ancora, sul punto secondo si Cass. pen. sez. II, 30 ottobre 2009, n.41717 configura il reato di truffa anche qualora « *il silenzio maliziosamente serbato su alcune circostanze da parte di chi abbia il dovere di farle conoscere, indipendentemente dal fatto che dette circostanze siano conoscibili dalla controparte con ordinaria diligenza*.»

<sup>321</sup> Giova, a tal proposito, ricordare la differenza intercorrente fra c.d. *reato contratto* e *reato in contratto*. La prima ipotesi si realizza qualora sia la stessa norma violata a vietare la stipula del contratto, come nel caso di cessione di sostanze stupefacenti, di cui all'articolo 73 del D.P.R. 309/1990, sicché in sede civile il contratto non potrà che essere radicalmente nullo. Diversamente, nel caso di c.d. reato in contratto, il rimprovero che l'ordinamento muove al soggetto agente non riguarda la stipula del negozio in sé, bensì il comportamento tenuto in sede di formazione dell'accordo o in quella esecutiva. In tali casi, la controparte negoziale non partecipa, non coopera né tantomeno agevola la realizzazione dell'illecito ma è, piuttosto, il soggetto passivo della condotta offensiva. Sul punto, per tutti, R. GAROFOLI, *Manuale di diritto penale*, Roma-Molfetta, 2017.

*artifici o raggiri adoperati dall'agente e diretti ad indurre in errore l'altra parte e così a viziarne il consenso».*<sup>322</sup>

D'altronde, sono state le stesse sezioni unite civili del 2007<sup>323</sup> più volte richiamate ad escludere espressamente la configurabilità della nullità discendente da una norma di comportamento, qualunque sia la natura della norma violata, quindi anche se di carattere penale.<sup>324</sup>

---

<sup>322</sup> Così Cass. 10 dicembre 1986, n. 7322, in *Foro It.*, 1987, I, 1119; Nello stesso senso anche Cass., 31 gennaio 1990, in *Giust.pen.*, 1991, II, 18; Cass., 20 febbraio 1962, n. 343; Cass., 8 agosto 1962, n. 1570, in *Giur. it.*, 190, I, 1; in senso contrario, dunque per la nullità del contratto frutto di una truffa Cass., 17 gennaio 1960, n.1591, in *Giust.civ.*, 1961, I, 138, nonché App. Roma, 19 gennaio 1983, in *Vita not.*, 1984, 441

<sup>323</sup> Sez. un. civ., 19 dicembre 2007, n. 26724, secondo le quali « *l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative prenegoziali ovvero nella fase dell'esecuzione del contratto stesso possa esser causa di nullità, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali siffatta condotta contrasti, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista*».

<sup>324</sup> A tal riguardo pare opportuna una precisazione. Difatti, da tempo la giurisprudenza e la dottrina ammettono l'operatività della nullità e non del semplice annullamento in ipotesi particolari. Difatti, nel caso di contratto frutto della circonvenzione di un soggetto incapace la giurisprudenza penale esclude la riconducibilità della fattispecie di cui all'articolo 643 c.p. a quella prevista dall'articolo 428 c.c. che sancisce l'annullamento degli atti posti in essere da persona incapace. In tali casi, infatti, il contratto non sarebbe semplicemente annullabile ma nullo, ex art.1418 co.1 c.c., poiché la norma non si porrebbe a presidio del patrimonio, come per la truffa, bensì a tutela della libertà negoziale di soggetti deboli e svantaggiati nonché della libera determinazione della persona. Sul punto di veda In questi termini Cass., 20 settembre 1979, n.4824; in dottrina, F. DI MARZIO, *Contratto illecito, Cit.*, 96 e ss. Una tale valutazione, infatti, non si fonda sulla considerazione della imperatività della norma violata, perché penale, quanto piuttosto sulla natura e sullo scopo da questa perseguito. Sostiene l'annullamento e non la nullità del contratto di circonvenzione di incapace R. MOSCHELLA, *La rilevanza civile della circonvenzione di incapaci*, in *Foro it.*, 1980, I, 2861; E. RAGANELLI, *Circonvenzione di incapace e nullità o annullabilità del contratto*, in *Giust. civ.*, 1980, I, 947; V. PIETROBON, *Incapacità naturale*, in *Enc. giur.*, XVI, Roma, 1989, 8, V. MARICONDA, *Delle obbligazioni e dei contratti*, Milano, 1984, 434; A. ALBANESE, *La tutela civile dell'incapace vittima di circonvenzione*, in *Contratti*, 2004, 1002 e ss. In generale, sul tema della circonvenzione di incapace si vedano le considerazioni di F.



Pertanto, e per concludere, se l'occultamento del costo non abbia rilievo in sede penale la sanzione sarà di carattere risarcitorio alla luce della violazione dei doveri comportamentali posti in capo all'intermediario; al contrario qualora la condotta acquisti rilievo in sede penale il contratto è sì efficace ma soggetto ad annullamento ex art. 1439 c.c.

### **7. Problemi di trasparenza e vessatorietà: la clausola *floor***

Come noto, per una pluralità di rapporti bancari quali, ad esempio, un mutuo, un conto corrente o, ancora, un deposito al risparmio, è possibile prevedere che il tasso degli interessi dovuti dal cliente sarà determinato in misura variabile in base agli andamenti dell'indice di riferimento, generalmente l'Euribor, maggiorato dell'indice di *spread*.

E' quindi possibile che l'indice così maggiorato possa procedere tanto al rialzo quanto al ribasso. Nel primo caso, come è facile intuire, a beneficiarne sarà la banca o l'istituto di credito, nella seconda ipotesi invece, il ribasso della soglia va a vantaggio del cliente.

Per evitare che gli interessi superino una certa percentuale si suole, generalmente, apporre al contratto una cd. clausola *cap*, grazie alla quale viene fissato un tetto massimo per gli interessi dovuti. In posizione perfettamente speculare si pone la c.d. clausola *floor*<sup>325</sup>, attraverso la quale si stabilisce che l'ammontare dovuto dal cliente non potrà scendere sotto

---

ANTOLISEI, *Manuale di diritto penale. Parte speciale*, I, a cura di C.F. Grosso, XV ed., Milano, 2008, 392 ss.; B. CASSINELLI, *La circonvenzione di incapaci*, Milano, 1955 (I ed., Milano, 1938); C. CERTO, *La circonvenzione di persone incapaci*, Palermo, 1962; G. FIANDACA- E. MUSCO, *Diritto penale. Parte speciale*, vol. II, 2, *I delitti contro il patrimonio*, V ed., Bologna, 2007, 208 ss.

<sup>325</sup> Sul punto, si ravvisa la maggiore presenza di decisioni dell'ABF piuttosto che della giurisprudenza.

una certa soglia.<sup>326</sup> La clausola *floor*, quindi, tutela la banca tutte le volte in cui l'andamento del tasso possa tradursi, concretamente, in un'operazione a tasso zero o, secondo taluni, ad interessi corrispettivi negativi.<sup>327</sup>

Qualora le due clausole siano entrambe presenti si fa riferimento al c.d. *collar*.

Un mutuo così configurato risulta, certamente più oneroso di uno stipulato a tasso variabile privo di soglia minima. Difatti, anche qualora l'indice Euribor dovesse scendere al di sotto di un determinato valore il cliente resta comunque obbligato al pagamento dell'ammontare minimo predeterminato. Questione dibattuta riguarda la possibile configurabilità, alla presenza della suddetta clausola, di un'operazione finanziaria. Nello specifico, ci si chiede se l'apposizione di una clausola *floor* sia idonea a far acquisire all'intera operazione una componente aleatoria non dissimile da quella caratterizzante i contratti derivati.<sup>328</sup>

---

<sup>326</sup> Nella prassi un primo profilo di criticità riguarda le diverse tecniche attraverso le quali vengono segnalate alla clientela le due clausole: da una parte la clausola *cap* è generalmente oggetto di un'incisiva pubblicità mentre quella *floor*, come si avrà modo di considerare, spesso viene occultata nel tessuto contrattuale.

<sup>327</sup> Nello specifico, la prima ipotesi si verifica qualora il tasso negativo dell'Euribor maggiorato dello *spread* possa decurtare gli interessi corrispettivi sino raggiungere il tasso zero. A titolo esemplificativo si pensi a una soglia Euribor a -0.4 e uno *spread* a + 0.4. La seconda ipotesi si determina qualora il tasso Euribor in relazione allo *spread* scenda verso indici negativi. In quel caso gli interessi corrispettivi sarebbero addirittura negativi. Si pensi al caso in cui l'Euribor sia di -0,4 e lo *spread* a + 0.3. Sulla configurabilità di interessi negativi si parlerà nel paragrafo successivo a proposito della clausola *zero floor*.

<sup>328</sup> Sussiste, anche in punto di rimedi, un'enorme differenza fra derivato implicito, di cui non è detto che le parti siano a conoscenza, e derivato incorporato. La fattispecie, peraltro vanno ulteriormente tenute distinte da quella relativa al fenomeno dei c.d. derivati complessi, che si verifica quando lo strumento derivato contenga al proprio interno un altro strumento della medesima natura. Sul punto si vedano le considerazioni relative ai c.d. *Squared o Syntetic CDO* di cui ai paragrafi precedenti.

La definizione della natura giuridica dello strumento in esame ha, infatti, conseguenze pratiche non di poco conto in punto di disciplina applicabile poiché qualora venga esclusa la componente derivata l'intera operazione sarà regolata dalla disciplina del TUB, viceversa, qualora venga riconosciuta l'esistenza di una componente derivata l'operazione dovrà soggiacere alla disciplina del TUF.

Secondo una prima impostazione, la clausola *floor* non potrebbe mai essere considerata come operazione in derivati, alla luce della intrasferibilità della clausola, dal fatto che il rapporto è intrattenuto dalle medesime parti nonché dall'assenza di un premio a fronte dell'assunzione del rischio<sup>329</sup>.

Al fine di negare la configurabilità di un derivato implicito, parte della dottrina<sup>330</sup> ha ulteriormente evidenziato che, diversamente opinando, verrebbe svilita la possibilità che l'ordinamento offre di individuare l'oggetto *per relationem*.

Ma è proprio la determinabilità dell'oggetto *per relationem* a caratterizzare i contratti derivati. Non è, ad esempio, da escludere che la clausola *floor* venga strutturata in maniera sostanzialmente analoga ad un'opzione avente ad oggetto «*la regolazione del mark to market calcolato alla data di chiusura del contratto di finanziamento, nell'ipotesi di estinzione anticipata di quest'ultimo*<sup>331</sup>». In altri termini, attraverso una clausola *floor*, le parti

---

<sup>329</sup> F. CIVALE, *Clausole floor nei contratti di mutuo e di leasing: prime riflessioni*, in [www.civalex.it](http://www.civalex.it); F. SARTORI, *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Contr.Impr.*, 2015, 3, 710 e ss.

<sup>330</sup> A. PORZIALE, *Derivati impliciti clausole "floor" e "zero floor" nei contratti bancari*, in *Dir. della banca e del merc. Fin.*, 2016, 4, 744.

<sup>331</sup> Trattasi della c.d. teoria del derivato implicito. Nello specifico, potrebbe essere stata ritenuta la possibile configurazione di un *Interest Rate Floor Option*. Sul punto si vedano le considerazioni di E. GIRINO, *I derivati "impliciti" virtù e vizi della scomposizione*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Nel ricostruire il dibattito l'A. rileva, efficacemente come «*chi neghi la rintracciabilità del derivato implicito nell'altrui*

potrebbero chiudere il rapporto senza l'attualizzazione dei flussi. Il che si tradurrebbe in un'operazione a forte componente aleatoria, non dissimile dalla scommessa che le parti accettano mediante la sottoscrizione di qualunque strumento finanziario, peraltro in relazione ad una fattispecie base, quella del tasso di interesse variabile, che già di per sé contiene degli elementi di incertezza.<sup>332</sup>

A tal riguardo, sembra prioritario chiedersi se a fronte di una scomponibilità di natura certamente tecnica<sup>333</sup> sia possibile la configurazione della medesima possibilità sul piano giuridico.

A questo preciso proposito, è possibile evidenziare già da ora due significativi dati che condurrebbero l'interprete a concludere per la possibile configurabilità della componente derivata, ma le valutazioni non potranno

---

*negozio ritiene che l'apparente strumento derivativo in realtà non sia che un adiectum ancillare alla ben diversa funzionalità del contratto che lo ospiti; viceversa, chi la affermi tende a riconoscere un'autonomia specifica allo strumento che si innesterebbe come un elemento a sé stante, portatore di un effetto finanziario altrettanto isolabile e incoerente con la funzione naturale del contratto ospitante. Nell'un caso insomma l'adiectum diviene un "accidente", nell'altro "sostanza".» Cfr. F. SARTORI, *Op. cit.*, , 710.*

<sup>332</sup> Sul punto A. PORZIALE, *Cit.*, 742 e ss.

<sup>333</sup> Rispetto a tale profilo, dall'analisi di numerose norme contenute nello IAS 39 si evincere l'inesistenza di un principio assoluto di separazione perfetta fra derivato e componente sottostante. Su pensi a quanto stabilito dal definito § 10 del Principio, ai sensi del quale un derivato incorporato "determina alcuni o tutti i flussi finanziari che altrimenti il contratto avrebbe richiesto di modificare con riferimento a un prestabilito tasso di interesse, a un prezzo di uno strumento finanziario, a un prezzo di una merce, a un tasso di cambio di una valuta estera, a un indice di prezzi o di tassi, al merito di credito (rating) o indice di credito o ad altra variabile". Il Principio, quindi, non esclude che il derivato possa assumere una funzione di modificazione degli elementi del negozio base.

Alla luce di ciò, uno degli argomenti postulati da chi non ammette la componente finanziaria potrebbe già perdere di absolutezza, ma la riflessione non può arrestarsi esclusivamente sul dato tecnico e deve necessariamente essere ricondotta a quello giuridico al fine di verificare la possibili scindibilità dei singoli elementi del negozio.

che mutare da caso a caso, posto che nella materia finanziaria l'approccio casistico è irrinunciabile alla luce della continua evoluzione e peculiarità dei prodotti, specie se negoziati in contropartita diretta nei mercati OTC.

In primo luogo deve essere evidenziata l'irrilevanza del *nomen iuris* attribuito dalle parti, inoltre anche qualora si volesse configurare l'operazione come bancaria e non finanziaria, non è da escludere che le parti, attraverso la predisposizione di un determinato negozio mirino all'ottenimento di un risultato diverso e ulteriore rispetto alla finalità tipica normalmente perseguita con quel determinato assetto pattizio.<sup>334</sup>

E' bene precisare, nonostante recenti arresti giurisprudenziali pervengano a conclusioni opposte<sup>335</sup>, che secondo una certa impostazione, nel caso in cui la clausola *floor* venisse ricondotta nell'alveo dei contratti bancari, questa, qualora venga taciuta al cliente, non potrebbe essere considerata vessatoria, né, ex art 1341 c.c., né tantomeno ex art. 33 Cod. Cons., sotto due ordini di ragioni. Con riguardo all'ipotesi delle condizioni generali di contratto, l'elenco va considerato tassativo<sup>336</sup>; parimenti è da escludersi la dichiarazione di nullità ex art 33 cod. cons., in virtù di quanto espressamente

---

<sup>334</sup> Il riferimento è, in questo caso al negozio indiretto. Sulla configurabilità del negozio indiretto in generale si vedano, *ex multis*, le considerazioni di T. ASCARELLI, *Il negozio indiretto e le società commerciali*, Milano, 1952, 13 e ss; E. BETTI, *Op. cit.*, 319; S. NARDI, *Frode alla legge e collegamento negoziale*, Milano, 2006, 31 e ss. Esclude la presenza di un derivato implicito, invece Cass., 3 aprile 2014, n.7776, in *Giur. comm.*, 2014, 6, II, 948.

<sup>335</sup> Sul punto, si vedano le considerazioni svolte nella nota n.100

<sup>336</sup> La vessatorietà ex art. 1341 c.c. sembrerebbe da escludersi alla luce della tassatività che caratterizzerebbe l'elencazione di cui all'articolo 1341 c.c. Così R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale*, in *Comm.cod.civ.*, a cura di Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1970, 281. In giurisprudenza, *ex multis*, si veda Cass., 23 novembre 2001 n. 14912, Cass., 27 aprile 2006, n. 9646. *Contra* E. ROPPO, *Contratti standard. Autonomia e contratti nella disciplina delle attività negoziali d'impresa*, Milano, 1975, p. 302 e ss., secondo la quale l'elenco di clausole richiamate dall'art. 1341 c.c. ha carattere meramente esemplificativo.

stabilito dal successivo articolo 34 che esclude la valutazione del carattere vessatorio della clausola se il contenuto della stessa attiene al profilo dell'adeguatezza del corrispettivo<sup>337</sup>.

In questa prospettiva, la clausola *floor*, riferendosi profilo della congruità rispetto alla controprestazione alla quale risulta legata, non potrebbe risultare vessatoria, posto che una valutazione di convenienza economica è, generalmente, preclusa al giudice.<sup>338</sup>

Verrebbe allora da chiedersi se se la nullità della clausola potrebbe invece discendere da una valutazione di immeritevolezza della stessa, per contrarietà al co. 2 dell'articolo 1322 c.c.

---

<sup>337</sup> In questi termini, Cass. 23 gennaio 2008, n. 1337. Sul punto si veda anche Trib. Udine, 1 febbraio 2016 secondo il quale la valutazione della non vessatorietà della clausola parrebbe obbligata dall'impossibilità di affermare l'esistenza di un generale principio di proporzionalità dei rapporti. Trib. Parma 1 aprile 2009; Trib. Torino 8 maggio 2009 secondo i quali le valutazioni di meritevolezza non devono vertere sulla vantaggiosità economica della prestazioni. In senso contrario si veda Trib. Monza 24 novembre 2014, in *www.ilcaso.it.*,

In dottrina, sulla necessità di rapporti improntati alla proporzionalità si veda P. PERLINGIERI, *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Equilibrio delle posizioni contrattuali ed autonomia privata*, a cura di Ferroni, Napoli, 2002; G. ALPA, *I Principi generali del diritto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di Iudica-Zatti, Milano, 1993, 10; S. TROIANO, *La ragionevolezza nel diritto dei contratti*, Padova, 2005, 16. *Contra* A. CATAUDELLA, *L'abuso dei principi*, in *Riv. dir.civ.*, 2014, I, 753; F. MACARIO, *Rischio contrattuale e rapporti di durata nel nuovo diritto dei contratti, dalla presupposizione all'obbligo di rinegoziare*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 74.

<sup>338</sup> Così ABF Napoli, 5 maggio 2015, n. 2735. A tal riguardo, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea con una recente pronuncia del 30 aprile 2014 (procedimento 26/13) ha escluso dal giudizio di vessatorietà le clausole che ineriscono l'entità del prezzo. Tale orientamento si pone a conferma di quanto detto nel precedente capitolo, relativamente all'impossibilità di un sindacato del giudice sull'equilibrio economico del contratto o sulla sua convenienza. Critico sul punto S. PAGLIANTINI, *L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra Corte di Giustizia, Corte Costituzionale ed ABF: "il mondo di ieri" o un trompe l'oeil concettuale?*, in *Contratti*, 2014, 10, 853 ss.

In virtù delle considerazioni effettuate anche in precedenza<sup>339</sup> l'apposizione della clausola non prospetterebbe, in situazioni di fisiologia negoziale<sup>340</sup>, alcuna situazione rovinosa per il cliente, né tantomeno può affermarsi che la stessa non si combini in maniera armonica coi valori dell'Ordinamento. Nello specifico, secondo una certa impostazione, la clausola sembrerebbe meritevole in quanto volta al soddisfacimento dell'esigenza di sana e prudente gestione della remuneratività degli investimenti, che si pone alla base dello statuto normativo dell'impresa bancaria. Inoltre, la clausola inserita in un *collar*, permetterebbe al cliente di beneficiare di un *pricing* finale decisamente più vantaggioso rispetto ai finanziamenti indicizzati c.d. puri<sup>341</sup>.

Dette clausole avrebbero, quindi, la specifica funzione di riequilibrare le prestazioni contrattuali qualora, a seguito delle oscillazioni del mercato,

---

<sup>339</sup> Sulle valutazioni relative al sindacato di meritevolezza si rimanda al Capitolo II del presente lavoro.

<sup>340</sup> Col riferimento alla fisiologia negoziale si vuole escludere la diversa ipotesi in cui la clausola si presti a realizzare la diversa fattispecie di c.d. usura sopravvenuta, delle cui problematiche -e sulla stessa configurabilità- non è possibile intrattenersi in questa sede, meritando una trattazione a se stante. Si segnala, tuttavia, la recente pronuncia della Cassazione a Sezioni Unite del 19 ottobre 2017, n. 24675 secondo la quale il *giudizio di usurarietà* non può prescindere da quanto previsto dall'art. 644 c.p., che impone – in virtù di quanto espressamente stabilito dall'art. 1, comma 1, del d.l. 394 del 2000 – di focalizzare l'attenzione al momento in cui gli interessi sono promessi o comunque convenuti, indipendentemente dal tempo del rispettivo pagamento o, più correttamente, della rispettiva maturazione. In Dottrina, *ex multis*, M. LIBERTINI, *Interessi (Voce)*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1972, XXII, 20 e ss.; P. BARCELLONA, *Frutti (Voce)*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1969, XVIII, 205.

<sup>341</sup> In questi termini, ABF, Collegio di Roma, n. 2688 del 13 dicembre 2011; Collegio di Milano n. 688 del 1 aprile 2011, Collegio di Napoli n. 305 del 1 febbraio 2012.

queste possano risultare particolarmente svantaggiose per l'uno o per l'altro contraente<sup>342</sup>.

Non sembrerebbe invece cogliere nel segno quella giurisprudenza che prospetta una nullità per indeterminatezza della clausola,<sup>343</sup> sia perché svilisce l'intenzione delle parti di ancorare il calcolo degli interessi a dei parametri esterni variabili, sia perché, dal punto di vista strutturale, l'apposizione di una tal clausola ha piuttosto il compito di superare qualsivoglia incertezza interpretativa circa il calcolo del tasso di interesse<sup>344</sup>.

Ne discende, naturalmente solo qualora venga ravvisata all'interno della clausola *floor* una componente derivata, questa deve sottostare alla disciplina espressamente stabilita dal TUF e dai regolamenti di settore<sup>345</sup>.

---

<sup>342</sup> Secondo l'opinione di F. SARTORI, *Sulla clausola floor*, *Cit.*, l'utilizzo massivo nella prassi bancaria delle clausole *floor* risale al 2010 ed è sarebbe riconducibile al d.lgs. 13 agosto 2010, n. 141 che attraverso le modifiche apportate all'art. 118 TUB ha permesso il mutamento unilaterale dei tassi di interesse nei soli contratti di durata a tempo indeterminato. Sul tema si veda AA. VV., *Ius variandi bancario. Sviluppi normativi e di diritto applicato*, a cura di Dolmetta e Sciarone Alibrandi, in *Quaderni di Banca, Borsa e Titoli di Credito*, 36, 2012.

<sup>343</sup> Trib. Udine, 14 settembre 2016, n.1104 con nota di G. GRASSO, *Sulla nullità delle clausole di indicizzazione e floor nei contratti di leasing*, in [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it). Rileva l'A come, di fatto, « Il Giudice di Udine, in buona sostanza, ha trasformato in gratuito un contratto essenzialmente oneroso, sulla presupposta indeterminabilità del tasso "al momento della stipula", attuando una misura alquanto punitiva per il proponente.»

<sup>344</sup> Così, sebbene con riguardo alla clausola zero floor di cui si dirà a breve, A. PORZIALE, *Cit.*, 751. La valutazione effettuata dall'A. pare infatti riferibile anche alla clausola *floor* nonché a quella *collar*.

<sup>345</sup> La clausola risulterà, quindi, valida e ben inserita nella fisiologia del rapporto negoziale solo qualora sia redatta per iscritto, l'intermediario abbia rispettato gli obblighi ad esso imposti in materia di trasparenza ed informazione a favore del cliente, abbia proceduto alla verifica dei requisiti oggettivi e soggettivi del rapporto, fra cui le valutazioni di adeguatezza ed appropriatezza di cui agli art. 40 e ss. Reg. Intermediari, e, in generale, ogni altra disposizione relativa al conflitto di interessi e ai costi impliciti.

Ben altre problematiche, che non è possibile analizzare in questa sede, suscita la clausola *floor* che non si sostanzia in un'operazione in derivati. A tal riguardo si



### 7.1.( segue) La meritevolezza della *clausola zero floor*

Mentre la *clausola floor* ha il compito di garantire una certa redditività dell'operazione anche qualora i tassi di riferimento scendano sotto una certa soglia, quella *zero floor* ha la percipua funzione di evitare che il tasso di interesse, globalmente determinato, assuma un valore negativo.

La questione a monte da risolvere, al fine di comprendere se la *clausola* possa effettivamente considerarsi meritevole di tutela o meno, riguarda la configurabilità nel nostro ordinamento di interessi negativi a carico del mutuante. Se al quesito viene data risposta positiva allora la *clausola* supererebbe il sindacato di cui al co.2 dell'articolo 1322 c.c., mentre in termini diametralmente opposti si dovrebbe concludere qualora si ritenga che il nostro sistema non ammetta la configurabilità di tali interessi, sicché la *clausola* sarebbe del tutto inutile e non supererebbe il sindacato di meritevolezza.

A tal riguardo, il riferimento contenuto alla diversa volontà delle parti di cui all'articolo 1815 c.c. non può essere letto nel senso di ammettere la possibile previsione di interessi a carico del mutuante, ma solo che il finanziamento, che si presume a titolo oneroso può divenire gratuito se le parti optino per la restituzione del solo capitale.<sup>346</sup>

---

rimanda alla recente decisione della Corte di Giustizia, Grande Sezioni, del 21 dicembre 2016 nelle cause riunite C-154/15, C-307/15 e C-308/15, in [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu); nonché alle considerazioni svolte da S. PAGLIANTINI, *L'interpretazione dei contratti asimmetrici nel canone della Corte di Giustizia (aspettando le clausole floor)*, in [www.personaemercato.it](http://www.personaemercato.it).

<sup>346</sup> Nel senso di escludere una corresponsione di interessi a carico del mutuante, *ex mutis*, B. GARDELLA TEDESCHI, *Mutuo (contratto di)*, in *Dig. disc.priv.*, Torino, 2002, IX, 537; G. GIAMPICCOLO, *V. Mutuo*, in *Enc. dir.*, XXVII, Milano, 1977, 462; E. SIMONETTO, *v. Mutuo*, in *Enc. giur.*, XX, Roma, 1992, 7 e ss. In tale senso, d'altronde, depone anche la relazione al codice civile, paragrafo

Sicché la clausola *zero floor* non avendo altra funzione se non quella di ribadire quanto già deducibile dal sistema, non sembrerebbe, *prima facie*, superare il sindacato di meritevolezza di cui al co.2 dell'articolo 1322 c.c. trattandosi di clausola del tutto inutile.

La clausola, tuttavia, potrebbe prestarsi ad una diversa lettura.

Come affermato anche in precedenza, l'inserimento di una componente aleatoria nel contratto di finanziamento determina la possibilità che gli interessi non siano dovuti.

Difatti, qualora l'andamento degli indici di riferimento dovesse giungere sino a zero il mutuo da oneroso si trasformerebbe in gratuito.<sup>347</sup> In tali casi, il mutuante potrebbe essere legittimato, ai sensi dell'articolo 1820 c.c., a recedere dal rapporto; ma una tale eventualità non solo risulterebbe pregiudizievole per il creditore ma soprattutto per il cliente che sarebbe obbligato alla restituzione di quanto ottenuto a titolo di finanziamento<sup>348</sup>.

In un tale quadro, la clausola *zero floor* potrebbe quindi avere la specifica funzione di impedire al creditore di azionare la tutela risolutoria qualora il valore su cui calcolare gli interessi scenda sino a zero.

---

753, secondo il quale «(...) Una innovazione importante è stata introdotta con l'articolo 1815 c.c., (...) nel senso di porre a carico del mutuatario l'obbligo di corrispondere gli interessi se non è stata convenuta la gratuità del prestito (...)» .

<sup>347</sup> Ipotesi, questa inammissibile se non per novazione. Difatti, un automatico passaggio è previsto, peraltro *ex lege*, nello specifico all'articolo 1815 c.c., nella sola ipotesi di previsione di interessi a tasso usuraio.

<sup>348</sup> In questi termini D. MAFFEIS, *La causa di finanziamento esclude la sopravvenienza di c.d. tassi negativi e richiede la sostituzione, convenzionale o giudiziale, del parametro esterno divenuto durevolmente negativo*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Ipotizza un possibile impiego della suddetta clausola anche A. PORZIALE, *Cit.*, 754 e ss.

In questi termini la clausola, risulterebbe meritevole di tutela ex art 1322 co2 c.c., e sarà, al pari della clausola *floor*, assoggettata alla disciplina del TUF.

#### **8. Ancora in tema di disciplina concretamente applicabile e rilievo delle norme violate fra invalidità e risarcimento: le polizze *Unidet* e *Index Linked* (cenni)**

Le Problematiche sottese alla disciplina concretamente applicabile si ravvisano anche con riguardo alle c.d. polizze *Unidet* e *Index linked*, ossia strumenti misti aventi componente tanto assicurativa quanto finanziaria.

Si configura una polizza, c.d. *linked*, qualora i premi versati dall'assicurato vengano poi investiti in fondi o in azioni, sicché il valore della polizza muterà a seconda del rendimento del fondo o dei titoli di riferimento.

Nello specifico, le polizze *Unidet* sono collegate a valori di un fondo di investimento, mentre quelle *Index* sono direttamente connesse a indici azionari.

Anche per tali tipologie di prodotti, in virtù del riferimento ai valori mobiliari e agli indici ai quali è indissolubilmente legata la polizza, si sono posti dubbi relativi alla disciplina concretamente applicabile, se quella assicurativa o quella finanziaria.

Un primo dato, emerge dall'analisi della l. 28 dicembre 2005 n. 262 che ha, infatti, ampliato l'ambito di applicazione degli articoli 21 e 23 TUF anche alle ipotesi di sottoscrizione di prodotti finanziari emessi da banche, nonché dalle imprese di assicurazione<sup>349</sup>.

---

<sup>349</sup> Sul tema, si vedano anche le considerazioni di M. STELLA RICHTER Jr, *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria. Alla ricerca di*

Inoltre, la lettera *w- bis* all'articolo 1, introdotta nel 2006, inserisce fra i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione le polizze e le operazioni di cui al ramo III, all'interno delle quali rientrano le operazioni *Unidet e Index Linked*.

Anche la Consob, con comunicazione n. 97996 del 22 dicembre 2014, è intervenuta in materia di negoziazione di prodotti finanziari caratterizzata dall'alta complessità e destinati alla clientela *retail*, invitando gli intermediari alla massima cautela nella distribuzione di talune tipologie di prodotti come le polizze di ramo III.<sup>350</sup>

Ulteriori obblighi relativi alle attività di distribuzione assicurativa sono stati poi espressamente previsti dalla MIFID II che ha introdotto in ambito assicurativo regole di condotta modellate su quelle previste per i prodotti di investimento e tesse a fare sì che l'azione dei distributori fosse improntata, secondo un canone comportamentale classicamente applicato agli intermediari finanziari, ossia a principi di onestà, imparzialità e professionalità posti al servizio degli interessi dei clienti<sup>351</sup>.

---

*una disciplina per gli «ibridi» bancari ed assicurativi*, in *Banca impresa e società*, 2002, 495 e ss. il quale auspicava già da tempo l'ampliamento delle tutele del TUF ai prodotti assicurativi; F. CAPRIGLIONE, *Polizze «unit linked» prodotti assicurativi con finalità di investimento*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2014, II, 426 e ss., A. C. NAZZARO, *Contratti unit e index linked*, in *Causa del contratto, Cit.*, a cura di Alcaro, 167 e ss.

<sup>350</sup> In particolare la Consob sconsiglia agli intermediari di proporre alla clientela *retail* prodotti particolarmente complessi quali le attività di cartolarizzazione, gli strumenti convertibili a discrezione dell'emittente, gli strutturati, i *credit linked* ed altri prodotti contenuti in apposito elenco che deve considerarsi esemplificativo e non tassativo. Richiama inoltre gli intermediari a prevenire il conflitto di interesse e consigliare ai clienti prodotti adeguati al loro profilo di rischio.

<sup>351</sup> Sul punto, si veda M. CATENACCI- P. SANNA, *L'evoluzione della disciplina dei prodotti di investimento assicurativo alla luce delle Direttive MIFID II e IDD*, in *www.dirittobancario.it*.

Sulla materia è poi intervenuta la c.d. direttiva IDD n.2016/97 EU che ha provveduto a disciplinare in termini ancora più dettagliati la materia, prevedendo una fitta rete di regole di condotta in capo all'intermediario<sup>352</sup>.

Il carattere ibrido di tali operazioni, che comporta il controllo congiunto sia della Consob sia dell'IVASS, ha alimentato intensi dibattiti sia in dottrina che giurisprudenza circa la natura giuridica nonché sulla disciplina concretamente applicabile. Detto altrimenti, solo un corretto inquadramento della fattispecie consente di individuare l'incidenza che la norma violata possa avere sul contratto.

In un caso<sup>353</sup> è stata fatta valere la nullità della polizza sulla vita *index linked* per difetto di accordo ex artt. 1325 n. 1 e 1418 co. 2 c.c., poiché, ancorché definita dal promotore finanziario come assicurazione sulla vita, si configurava nei fatti un investimento di carattere finanziario.

---

<sup>352</sup> L'art. 30 della IDD, relativo alla valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza dei prodotti di investimento assicurativi, prevede uno specifico test fatto però salvo l'obbligo di valutare, ex art. 20 della medesima direttiva, comunque le "richieste ed esigenze" dei clienti in relazione a tutti i prodotti assicurativi.

L'intermediario dovrà quindi procedere all'ottenimento di determinate informazioni riguardanti sia le conoscenze ed esperienze del cliente rispetto allo specifico prodotto o servizio, sia la situazione finanziaria sia gli specifici obiettivi di investimento al fine di consigliare il prodotto che maggiormente risponda alle esigenze del cliente, in relazione anche alla tolleranza al rischio di quest'ultimo nonché alle specifiche capacità di sostenere le perdite. D'altra parte, la nuova disciplina impone anche al cliente di fornire informazioni relative alle proprie conoscenze ed esperienze, sempre al fine di fornire al cliente il prodotto più adatto allo specifico profilo di rischio.

<sup>353</sup> Trib. Ferrara 27 giugno 2011 n.110 con nota di R. CAVALLI, *Polizze linked: contratti di assicurazione o contratti di investimento mobiliare?* Commento a Tribunale di Ferrara 27 giugno 2011, n. 1020, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). In quel caso, la Corte di merito non ha riconosciuto la natura ibrida dell'operazione bensì un contratto dalla natura mista per il quale si profila necessaria l'individuazione della componente prevalente. Alla luce di tale ricostruzione il giudice ha ritenuto di dover accogliere la domanda della parte attrice.

Il caso è, quindi emblematico per comprendere come a seconda della configurazione muti in maniera radicale il quadro di riferimento nonché la sanzione da irrogare in concreto.

E' stato efficacemente evidenziato che « *nel caso in cui (...) la prestazione (...) sia legata (...) al valore di strumenti finanziari assunti quale riferimento, la causa del contratto deve ritenersi estranea a quella tipica del contratto di assicurazione divenendo del tutto irrilevante il nomen iuris attribuito al contratto dalle parti*». <sup>354</sup>

Il che conduce a dover ritenere operanti, ricorrendo detti requisiti, le norme del TUF, nonché tutte le disposizioni in materia di trasparenza e corretta informazione da parte degli intermediari.

Risulta, dunque senz'altro pregevole la scelta di quella giurisprudenza che, andando al di là del *nomen iuris*, attribuisce rilievo a quanto concretamente desumibile dal tessuto negoziale<sup>355</sup>.

Ai fini della concreta qualificazione acquista quindi un ruolo determinate la valutazione dell'incidenza del rischio e, in particolare, la misura in cui esso, a seconda del caso concreto, sia posto a carico dell'assicurato e dell'assicuratore<sup>356</sup>.

---

<sup>354</sup> Trib. Venezia, 24.6.2010, in *Resp. Civ. e Prev.*, 2011, 4, 869. Analizza la causa in concreto al fine di comprendere l'operazione concretamente posta in essere dalle parti e, di conseguenza, la disciplina concretamente applicabile, anche, *ex multis*, in Trib. Siracusa 17 ottobre 2013, n.1540, in *www.ilcaso.it*; Trib. Cagliari, 2 novembre 2010 n. 3233; Trib. Roma 11 aprile 2011, n. 7489; Trib. Roma, 18 aprile 2012, n. 8666; Trib. Mantova 26 giugno 2012. Trib. Parma 10 agosto 2010, n.1107.

<sup>355</sup> *Ex multis*, Trib. Firenze, 25 giugno 2015, in *www.ilcaso.it* ; Trib. Roma 21 giugno 2013; Trib. Napoli 17 aprile 2013; Trib. Parma, 30 gennaio 2012; Trib. Parma, 30 agosto 2012. Negli stessi termini, Cass., 18 aprile 2012, n. 6061.

<sup>356</sup> App. Bologna 28 luglio 2016

A tal riguardo, non sembrerebbe cogliere nel segno una parte della giurisprudenza che, nel tratteggiare i confini fra componente assicurativa e componente finanziaria, ritiene che nel primo caso il rischio rilevi in senso causale mentre nella seconda ipotesi questo sia estraneo alla causa stessa, rientrando piuttosto nell'alea normale del contratto.<sup>357</sup>

La tesi non può essere condivisa per una pluralità di ragioni. In primo luogo il rischio rappresenta l'essenza stessa dei contratti finanziari e la sua eventuale mancanza o la ripartizione unilaterale dello stesso è, come già evidenziato<sup>358</sup>, causa di nullità del contratto. Il richiamo all'alea normale appare, inoltre inadeguato. A ben guardare non si comprende cosa questa giurisprudenza voglia intendere facendo riferimento al concetto di alea normale parlando di un contratto dalla forte componente aleatoria, che non permette alle parti di sapere, al momento della conclusione del contratto, chi beneficerà delle prestazioni e chi delle perdite.

L'interprete dovrà, dunque, più opportunamente, procedere ad una valutazione caso per caso, senza incorrere in errori metodologici o ad inutili astrazioni<sup>359</sup> al fine di appurare se il negozio presenti in via prevalente ed in concreto la componente previdenziale o quella finanziaria. Qualora venga

---

<sup>357</sup> Così Cass. 18 aprile 2012, n. 6061; Trib. Siracusa 17 ottobre 2013, n. 1540 in *www.ilcaso.it*; sul punto si rimanda alle considerazioni di M. GAGLIARDINI, *I criteri di qualificazione delle polizze unit linked arrivano in cassazione: la centralità del rischio*, in *Dir. e fisc. ass.*, 2013, I, 127 e ss.

<sup>358</sup> Non essendo questa la sede per ripercorrere gli approdo giurisprudenziali sul punto, si rimanda alle considerazioni svolte nel capitolo II in tema di alea unilaterale, alea squilibrata, alea inesistente.

<sup>359</sup> Sembra delineare astrattamente la funzione della polizza, Trib. Torino, 17 marzo 2016. In termini di astrazione si pone Trib. Roma 2 maggio 2012 che invece opta per la natura assicurativa delle polizze stipulate prima del 2007, ossia precedentemente all'*entrata in vigore della modifica introdotta dall'art. 25 bis TUF*. Sul punto, A. C. NAZZARO, *Contratti united e index linked*, in *Causa del contratto*, a cura di Alcaro, *Cit.*, 167 e ss.

riscontrata la prevalenza della componente finanziaria ma il cliente riteneva conclusa una polizza sulla vita il contratto non potrà che essere nullo per mancanza di accordo, dunque ex art 1418 co.2 c.c. Qualora invece sussista la volontà delle parti alla stipula di un'operazione così strutturata, la pattuizione sarà assoggettata al rispetto delle norme del TUF prime fra tutte quelle in materia di *disclosure*.

Pertanto, il mancato adempimento degli obblighi di informazione posti a capo dell'intermediario potrebbe rilevare sia in termini risarcitori che di nullità del contratto. In tale ultimo caso, si pensi all'obbligo dell'intermediario di concludere, ex art .23 TUF, il contratto quadro in forma scritta a pena di nullità.<sup>360</sup>

## **9. Nesso eziologico fra violazione delle regole di condotta, danno e onere della prova**

Come evidenziato più volte nel corso della trattazione, la condotta scorretta dell'intermediario si presta alla configurazione di una pluralità di anomalie, talune capaci di incidere in termini di validità del negozio, altre, invece, idonee a configurare una responsabilità di natura contrattuale o precontrattuale a seconda che il vizio abbia inciso nella fase che precede la stipula del contratto o a seguito della conclusione dello stesso. In tali casi, è essenziale dimostrare l'esistenza di un nesso di causalità fra violazione degli obblighi informativi e danno.

---

<sup>360</sup> Si vedano Trib. Salerno, 24 maggio 2016; Trib. Rimini, 3 aprile 2014; Trib. Siracusa, 17 ottobre 2013 secondo le quali Il contratto di assicurazione *linked* è nullo ove privo, a monte, di un contratto-quadro che regoli il collocamento dei prodotti finanziari presso il cliente sottoscrittore.



Nello specifico, l'indagine relativa alla sussistenza del nesso eziologico si sostanzia in un giudizio che potrebbe essere definito di carattere probabilistico-ipotetico, in quanto volto ad accertare se il cliente, adeguatamente informato sui rischi connessi a quell'operazione, avrebbe comunque concluso o meno il contratto. In caso di esito negativo, si ritiene raggiunta la prova, che può essere fornita anche ricorrendo a presunzioni,<sup>361</sup> della responsabilità.<sup>362</sup>

In altri termini, secondo detta impostazione, *un investitore di normale prudenza non autorizzerebbe l'intermediario all'acquisto di titoli o prodotti particolarmente rischiosi se fosse debitamente informato delle reali caratteristiche dello stesso.*

Con specifico riguardo alla prova dell'adempimento degli obblighi posti a carico dell'intermediario, si evidenzia l'opportuna irrilevanza delle eventuali

---

<sup>361</sup> Cfr., *ex multis*, Cass., 17 febbraio 2009 n. 3773.

<sup>362</sup> *Nello specifico, secondo Trib. Taranto, 19 gennaio 2010, n. 104: « il nesso di causalità non può mai essere valutato in senso naturalistico, dovendosi invece seguire un criterio necessariamente ipotetico o virtuale in forza del quale sia possibile presumere che, in presenza delle informazioni sul rischio dell'investimento omesse, il comportamento virtuale del danneggiato si sarebbe discostato da quello storico». Negli stessi termini anche Trib. Udine, 5 marzo 2010, per il quale « Esigere una rigorosa prova del nesso causale tra la mancata informazione e il danno cagionato dall'operazione significherebbe onerare il cliente di una probatio diabolica che finirebbe per svuotare completamente di contenuto la normativa posta a tutela dei suoi interessi». In tal senso, Trib. Cosenza, 12 ottobre 2005, n. 361, afferma che « Non bisogna chiedersi se gli attori avrebbero o meno contrattato, come se dovessimo valutare l'esistenza di un vizio nella formazione del consenso negoziale (...) E tuttavia ciò non esclude affatto la rilevanza causale dell'accertato inadempimento della banca nella produzione del danno lamentato. Da un lato, per l'illegittima compressione della libertà di autodeterminazione negoziale subita dagli attori nella scelta dell'investimento adeguato anche sotto il profilo della sua mera convenienza economica. Dall'altro, per la lesione del loro interesse creditorio alla conservazione dell'integrità patrimoniale, cui deve essere ragguagliata la valutazione economica ex art. 1174 c.c. della prestazione inadempita dalla banca avente ad oggetto gli obblighi informativi nei confronti degli investitori».*

dichiarazioni rilasciate dal cliente relative al possesso di un'elevata attitudine al rischio; pertanto gli obblighi desumibili sia dalle generali clausole di buona fede e correttezza sia dalle specifiche previsioni di cui agli articoli 21 TUF e ss. e 40 e ss. Reg. Intermediari, non possono considerarsi adempiuti col semplice rilascio di moduli informativi, dovendo essere verificata in concreto l'adeguatezza sia delle informazioni sia dei prodotti acquistati dall'intermediario per conto del cliente. L'effettiva valutazione della situazione dell'investitore deve, quindi, prevalere su astratte dichiarazioni rilasciate da quest'ultimo.<sup>363</sup>

Se poi, oltre alla violazione degli obblighi, venga dimostrata l'esistenza di un conflitto di interessi in capo all'intermediario, la prova del danno subito risulterebbe addirittura *in re ipsa*, posto che « *ove l'intermediario non si sia astenuto dal compiere un'operazione dalla quale avrebbe dovuto necessariamente astenersi – abbia ad esempio(...) eseguito un'operazione inadeguata in mancanza di un ordine impartito per iscritto (...) in cui fosse*

---

<sup>363</sup> In questi termini, *ex multis*, Trib. Venezia, 8 giugno 2006, in *Foro it.*, 2005, I, 2549; Trib. Milano, 16 febbraio 2006; Trib. Alba, 19 agosto 2005, secondo il quale « *Le caratteristiche di idoneità soggettiva dell'operazione prescindono dal tipo di attività o dal grado di istruzione, ma devono essere valutate in concreto, e ciò non può avvenire se non avendo riguardo principalmente, anche se non esclusivamente, alla propensione manifestata antecedentemente nel modo di approccio all'investimento*». Negli stessi termini anche Trib. Milano, 10 gennaio 2007; Trib., Milano, 25 luglio 2005, in *Danno e Resp.*, 2005, 1227. Rispetto al quantum, si segnala, pur non condividendone il ragionamento, App. Trieste 18 dicembre 2014 n.730, secondo il quale l'accertamento del nesso di causalità comporterebbe il risarcimento pieno del danno, dovendosi ritenere inammissibile un risarcimento parziale. Ne consegue che il danno deve necessariamente coincidere con l'intera perdita subita anche in difetto di prova che l'investitore avrebbe comunque investito in titoli caratterizzati dalla medesima rischiosità ma per un importo minore.

*fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute – deve ritenersi che l'intermediario abbia concorso alla determinazione del danno<sup>364</sup>».*

Rispetto a tale orientamento, sembra opportuna qualche considerazione.

Quel che emerge è un eccessivo temperamento dell'onere di prova il nesso eziologico fra condotta e danno. Tali preoccupazioni sono ancora più sentite con riguardo alle negoziazioni nei mercati non regolamentati.

Come più volte evidenziato, nei mercati OTC l'intermediario opera in contropartita diretta ed ha tutto l'interesse alla collocazione del prodotto. In tali casi, è evidente che la condanna al risarcimento non può discendere dal mero riscontro della sussistenza della situazione conflittuale ma al contrario dovrebbe essere sorretta e giustificata alla luce di ulteriori indici valutati caso per caso onde evitare che l'esito negativo dell'investimento negoziato nel mercato OTC determini una automatica responsabilità per l'intermediario .

## **10. La particolare ipotesi di responsabilità solidale dell'intermediario e del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede**

Nell'ambito delle attività di vendita fuori sede, l'intermediario finanziario si avvale di consulenti<sup>365</sup> in veste di mandatari, agenti o dipendenti.

---

<sup>364</sup> Così, nel richiamare espressamente le Sezioni Unite n. 26724 del 2007, Trib. Venezia, 28 febbraio 2008.

<sup>365</sup> Si evidenzia, fra gli altri interventi, che con delibera n.19548 del 17 marzo 2016 la Consob ha adottato le nuove denominazioni di consulente finanziario autonomo e di consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede. Per l'effetto di tale mutamento è stato altresì previsto un c.d. albo unico dei consulenti finanziari, di cui al co.4 dell'articolo 31 TUF. Più nello specifico, ai sensi dell'articolo 31 co.2 TUF è consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della direttiva 2004/39/CE, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario.

Ai sensi del co.3 dell'articolo TUF, «*il soggetto abilitato che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal consulente finanziario, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale.*»

Ancorché la norma non contenga alcuna descrizione delle condotte che possono configurare la responsabilità solidale di cui all'articolo 31 co.3 TUF, detta disposizione deve ritenersi operante qualora, in ipotesi, il consulente proceda all'indebita sottrazione di somme di denaro dei clienti con la promessa di investire l'ammontare in prodotto poi rivelatisi inesistenti.

In tali casi, la responsabilità della società di intermediazione di cui all'articolo 31 co.3 TUF integrerebbe una particolare ipotesi di responsabilità oggettiva per fatto altrui di cui all'articolo 2049 c.c., a prescindere dall'accertamento dell'elemento soggettivo del dolo o della colpa. Ciò al fine di fornire una tutela rafforzata all'investitore che potrà quindi fare affidamento anche sul patrimonio dell'intermediario<sup>366</sup>.

---

L'attività di consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto.

<sup>366</sup> Trattasi di un orientamento ormai consolidato in giurisprudenza. *Ex multis*, Trib. Cosenza, 6 febbraio 2017, n. 245, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it) con nota di A. PACCOI, *Violazione degli obblighi informativi e responsabilità solidale tra intermediario e promotore finanziario*. Così anche Trib. Mantova 10 maggio 2016 n. 562.

*Contra* Cass., 23 maggio 2014, n. 11524 i secondo la quale «*in tema di contratti di intermediazione finanziaria, onde pervenire all'affermazione della responsabilità solidale del promotore e dell'intermediario per i danni [subiti, ndr] dall'investitore a causa della condotta del primo, occorre che l'investitore dia prova, non soltanto dell'inadempimento da parte del promotore e/o dell'intermediario finanziario di obbligazioni nascenti dal contratto o dalla legge poste a sua tutela, ma anche del danno e del nesso di causalità tra questo e il dedotto inadempimento*». Così anche Trib. Campobasso, 15 novembre 2007; App. Torino, 16 gennaio 2008, che invece ritiene necessario l'accertamento di una *culpa in eligendo* o *in vigilando* o

A tal riguardo, condizione necessaria e sufficiente affinché si configuri la responsabilità della società di intermediazione è la sussistenza di un rapporto di necessaria occasionalità, anche noto come nesso di occasionalità necessaria<sup>367</sup>, tra le attività di competenza del promotore ed il fatto illecito del medesimo<sup>368</sup>.

Al fine del fruttuoso esperimento dell'azione di responsabilità di cui all'articolo 31 co.3 TUF, il danneggiato, dovrà, quindi, semplicemente allegare il danno patito nonché la relazione di occasionalità necessaria con

---

quantomeno di una presunzione di colpa di cui si ammette la prova contraria. In argomento si vedano le considerazioni di F. DURANTE, *Promotore finanziario, «necessaria occasionalità» e responsabilità solidale dell'intermediario*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Così anche Così Trib. Perugia, 22 dicembre 2014 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it). secondo il quale la responsabilità si configurerebbe « per il solo fatto che la condotta illecita del promotore rientri nel quadro delle attività funzionali all'esercizio delle incombenze allo stesso affidate, con il solo limite del concorso doloso del cliente nella commissione del reato del promotore ».

<sup>367</sup> Sul nesso di occasionalità necessaria anche, *ex mutlis*, Trib. La Spezia, 26 marzo 2014; Trib. Torino, 26 settembre 2013; Come noto, l'articolo 2049 c.c. è espressivo del principio *cuius commoda eius incommoda*. Sull'articolo 2049 c.c., sebbene con riguardo ad altre questioni Cass., 7 settembre 2016, n. 17681 nonché Cass., 9 giugno 2016, n. 11816. Per il Supremo Collegio, la responsabilità ex 2049 c.c. sussiste qualora le mansioni affidate al dipendente abbiano reso possibile o comunque agevolato il comportamento produttivo del danno, a nulla rilevando che tale condotta si sia posta in modo autonomo nell'ambito dell'incarico o abbia addirittura ecceduto dai limiti di esso, magari in trasgressione degli ordini ricevuti.

<sup>368</sup> Discussa è, ad esempio, l'operatività del principio in caso di promotore di fatto o apparente. A tal riguardo, ritiene sussistente una responsabilità solidale chi basa le proprie considerazioni sul principio dell'*apparentia iuris* e sull'affidamento incolpevole. In questi termini Cass., 7 aprile 2006, n. 8229; Trib. Mantova 15 gennaio 2013 secondo il quale non è fondata la domanda di manleva svolta dall'intermediario finanziario condannato a risarcire gli investitori dei danni conseguenti all'inadempimento agli obblighi negoziali e dal primo proposta nei confronti di procacciatore d'affari che, benché non iscritto all'albo dei promotori finanziari, aveva fatto sottoscrivere ai clienti un contratto avente ad oggetto strumenti finanziari. In termini contrari, evidenzia l'inoperatività del principio laddove l'ordinamento predisponga meccanismi di pubblicità, come nel caso di albi professionali, Trib. Torino, 19 dicembre 2006, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

l'attività del promotore, senza alcuna necessità di fornire ulteriori prove relativamente al dolo o la colpa del danneggiante.

E' stato evidenziato che l'elaborazione giurisprudenziale di un *nesso di occasionalità necessaria* permette, da un lato, il recepimento delle istanze oggettivistiche e, dall'altro, si porrebbe ad esse un ragionevole argine.<sup>369</sup>

A tal riguardo, un eventuale limite all'operatività della responsabilità in parola potrebbe essere ravvisato nell'ipotesi di concorso colposo del cliente. Se infatti la disciplina contenuta nel TUF ha chiare finalità protettive della parte debole del rapporto, questa non può essere interpretata nel senso di ammettere la configurabilità del risarcimento anche qualora alla causazione dell'evento dannoso abbia contribuito il cliente.

Difatti, la configurabilità di un concorso di colpa dell'investitore non sarebbe esclusa qualora questi tenga un comportamento significativamente anomalo o ometta di adottare i più elementari canoni di prudenza ed oneri di cooperazione nel compimento dell'attività di investimento.<sup>370</sup>

---

<sup>369</sup> F. DURANTE, *Cit.*, in *www.dirittobancario.it*. Secondo il quale l'espressione *occasionalità necessaria* contiene in se un ossimoro. Dello stesso A. si veda anche *Intermediari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, 244 e ss. A tal proposito, se, da un lato, il ricorso alla responsabilità oggettiva si pone in apprezzabile chiave assistenziale, dall'altra è parimenti innegabile che un tale impiego, pone a carico dell'intermediario e del promotore anche eventi negativi totalmente al di fuori della loro azione di controllo, rischia di frustrare l'iniziativa economica. In questi termini F. BOCHICCHIO, *Illeciti dei promotori finanziari nei confronti dei risparmiatori e responsabilità oggettiva dell'intermediario: articolazione del principio di responsabilità nell'ambito delle dinamiche d'impresa*, in *Giur.civ. comm.*, 1997, II, 475

<sup>370</sup> Cass., 22 settembre 2015, n. 18613. Una volta illustrato detto principio la Cassazione esclude, tuttavia, che nel caso sottoposto alla sua attenzione ricorresse una ipotesi assimilabile a quella di cui all'articolo 1227 c.c. Per Cass., 1 marzo 2016, n. 4037, sarebbe esclusa la riconducibilità alla fattispecie di cui all'articolo 1227 c.c. l'ipotesi di consegna dell'assegno privo del nome del prenditore.

Se queste sono le astratte considerazioni generalmente riportate dalla giurisprudenza, è opportuno, a tal proposito, evidenziare che raramente è stata riconosciuta l'operatività del principio in parola. Difatti, l'operatività della norma è stata ammessa solo in caso di collusione o di consapevole, cosciente e fattiva acquiescenza all'altrui illecito<sup>371</sup>.

Difatti, la semplice imperizia del cliente, che peraltro non conosce i complessi meccanismi finanziari o le prassi della società di intermediazione, non può divenire elemento utile a consentire la riduzione o il totale venir meno del risarcimento dovuto.

Ciò, a maggior ragione qualora venga riscontrato il dolo del promotore, sicché è da escludere l'operatività dell'articolo 1227 c.c. tutte le volte in cui vi fosse volontà di cagionare un danno al cliente. Completamente differente è invece l'ipotesi in cui ci sia la consapevolezza del cliente circa l'estraneità della condotta del promotore alla sfera di attività del soggetto per conto del quale egli avrebbe dovuto prudentemente operare. In tale ipotesi ben si giustifica l'operatività di quanto disposto dall'articolo 1227 c.c.

---

<sup>371</sup> Si segnala l'iter argomentativo di Trib. Prato, 23 febbraio 2001, n. 211 che nel richiamare Cass., 20137/2005; Cass. 9209/1995), afferma che «*In tema di responsabilità per fatto illecito doloso, la norma dell'art. 1227 cod. civ. non è applicabile nell'ipotesi di provocazione da parte della persona offesa del reato, in quanto la determinazione dell'autore del delitto, di tenere la condotta da cui deriva l'evento di danno che colpisce la persona offesa, va considerata causa autonoma di tale danno, non potendo ritenersi che la consecuzione del delitto al fatto della provocazione esprima una connessione rispondente ad un principio di regolarità causale*». Secondo il giudice di prime cure, infatti, se ciò è vero quando la condotta della persona offesa assume il carattere della provocazione, a maggior ragione il principio indicato deve trovare applicazione nel caso in esame dove alla condotta della persona offesa può, se mai, essere rimproverata una mancanza di cautela. Negli stessi termini Cass. 13 dicembre 2013 n. 27925; in Dottrina, si vedano le considerazioni di F. GRECO, *La responsabilità del soggetto abilitato nell'illecito del promotore finanziario: il punto fermo della Corte di Cassazione*, in *Resp. Civ. Prev.*, 2013, 1, 25.

<sup>371</sup> F. GRECO, *Cit.*, 25 e ss.

Se quindi si condivide il ragionamento della giurisprudenza relativamente sia alla forma di cosciente e fattiva acquiescenza all'altrui illecito sia rispetto al caso in cui il cliente ometta di adottare i più elementari canoni di prudenza, dall'altra qualche perplessità si nutre con riguardo all'ipotesi di collusione fra cliente e consulente. Difatti, l'articolo 1227 c.c. sia al primo che al secondo comma si riferisce ad ipotesi di comportamento colposo del creditore che, a seconda della gravità, legittima la riduzione o il venir meno del diritto al risarcimento dovuto. La norma, tuttavia, non contempla l'ipotesi della dolosa collusione, da intendersi come segreto accordo fra due soggetti per il raggiungimento di un fine illecito. In tali casi, a configurarsi parrebbe essere una responsabilità solidale fra cliente e consulente nei confronti dell'intermediario, oltre che una responsabilità di carattere penale *ex artt. 640 c.p. o 646 c.p.*, disciplinanti rispettivamente la truffa e l'appropriazione indebita.<sup>372</sup>

---

<sup>372</sup> Naturalmente, le valutazioni da effettuare in sede penale sono diverse da quelle che deve compiere il giudice civile, soprattutto in termini di accertamento del nesso eziologico. Non è quindi escluso che possa effettivamente configurarsi una responsabilità rilevante in sede civile e sia invece da escludersi una responsabilità di carattere penale.



## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Dall'analisi svolta è possibile concludere, in primo luogo e per quel che specificatamente attiene la natura giuridica del contratto di swap, per la non assimilabilità della fattispecie al negozio a prestazioni corrispettive alla luce dell'evidente componente di rischio non solo in relazione al *quantum* ma rispetto allo stesso *an* delle prestazioni dedotte *ex contractu*.

Trattasi, dunque, di un contratto aleatorio, non dissimile da una scommessa meramente tollerata. Pertanto, l'inapplicabilità, ex art. 23 co.5 TUF, dell'articolo 1933 c.c. non si giustifica per la presenza di reali tratti discretivi fra tolleranza ed autorizzazione ma per una scelta di opportunità del legislatore, posto che anche in caso di scommessa meramente tollerata le parti possono, attraverso pronostici o tramite una valutazione comparativa di dati, ponderare l'ampiezza di un rischio, ma valutazioni di questo tipo non sembrano dissimili da quelle adoperabili per stabilire chi, fra i due contraenti, beneficerà dei frutti di quella determinata manovra speculativa.

Si pensi che anche per le scommesse tollerate è possibile ricorrere a sistemi o algoritmi, ma il risultato della stessa può disattendere il dato precedentemente elaborato. Stesso meccanismo interviene al momento della costruzione di un IRS, nonché di altri derivati, soprattutto quelli destinati ai mercati OTC. Dell'algoritmo, che delinea e caratterizza il prodotto non si conoscono con certezza tutti i possibili esiti, che dipenderanno in gran misura dalla sorte.

Solo una volta chiarita la natura giuridica è stato possibile comprendere l'effettiva portata del vizio nonché i rimedi concretamente esperibili in caso di patologia che può affliggere tanto il negozio quanto il rapporto.

Dall'analisi dei provvedimenti giurisprudenziali, tanto di merito che di legittimità, è emersa una certo abuso tanto del concetto di meritevolezza quanto di quello di causa in concreto.

A tal riguardo, se è innegabile che la funzione concretamente svolta dal derivato certamente influenza il profilo causale, non potendo condividersi la tesi di chi ritiene il contratto di swap caratterizzata da un c.d. sinallagma puro, che relega la funzione di copertura a meri motivi e che finisce per riecheggiare l'ormai superata visione di causa in astratto, ciò non può concretamente fornire l'occasione per ricondurre qualsivoglia anomalia negoziale al profilo causale.

Ugualmente inadeguato è parso, talvolta, il richiamo al concetto di meritevolezza degli interessi concretamente perseguiti

Sussiste, infatti, una profonda differenza fra totale mancanza di alea, alea unilaterale, alea squilibrata, alea irrazionale e operazione immeritevole; così come altrettanto netto deve ritenersi il confine che intercorre fra idoneità dell'operazione al profilo di rischio del cliente e rispondenza del negozio ai principi dell'Ordinamento. Difatti, il rapporto sussistente coi principi, anche di rango costituzionale, non può mutare a secondo dell'adeguatezza o meno dell'operazione o in base al profilo di rischio del singolo soggetto.

In altri termini, o il contratto è sempre meritevole di tutela o non lo è mai.

L'immeritevolezza non può, infatti, discendere da valutazioni di opportunità economica, bensì dalla non rispondenza del negozio ai valori fondamentali; e ciò anche qualora il contratto non presenti *deficit* sul versante strutturale. Nel caso di CDS *naked*, infatti, la logica che governa l'intera operazione non sembra dissimile da quella del *mors tua vita mea*, dall'arricchimento

che dipende e che non trova altro fondamento se non nella *distruzione* della controparte negoziale.

Tantomeno non si condivide l'approccio di una parte della giurisprudenza di trattare in maniera uniforme sia l'ipotesi di alea unilaterale sia quella di alea squilibrata, mentre convince, in ragione della assimilabilità dello swap al contratto aleatorio, la scelta di dichiarare nullo il negozio qualora l'alea risulti unilaterale.

Se, quindi, da un lato risulta condivisibile la soluzione invalidante qualora l'operazione risulti connotata da un'alea unilaterale, dall'altro, si sente di prendere le distanze qualora la medesima sanzione venga irrogata in caso di squilibrio della stessa. L'invalidità anche in caso di consapevole disomogenea ripartizione del rischio risulterebbe, invero, fonte di un'eccessiva severità. Diversamente opinando si approderebbe, infatti, a giustificare significative compressioni dell'autonomia negoziale sulla base di considerazioni di convenienza economica insuscettibili di valutazione da parte del giudice.

Qualora manchi, al contrario, un consapevole accordo in tal senso, lo squilibrio sembrerebbe colpire il diverso profilo della corretta formazione del consenso che, come noto, determina l'annullamento ma non la nullità del contratto.

Rispetto all'impostazione di chi lega la nullità all'irrazionalità dell'alea è sembrato opportuno scindere l'ipotesi di incalcolabilità oggettiva, che si verifica quando nemmeno *per relationem* risulti possibile procedere alla determinazione dell'alea, da quella in cui l'incalcolabilità dipenda o dalla scarsa conoscenza del cliente dei meccanismi finanziari o in ragione di elementi taciutigli dall'intermediario. Solo nel primo caso la sanzione invalidante troverebbe ragion d'essere mentre nel secondo parrebbe più

opportuno optare o per l'annullamento, ricorrendo l'ipotesi di errore o dolo, o per il risarcimento del danno.

Detto altrimenti, l'alea o c'è o manca, sicché non tutto ciò che risulta soggettivamente indeterminato o indeterminabile per il contraente caduto in errore o vittima del dolo o in ragione del comportamento scorretto dell'intermediario può tradursi in un deficit strutturale.

La linea di demarcazione è, come visto, tanto più netta quando si analizza l'incidenza di costi occulti sul contratto, come nel caso di mancata percezione dell'*up front*.

Trattasi, infatti, di ipotesi ben diversa da quella relativa alla totale assenza del suindicato valore, la cui mancanza incide sulla causa del contratto, quindi sulla struttura negoziale, sino a determinare la nullità.

Nell'ipotesi di costo occulto, invece, l'*up front* esiste ma non risulta percepito dal cliente, in ragione del comportamento dell'intermediario non conforme né al generale dovere di correttezza e buona fede né alle specifiche prescrizioni di cui agli articoli 21 TUF e 26 Reg. Consob. n. 11528/98.

Nemmeno in tali casi, quindi, la sanzione concretamente irrogabile può essere la nullità ex art.1418 co2 c.c., come invece ritiene, ancora una volta, una parte della giurisprudenza.

Detta ipotesi non può essere equiparata a quella in cui il suddetto elemento manchi del tutto, sicché ad operare dovrebbe essere o il risarcimento del danno ex 1337 c.c. o 1218 c.c. a seconda dei singoli casi o, qualora il costo venga occultato mediante artifici e raggiri, l'annullamento ex art. 1439 c.c.

Se poi in sede giudiziale si accerti che il contratto sarebbe stato ugualmente voluto ma a condizioni diverse, a configurarsi sarebbe la diversa ipotesi di dolo incidente, di cui all'articolo 1440 c.c., salvo, naturalmente, che la

condotta non rilevi anche penalmente. In quel caso, il contratto deve ritenersi, ancora una volta annullabile.

Dalla panoramica giurisprudenziale è, dunque, emersa una certa tendenza a definire in termini di causa in concreto o di immeritevolezza anomalie che, alla luce del ben noto insegnamento impartito dal Supremo Consesso a Sezioni Unite del 2007, dovrebbero essere diversamente sanzionate.

A tal riguardo, o si opta per un tendenziale superamento di quanto stabilito nel 2007 o deve ritenersi erronea l'attuale impostazione giurisprudenziale in materia di invalidità del contratto di swap.

D'altronde, un tale *modus operandi* acuisce il rischio di un'incontrollabile proliferazione di nullità di matrice giurisprudenziale in cui la sanzione sembrerebbe fondarsi non tanto sulla presenza del vizio idoneo a giustificare la più grave fra le reazioni dell'Ordinamento quanto in virtù dell'assenza di elementi che non possono assurgere a requisito di validità dell'operazione.

## **BIBLIOGRAFIA:**

### **A**

ACCETTELLA F., *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, IV, 462.

ALBANESE A., *Violazione di norme imperative e nullità del contratto*, Napoli, 2003, *La tutela civile dell'incapace vittima di circonvenzione*, in *Contratti*, 2004, 997.

ALCARO F., *Causa del contratto: evoluzioni interpretative e indagini interpretative*, Milano, 2016.

ALPA G., *I Principi generali del diritto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di Iudica-Zatti, Milano, 1993.

AMADEI L.- DI ROCCO S.- GENTILE M.- GRASSO R.,-SICILIANO G., *I credit default swap. Le caratteristiche dei contratti e le interrelazioni con il mercato obbligazionario*, in *Discussion papers Consob*, [www.consob.it](http://www.consob.it).

AMADIO G., *Inattuazione e risoluzione: la fattispecie*, in *Trattato del contratto*, a cura di Roppo, v. Rimedi, Milano, 2008.

ANGELICI C., *Appunti in tema di derivati*, Intervento al convegno del 6 marzo 2016 presso l'Università Roma 3, in [www.rivistaodc.eu](http://www.rivistaodc.eu), 2015, 2.

ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.

ANTOLISEI F., *Manuale di diritto penale. Parte speciale*, I, a cura di C.F. Grosso, XV ed., Milano, 2008.

ASCARELLI T., *Il negozio indiretto e le società commerciali*, Milano, 1952.

## **B**

BALLERINI L., *Neoformalismo e contratti di investimento: la forma degli ordini di negoziazione impartiti dall'investitore all'intermediario*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2012, I, 402.

BARCELLONA E., *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Il caso.it; Contratti derivati puramente speculativi. Fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in *Quaderno swap tra banche e clienti*, 2014, 91.

BARCELLONA M., *Della causa, il contratto e la circolazione della ricchezza*, Vicenza, 2015.

BARCELLONA P., *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969; v. Frutti, in *Enc. Dir.*, Milano, 1969, XVIII, 205.

BARCHIESI L., *Tecniche di conservazione e tecniche di adeguamento del contratto nei Principi di diritto europeo dei contratti*, in AA.VV., *Violazione del contratto. Danni e rimedi*, Milano, 2003.

BENEDETTI A.M., *Autonomia privata procedimentale. La formazione del contratto fra legge e volontà delle parti*; Torino, 2002.

BELLI G., *L'alea nei contratti differenziali*, in *Obbligazioni e contratti*, 2012,1, 58.

BERTI DE MARINIS G., *Problemi di forma e di sostanza nella contrattazione di prodotti finanziari derivati*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2014, 12, 1103; *La forma del contratto nel sistema di tutela del contraente debole*, Napoli, 2013; *Alea unilaterale e sindacato di meritevolezza degli interest rate swap*, in *Contr. impr.*, 2017, 3, 899.

BERTINETTI G.- BUONGIORNO M.- BUSO D., *I contratti swap: aspetti finanziari e contabili, Bilancio, Vigilanza e Controlli, Euroconference*, Milano, 2007, 7.

BERTOLINI A. , *Problemi di forma e sanzioni di nullità nella disciplina a tutela dell'investitore. Perequazione informativa o opportunismo rimediabile*, in *Resp. Civ. e prev.*, 2010, 2333.

BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1960.

BIANCA C.M., *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. comm.* 2014, 251; *Il contratto, Diritto civile*, III, II ed., Milano, 2000;

BIANCA M. *Alcune riflessioni sul concetto di meritevolezza di interessi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1, 2011, 789.

BIANCA M.- D'ERRICO M.- DE DONATO A.- PRIORIE C., *L'Atto di destinazione*, Milano, 2006.

BIANCHI D'ESPINOSA L., *Il contratto di borsa. Il riporto*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, Milano, 1969.

BO S. -VECCHIO C., *Il rischio giuridico dei prodotti derivati*, Milano, 1997.

BOIDO C. - LEONE P. , *Rischio di credito e credit derivatives*, Padova, 2004.

BONELL M. J., *Un "Codice" Internazionale del Diritto dei Contratti. I Principi UNIDROIT dei Contratti Commerciali Internazionali*, Milano, 1995.

BRACCIODIETA A., *Il contratto di assicurazione. Disposizioni generali*, in *Il c.c. Comm.* fondato da Schlesinger, diretto da Busnelli, Artt. 1882-1893, Milano, 2012.

BRECCIA U., *Il contratto in generale*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Alpa-Breccia-Lisserre, Torino, 1999, XIII; *Morte e resurrezione della*



*causa: la tutela*, in *Il contratto e le tutele*, a cura di Mazzamuto, Torino, 2002, 244.

## C

CALANDRA BUONAURA V., *Il ruoli di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle disposizioni di vigilanza sulla corporate governante e sui sistemi di controllo interno alle banche*, in *Banca Impr. Soc.*, 2015,I, 19.

CAPALDO G., *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di swap*, Milano, 1999; *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. privato*, 1997, 587.

CAPRIGLIONE F., *Polizze «unit linked» prodotti assicurativi con finalità di investimento*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2014, II, 426.

CAPUTO NASETTI F., *Un salto indietro di trent'anni. Lo swap equivale alla scommessa*, in *Giur. comm.*, 2014, 2, 277; *Contratto di swap con ente pubblico territoriale con pagamento upfront*, in *Giur. Comm.*, 2011, II, 189. *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, *Profili legali degli interest rate swap e degli interest rate e currency swaps*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 69; *Profili civilistici dei contratti finanziari "derivati"*, Milano, 1997; *I contratti derivati di credito - il credit default swap*, in *Banca Commerciale Italiana, Collana Ricerche*, 1997, 2.

CAPUTO NASETTI F.- CARPENZANO G.- GIORDANI G., *I contratti derivati di credito, aspetti civili contabili e fiscali*, Milano, 2002.

CAPUTO NASETTI F.- FABBRI A., *Trattato sui contratti derivati di credito*, Milano, 2000.

CARBONE S., *Derivati finanziari e diritto internazionale privato e processuale: alcune considerazioni*, in *Riv. dir. comm. int.*, 2000, 4, 3.

CARNELUTTI F., *Teoria generale del diritto*, Napoli, 1951.

- CAROZZI A.M.- DEL SOLE V., *Credit derivatives*, in *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale, Banca, borsa e titoli di credito*, vol. XX, Torino, 2004, 449.
- CASSINELLI B., *La circonvenzione di incapaci*, Milano, 1955 (I ed., Milano, 1938)
- CATAUDELLA A., *I contratti*, Torino, 2009; *L'abuso dei principi*, in *Riv. dir.civ.*, 2014, I, 4.
- CATENACCI M.- SANNA P., *L'evoluzione della disciplina dei prodotti di investimento assicurativo alla luce delle Direttive MIFID II e IDD*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).
- CAVALLI R., *Polizze linked: contratti di assicurazione o contratti di investimento mobiliare?* Commento a Tribunale di Ferrara 27 giugno 2011, n. 1020, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).
- CERTO C., *La circonvenzione di persone incapaci*, Palermo, 1962.
- CHANCE D.M., *A chronology of derivatives*, in *2 Derivatives Quarterly*, 1995.
- CHIOMENTI F., *Cambi di divise a termine*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 45.
- CIAN M., *L'informazione nella prestazione di servizi di investimento: gli obblighi degli interendiari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli- R. Lener, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno- E.Gabrielli, vol 2, I, Torino 2011.
- CINQUE, *L'interprete e le sabbie mobili dell'articolo 2645 ter cod. civ.: qualche riflessione a margine di una prima (non) applicazione giurisprudenziale*, in *Nuova Giur. Civ. Comm.*, 2007, I, 524.
- CIVALE F., *Clausole floor nei contratti di mutuo e di leasing: prime riflessioni*, in [www.civalex.it](http://www.civalex.it).

CLARIZIA R., *Le option tra disciplina codicistica e regolamentazione pattizia*, in *Derivati finanziari*, a cura di di Rioli, Milano, 1993; v. "Contratti innominati", in *Enc. Treccani*, IX, Roma, 1988.

CORASANITI G., *La nullità dei contratti come strumento di contrasto alle operazioni di dividend washing nella recente giurisprudenza della suprema corte*, in *Dir. e Prat. Trib.*, 2006, II, 252.

CORRADO C., *I contratti di borsa*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Vassalli, Torino, 1950.

CORRIAS P., *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, Milano, 2014.

CORTI C.L., *Esperienze in tema di Option*, in *I derivati Finanziari*, a cura di Rioli, Milano, 1993.

COSTANZA M., *Il contratto atipico*, Milano, 1981.

COSSU M., *Domestic curency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, II, 162.

COSSU M.- SPADA P., *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente, divulgazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2010, I, 1.

COTTINO G., *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni ed un elogio ai giudici*, in *Danno e resp.*, 2008, 525.

## **D**

D'AMICO G., *Regole di validità e principi di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996.

D'AURIA M., *Recesso e nullità nei contratti di investimento tra regole di settore e principi*, in *Giur. It.*, 2014,I, 1, 850.

D'AURIA M.- M. RIZZUTI, *Percorsi di giurisprudenza- nullità contrattuale e intermediazione finanziaria*, in *Giur.it*, 2015, 6, 1509.

DA EMPOLI G., *Overdose. Le società dell'informazione eccessiva*, Vicenza, 2002.

DAMIANI E., *I nuovi contratti finanziari*, Napoli, 2008.

DANUSSO G.M.- MARCHETTI F., *Dexia Crediop S.p.a. vs Comune di Prato, sentenza della High Court of Justice Queen's Bench Ddivision Commercial Court di Londra in data 25 giugno 2015 e precedenti specifici*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

DAS S.R., *Valuation and pricing of credit derivatives*, in *Credit Derivatives*, John Wiley & Sons, New York, 1998.

DE NOVA G., *Il tipo contrattuale*, Napoli, 1974, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir., priv.*, 2009, 15; *Il contratto alieno*, Torino, 2010.

DEL PRATO E., *Ragionevolezza e autonomia negoziale*, in *Rass. dir. civ.*, 2012, 2, 618

DELFINI F., *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione ( a margine di un recente libro in tema di Swap)*, in *Contr. e impr.*, 4-5, 2014, 910; *Causa ed autonomia privata nella giurisprudenza di legittimità e di merito: dai contratti di viaggio ai derivati sul rischio di credito*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2013, 1355; *Valutazioni di adeguatezza ex art. 40 Reg. Intermed., obbligazioni strutturate e derivati di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 3; 296.

DI GASPARE G., *Diritto dell'economia e dinamiche istituzionali*, Padova, 2002; *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria, Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Torino, 2012.

DI MAJO A., *La nullità*, in *Tratt. Bessone*, XIII, *il contratto in generale*, Torino, 2002;

DI MARZIO F., *Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Napoli, 2011; *Teoria dell'abuso e dei contratti dei consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2007, 681.

DI RAIMO R., *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, Pisa, 2010; *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, 319.

DIONISI C., *Il problema dei negozi giuridici unilaterali*, Napoli, 1972.

DOMAT J., *les lois civiles dans leur ordre naturel*, traduzione italiana, Pavia 1895.

DURANTE F., *Promotore finanziario, «necessaria occasionalità» e responsabilità solidale dell'intermediario*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

## **F**

FAVALE R., *Il formalismo nel diritto dei consumatori*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2012, 582.

FAZIO E., *Dalla forma alle forme. Struttura e funzione del neoformalismo negoziale*, Milano, 2011;

FEBBRAJO, *L'informazione ingannevole nei contratti del consumatore*, Napoli, 2006, *Manuale di diritto dei consumatori e dei risparmiatori*, Macerata, 2017; *Violazione delle regole di comportamento*

*nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle sezioni unite*, in *Riv. dir. comm.e obbligazioni*, 2008, II, 155.

FEOLA D., *Nullità della rendita vitalizia per difetto di alea*, in *Contr.*, 1995, 391.

FERRARI V., *Art. 1985*, in *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, a cura di Perlingieri, Torino, 1980.

FERRARINI G., *European Banking Union*, in *Banca e Borsa*, 2015, I, 587.

FERRI G.B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966; *Meritevolezza dell'interesse e utilità sociale*, in *Riv. Dir. Comm.* 1971, II, 81; *Une cause qui ne dit pas son nom, Il problema della causa del contratto e la riforma del terzo libro del code civil*, in *Riv. diri.civ.*, 2017, 1; *Appunti sull'invalidità del contratto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1996, I, 367; *Tradizione e novità della disciplina della causa del negozio giuridico (dal cod. civile del 1865 al codice civile del 1942)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1986, I, 127; *Ancora in tema di meritevolezza dell'interesse*, in *Riv.Dir. Comm.*, 1979, I, 52.

FERRERO E., *Contratto differenziale*, in *Contratti e impresa*, 1992, 475; *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm. e del dir. gen. obbl.*, 1992, 632.

FERRO LUZZI P., *Attività e "prodotti" finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 134.

FIANDACA G.- MUSCO E., *Diritto penale. Parte speciale*, vol. II, 2, *I delitti contro il patrimonio*, V ed., Bologna, 2007.

FIORI A., *Principi contabili nazionali e internazionali. Una panoramica*, in [www.filodiritto.com](http://www.filodiritto.com).

FRACCHIA F., *Giudice amministrativo, crisi finanziaria globale e mercati*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2010, II, 451.

FRISONE M., *Derivati, così guadagna la mia banca*, in *Il Sole 24 Ore – Plus*, 30 giugno 2007.

## G

GABRIELLI E., *Il contenuto e l'oggetto*, in *I contratti in generale*, a cura di Gabrielli, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, 2006; *Garanzie del credito e mercato: il modello comunitario e l'Antitrust*, in *Giust. civ.*, 2011, IV, 167; *I contraenti*, in A.A.V.V., *Il diritto europeo dei contratti di impresa. Autonomia negoziale e regolazione del mercato*, a cura di Sirena, Milano, 2006.

GABRIELLI G., *Operazioni su derivati. Contratti o scommesse*, in *Contr. impr.*, 2009, 1133;

GAGLIARDINI M., *I criteri di qualificazione delle polizze unit linked arrivano in cassazione: la centralità del rischio*, in *Dir. e fisc.ass.*, 2013, I, 127.

GALLO P., *Dell'accordo delle parti*, in E. Navaretta, A. Orestano (a cura di), in *Comm., cod. civ.*, diretto da E. Gabrieli, *Dei contratti in generale, artt. 1321- 1349*, Torino, 2011; *Trattato del contratto*, Torino, 2010, I.

GALGANO F., *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contr. impr.*, 2000, 189; *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, in *Contr. impr.*, 2005, 889; *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni Unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, 1; *Le obbligazioni in generale, il contratto in generale, i singoli contratti, gli atti unilaterali e i titoli di credito, i fatti illeciti e gli altri fatti fonte di obbligazioni, la tutela del credito*, in *Tratt. Dir. Civ.*, II, Padova, 2009, *Il contratto*, Padova, 2010, *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contr. impr.*, 1997, 417.

GAMBINO F., *Alea normale e probabilità dell'evento*, in *I Maestri italiani del diritto civile: Rosario Nicolò*, a cura di N. Lipari, Napoli, 2011.

GANDOLFI G., *Code européen des contrats, Avant-projet*, I, 1, Milano, 2002;

GARDELLA TEDESCHI B., *Mutuo (contratto di)*, in *Dig. disc.priv.*, Torino, 2002, IX.

GAROFALO A.M., *Meritevolezza degli interessi e correzione del contratto*, in *La nuova giur. civ. comm.*, 2017, 9, 1205; *La causa del contratto tra meritevolezza degli interessi ed equilibrio dello scambio*, in *Riv. Dir. Civ.*, n. 6, 2012, 573.

GAROFOLI R., *Manuale di diritto penale*, Roma-Molfetta, 2017.

GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2007; *Atipicità del contratto, giuridicità del vincolo e funzionalizzazione degli interessi*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1987, I, 52.

GENTILI A., *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 555; *le destinazioni patrimoniali atipiche. Esegesi dell'articolo 2645 ter c.c.*, in *Rass. Dir. Civ.*, 2007, I, 12.

GIANNELLI G.- DELL'ATTI A., *Il ruolo del capitale tra regole bancarie e disciplina societaria*, Milano, 2012.

GIAMPICCOLO G., V. *Mutuo*, in *Enc. dir.*, XXVII, Milano, 1977.

GILOTTA S., *In tema di interest rate swap*, nota a Trib. Lanciano, 6 settembre 2005, in *Giur. comm.*, II, 2007, 131.

GIOIA G., *Il contratto di swap*, in *Giur.it.*, 1999, 2209.

GIRINO E., *I contratti derivati*, Milano, 2001; *I derivati "impliciti" virtù e vizi della scomposizione*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).



GIROLAMI M., *La nullità di protezione nel sistema delle invalidità negoziali. Per una teoria della moderna nullità relativa*, Padova, 2008; *L'artificio della causa contractus*, Padova, 2012.

GITTI G., *Problemi dell'oggetto*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, II, a cura di Vettori, Milano, 2006.

GIUDICI P., *Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici del derivato*, in *Banca e Borsa*, 2016, II, 505.

GITTI G., *Contratti regolamentari e normativi*, Padova, 1994.

GIULIANI F.M., *I titoli sintetici, tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.* 1992, I, 79.

GLUCK C.F., *commentario alle Pandette*, Milano, 1903.

GORLA G., *Il contratto*, Milano, 1954, I.

GRASSO G., *La disciplina dell'invalidità nei principi di diritto europeo dei contratti*, Napoli, 2005; *Sulla nullità delle clausole di indicizzazione e floor nei contratti di leasing*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

GRECO F., *La responsabilità del soggetto abilitato nell'illecito del promotore finanziario: il punto fermo della Corte di Cassazione*, in *Resp. Civ. Prev.*, 2013, 1, 25.

GRISI G., *Informazione ( obblighi di)*, in *Enc. dir. Annali*, Milano, 2011, IV

GUADAGNO S., *Squilibrio contrattuale: profili rimediali e intervento correttivo del giudice*, in *Nuova Giur. Comm.*, 2015, 744.

GUARINELLO G., *Le informazioni privilegiate, fattispecie penale ed amministrativa*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

GUARNIERI A., v. *Meritevolezza dell'interesse*, in *Digesto*, IV ed., Sez. civ. XI, Torino, 1994.

GUIDI P., *Le regole di comportamento degli intermediari finanziari ed i contratti derivati*, Relazione al convegno di Bergamo del 22 aprile 2012, in *La fiducia e i rapporti fiduciari*, a cura di Ginevra, Milano, 2012.

GUGLIELMETTI G., voce «*Contratto normativo*», in *Enc. Giur. Treccani*, IV, Roma, 1988.

## I

INDOLFI M., *Causa e autonomia privata nei contratti derivati*, in *Causa del contratto, evoluzioni interpretative e indagini applicative*, a cura di Alcaro, Milano, 2016; *Recenti evoluzioni dell'aleatorietà convenzionale. I contratti derivati OTC come scommesse razionali*, in *Contratti*, 2014, 295.

INZITARI B, *Swap (contratto di)*, in *Contr. impr.*, 1988, 597; *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. it.*, 2009, 1693.

IRRERA M., v. *Option e futures*, in *Digesto disc. priv.*, Torino, 1994, X

INZITARI B.- PICCININNI V., *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, a cura di Inzitari, Padova, 2008.

## J

JANNARELLI A., *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, in *Tratt. dir. priv. europeo*, a cura di Lipari, III, Padova, 2003; *Beni, interessi, valori. Profili generali*, in *Tratt. dir. priv. UE*, a cura di Lipari, Padova, 2003.

## L

LA ROCCA G., *Sottoscrizione e forma informativa nei contratti del mercato finanziario*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 2 e in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di "strumento finanziario"*, Torino, 2009.

LEMBO M., *L'Analisi giuridica delle rinegoziazioni e degli up front*, in [www.diritto bancario.it](http://www.diritto bancario.it), 2017

LENER R.- LUCANTONI P., *Regole di condotta nella negoziazione di strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 4, 369.

LEO M., *Le imposte sui redditi nel testo unico*, Milano, 2007.

LIBERTINI M., *Il ruolo della causa negoziale nei contratti di impresa*, in *Jus*, 2009, 273, v. *Interessi*, in *Enc.Dir.*, Milano, 1972, XXII, 20.

LIPARI N., *Diritto e mercato della concorrenza*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, 1; 315.

LONARDO L., *Meritevolezza della causa e ordine pubblico*, Napoli, 1978.

LONGOBUCCO F., *Profili evolutivi del principio fraus omnia corrumpi tra contratto in frode a un terzo e contratto in danno a terzi*, in *Rass. Dir. Civ.*, 2012, 712.

LORDI L., *Pagamento per causa illecita in contratti differenziali su divisa estera*, in *Riv. dir. comm. e del dir. gen.obbl.*, 1927, I, 101.

LOVISOLO A., *L'art. 53 Cost. come fonte della clausola generale antielusiva e il ruolo delle valide ragioni economiche tra abuso del diritto, elusione fiscale e antieconomicità delle scelte imprenditoriali*, in *Riv. Giur. Trib.*, 2009, 229.

LUCANTONI P., *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistemico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 2, 192.

## **M**

MACARIO F., *Rischio contrattuale e rapporti di durata nel nuovo diritto dei contratti, dalla presupposizione all'obbligo di rinegoziare*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 63.

MAFFEIS D., *La causa del contratto di interest rate swap e costi impliciti*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap fra banche e clienti. I contratti e le condotte*, a cura di Maffeis, in *Quaderno BBTC*, 2014, 3; *I costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. Comm.*, 2013, I, 648; *Alea giuridica e calcolo del rischio- nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 4, 2016, 1096; *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002; *La causa di finanziamento esclude la sopravvenienza di c.d. tassi negativi e richiede la sostituzione, convenzionale o giudiziale, del parametro esterno divenuto durevolmente negativo*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

MAFFEIS E., *Regole di vigilanza prudenziale comuni al mondo T.U.B. e al mondo TUF: il conflitto di interessi degli amministratori nel decreto di attuazione della direttive UE CRD IV e del regolamento UE 525 del 2013*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

MAGGIOLO G., *Servizi ed attività di investimento*, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni- Schlesinger*, Milano, 2012,

MAIELLO U., *I problemi di legittimità e disciplina dei negozi atipici*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1987, I, 490.

- MANENTI C., *Del giuoco e della scommessa dal punto di vista del diritto romano e moderno (in appendice dal punto di vista del diritto romano e moderno (in appendice C.F. GLUCK, commentario alle Pandette)* Milano, 1903.
- MANTOVANI M., *Le nullità e il contratto nullo*, in Trattato del contratto, diretto da Roppo, IV, 1, Milano, 2006.
- MARICONDA V., *Delle obbligazioni e dei contratti*, Milano, 1984.
- MASTROPAOLO E. M.- PRAICHEUX S., *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti nel diritto francese e nel diritto italiano*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2002, I, 219.
- MAZZAMUTO S., *A proposito del libro di Mario Barcellona “ della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza”*, in *Eur. Dir. Priv.*, 2015, 2, 469.
- MESSERI G., *Trasferimento di azioni, elusione fiscale e causa in concreto*, in *Causa del contratto, Evoluzioni interpretative e indagini applicative*, a cura di Alcaro, Milano, 2016.
- MESSINEO F., *Dottrina generale del contratto*, Milano, 1952; *Gli affari differenziali impropri (commento a App. Genova, 23/12/1926)*, in *Riv. dir. comm.*, 1930, II, 681; *Contratto normativo e contratto-tipo*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962.
- MINNECI U., *La parabola degli IRS: tra innovazione normativa e recupero di nozioni appartenenti alla tradizione*, in *Soc. Banche e crisi d'impr.*, 2014, 2316.
- MODICA L., *Vincoli di forma e disciplina del contratto. Dal negozio solenne al neoformalismo*, Milano, 2008, *Formalismo negoziale e nullità: le aperture delle corti di merito*, in *Contratto e impresa*, 2011, 33.

MORELATO E., *Nuovi requisiti di forma del contratto. Trasparenza contrattuale e neoformalismo*, Padova, 2006.

MOSCHELLA R., *La rilevanza civile della circonvenzione di incapaci*, in *Foro it.*, 1980, I, 2861.

MOTTI C., *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impr.,soc.*, 1991, 455.

MUSSUTO. M., *L'immeritevolezza del contratto finanziario c.d. For You*, in *Giur. It.*, 2017, 1, 54.

## N

NARDI S., *Frode alla legge e collegamento negoziale*, Milano, 2006.

NAVARRETTA E., *Le ragioni della causa e il problema dei rimedi.; La nozione di contratto e i suoi requisiti*, in *Il Draft Common Frame of Reference nel diritto privato*, a cura di G. Alpa, G. Iudica, U. Perfetti, P. Zatti, Padova, 2009.

NAZZARO A.C., *Contratti unit e index linked*, in *Causa del contratto evoluzioni interpretative e indagini interpretative*, a cura di Alcaro, Milano, 2016.

NICOLO' R., voce *Alea*, in *Enc. dir.*, I, Milano, 1958.

NUZZO M., *Atti di destinazione e interessi meritevoli di tutela*, in *La trascrizione dell'atto negoziale di destinazione. L'art. 2645 ter del codice civile*, a cura di M. Bianca, Milano, 2007

## O

OPPO G., *Impresa e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, 421; *Principi*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di Buonocore, Torino, 2001 .

OREFICE G., Commento a Trib. Bari 15 luglio 2010, in *Contratti*, 2011, 256.

## **P**

PACCOI A., *Violazione degli obblighi informativi e responsabilità solidale tra intermediario e promotore finanziario*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

PADOA SCHIOPPA T., *I prodotti derivati: profili di pubblico interesse*, in *Bollettino economico, Banca d'Italia*, 1996, n.26, 61.

PADOVANI T., *Diritto penale della prevenzione e mercato finanziario*, in *Rivista it. Dir. proc. Penale*, 1995, 641.

PAGLIANTINI S., *Il neoformalismo contrattuale dopo i d.lgs 141/2010, 79/2011 e la direttiva 2011/83: una nozione ( già) vielle renouvelée*, in [www.personaemercato.it](http://www.personaemercato.it); *Autonomia privata e divieto di convalida del contratto nullo*, Torino, 2007, *Forma e formalismo nel diritto europeo dei contratti*, Pisa, 2009; *Ancora sulla "saga" dei derivati (note minime sul principio di effettività e sui c.d. vizi del XXI secolo)*, in *Nuove leggi civ.*, 2016, 817; *I derivati fra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Europa e diritto privato*, 2015, 2, 393; *L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra Corte di Giustizia, Corte Costituzionale ed ABF: "il mondo di ieri" o un trompe l'oeil concettuale?*, in *Contratti*, 2014, 10, 854; *L'interpretazione dei contratti asimmetrici nel canone della Corte di Giustizia (aspettando le clausole floor)*, in [www.personaemercato.it](http://www.personaemercato.it).

PAGNONI E., *Contratti di swap*, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, 2004.

PALERMO G., *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970.

PERFETTI U., *La conclusione del contratto, Il contratto in generale*, in *Trattato di dir. civi e comm.*, già diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, continuato da Schlesinger, Milano, II, 2016.

PERLINGIERI G., *L'inesistenza della distinzione tra regole di validità e di comportamento nel diritto italo-europeo*, in *Foro napoletano, Quaderni*, Napoli, 2011, 5,;

PERLINGIERI P., *Il diritto civile*, Napoli, 2014,; *In tema di tipicità e atipicità nei contratti*, in Id., *il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi di diritto civile*, Napoli, 2003, 399; *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006; *Mercato solidarietà e diritti umani*, in *Rass. dir. civ.*, 1995, 84; *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Equilibrio delle posizioni contrattuali ed autonomia privata*, a cura di Ferroni, Napoli, 2002.

PERRONE A., *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1995, II, 82.

PIERGALLINI C., *"Civile" e "penale" a perenne confronto: l'appuntamento di inizio millennio*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, 1299.

PIETROBON V., *Incapacità naturale*, in *Enc. giur.*, XVI, Roma, 1989

PIETROFORTE T., *La natura dei titoli asset-backed, ed i rapporti con la disciplina della raccolta del risparmio*, in *La cartolarizzazione- commento alla legge n.130/1999*, a cura di Ferro-Luzzi Milano, 2005.

PIOLA G., *Atipicità del contratto e meritevolezza dell'interesse*, in *Temi*, 1976, 371.

PIRAS A., *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2219.



A. PORZIALE, *Derivati impliciti clausole “floor” e “zero floor” nei contratti bancari*, in *Dir. della banca e del merc. Fin.*, 2016, 4, 717.

POTHIER R.J., *Traité des obligations, selon les regles tant du for de la conscience, que du foe exterieur*, I, traduzione italiana, Napoli 1832.

PRIETE D., *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici ( in particolare caps, floor, swap, index, future)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 171.

PROSPERI F., *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass. sez.un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725, in Contr. Impr., 2008; 943; La responsabilità di impresa, in Alpa- Conte ( a cura di), in Istituzioni di diritto civile, diretta da Alpa, Milano, 2015; Il contratto di subfornitura e l’abuso di dipendenza economica. Profili ricostruttivi e sistematici, Napoli, 2002; Subfornitura industriale, abuso di dipendenza economica e tutela del contraente debole: i nuovo orizzonti della buona fede contrattuale, in Rass. dir. Civ., 1999, 639.*

## **R**

RAGANELLI E., *Circonvenzione di incapace e nullità o annullabilità del contratto*, in *Giust. civ.*, 1980, I, 947.

RAPPAZZO A.– RAPPAZZO G., *Il collegamento negoziale nella società per azioni. La delibera collegata*, Milano, 2008.

REALI F., *I contratti di credit risk monitoring*, Perugia, 2005.

RODOTA’ S., *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 1969.

ROLLI R., *Il rilancio della causa del contratto: la causa in concreto*, in *Contratto e Impresa*, 2007, 416.

ROPPO E., *Contratti standard. Autonomia e contratti nella disciplina delle attività negoziali d'impresa*, Milano, 1975.

ROPPO V., *Il contratto del duemila*, Torino, 2002; *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 4, 957; *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di Iudica e Zatti, Milano, 2011; *La tutela del risparmiatore tra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e Impresa*, 2005, 628.

RORDORF R., v. *I contratti del mercato finanziario*, in *www.treccani.it*.

ROSSI F., *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, I, 602; *Il conflitto epidemico*, Milano, 2003.

ROTONDI M., *Contratti a termine e differenziali sui cambi*, *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 119.

RUSSO R., *I derivati su crediti*, in *Amministrazione e finanza*, 1996, n.13, 805.

## S

SACCO R., *Obbligazioni e contratti*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, Torino, 2008, II; v. *Interesse meritevole di tutela*, in *Digesto*, IV ed. agg., 2009.

SALANDRA V., *Il c.d. mercato fittizio dei cambi*, in *Riv. dir. comm.*, 1928, 97.

SANGIOVANNI V., *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 1133.

SANTORO PASSERELLI F., *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2012.

SARTORI F., *Sulla clausola floor nei contratti di mutuo*, in *Contr.Impr.*, 2015, 3, 698.

SCALFI G., voce *Alea*, in *Digesto, disc. priv.*, sez. civ., I, Torino, 1987; *Corrispettività e alea nei contratti*, Milano, 1960, 49 e ss.

SCALISI V., *Nullità e inefficacia nel sistema europeo dei contratti*, in *Europa e dir. priv.*, 2001,I, 489; *Il contratto e le tutele. Prospettive di diritto europeo*, a cura di Mazzamuto, Torino, 2002 .

SCARCHILLO G., *La gestione infedele del portafogli di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato del contratto*, a cura di Gabrielli e Lener, Torino, 2004.

SCIPIONE L., *Le distorsioni strutturali dei credit default swap e il rischio di controparte. Ripercussioni sulla stabilità dei mercati e spunti per una revisione della normativa*, in *Dir. banca e del merc. Finanziario*, 2016, 2, 285.

SCODITTI E., *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le Sezioni Unite*, in *Foro It.*, 2008, I, 784.

SCOGNAMIGLIO C., *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, Milano, 2006;

SCOGNAMIGLIO R., *Dei contratti in generale*, in *Comm.cod.civ.*, a cura di Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1970.

SEMENGHINI D., *Forma ad substantiam ed exceptio doli nei servizi di investimento*, Milano, 2010.

SENIGALLIA R., *Il vizio di alea nel contratto costitutivo di rendita vitalizia*, in *Giur. it.*, 1999, 10.

SHARPE W.F., *Investments*, New Jersey, 1985.

SICCHIERO G., *Il contratto con causa mista*, Padova, 1995.  
SIMONETTO E., v. *Mutuo*, in *Enc. giur.*, XX, Roma, 1992.  
STELLA G. *Le garanzie del credito*, Milano, 2010.  
STELLA RICHTER M. Jr, *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria. Alla ricerca di una disciplina per gli «ibridi» bancari ed assicurativi*, in *Banca impresa e società*, 2002, 496.  
SWAN E.J., *Building the global market: a 4000 Year History of derivatives*, London, 2000.  
SPADA P.- COSSU M., *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 1.

## T

TAROLLI R., *Trasferimento del rischio di credito e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); *Il fallimento dei mercati e i suoi antidoti: la proposta di regolamento CE e i sistemi di controparte centrale*, in *Riv. dir. bancario*, 2, 2012,1.  
TAVAKOLI J., *Credit Derivatives*, John Wiley & Sons, New York, 1998;  
*Credit Derivatives & Syntetic Structures*, John Wiley & Sons, New York, 2001;  
TOFANELLI M., *Strani incroci tra conflitti e astensioni*, in [fchub.it](http://fchub.it), gennaio, 2015.  
TOSELLI G.A., *Derivati e fair value nei bilanci 2016*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)  
TROIANO S., *La ragionevolezza nel diritto dei contratti*, Padova, 2005.  
TUCCI A., *Interest rate swaps, causa tipica e causa concreta*, in *Banca Borsa titoli di credito*, 3, 2014, 291; *Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto*, in *Banca, borsa, titoli di credito*,

2015, 2, 229; *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, II, 137.

## V

VACCA L., *Causa e contratto nella prospettiva storico comparatistica*, a cura di Vacca, Torino, 1997.

VENOSTA F., *Profili del neoformalismo negoziale: requisiti formali diversi dalla semplice scrittura*, in *Obbl. e contr.*, 2008, 872.

VETTORI G., *Contratto e concorrenza*, in *Riv. dir. priv.*, 2004; *Autonomia privata e contratto giusto*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2000, 21.

VIGORITI L.G., Commento a Trib. Civitavecchia, 8 giugno 2011, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2012, 133; Commento a Trib. Bari 15 luglio 2010, in *Contratti*, 2011, 250

VITALE F., *Truffa contrattuale e derivati. Il caso "Nomura - Regione Sicilia": il Gip di Palermo nel solco della giurisprudenza nazionale*, in *Giurisprudenza Penale Web*, 2016.

VITALI E., *Profili civilistici e fiscali delle option*, in *Boll. Trib.*, 1990, 965.

VITELLI F., *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013.

VIVANTE C., *I contratti differenziali secondo la nuova legge sulle borse*, in *Riv. dir. comm.*, 1913, I, 925; *Polemica sul commercio fittizio dei cambi*, in *Foro It.*, 1928, I, 291.



