

LA CREAZIONE RAZIONALE DELL'ALEA NEI DERIVATI OTC E LA NULLITÀ DELLO SWAP PER VIZIO DI CAUSA.

Di Daniele Imbruglia

| 332

La creazione razionale dell'alea nei derivati Otc e la creazione dello swap per vizio di causa (Daniele Imbruglia)

SOMMARIO: 1. La pronuncia della Corte di Appello di Milano n° 3459/2013. 2. I termini del problema. 2.1. La qualificazione del derivato (...). 2.2. (...) come scommessa (...). 2.3. (...) autorizzata. 3. La causa del derivato quale scommessa autorizzata: la "razionale creazione di alee". 3.1. Il significato della razionalità. 4. Le conseguenze nel caso oggetto di appello (...). 4.1. (...) e nei possibili sviluppi del contenzioso tra intermediari e clienti. 5. Conclusioni.

1. La pronuncia della Corte di Appello di Milano n° 3459/2013.

In materia di negoziazione di derivati *over the counter*, una recente decisione della Corte di Appello di Milano¹ presenta elementi di novità su cui pare opportuno svolgere delle riflessioni. Se confermata, la soluzione avanzata condurrà con ogni probabilità ad un aumento del contenzioso tra clienti e intermediari autorizzati, nonché ad un ripensamento dei rimedi riconosciuti ai primi.

Il collegio si pronuncia sull'appello proposto da un istituto di credito avverso la sentenza di primo grado del Tribunale di Pavia. Questo giudice aveva condannato la medesima banca al risarcimento del danno, dopo averne accertato la responsabilità precontrattuale per la violazione degli obblighi informativi previsti dal Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d.lgs. 24.02.1998 n° 58,

d'ora in avanti T.U.) e dalla fonte secondaria vigente *ratione temporis* (reg. Consob n° 11522/1998).

La vicenda oggetto di giudizio trae origine dalla sottoscrizione di un contratto quadro (c.d. *master of agreement*) tra la banca e la propria cliente, una piccola società di persone operante nel settore dell'assistenza automobilistica. Con anzidetto accordo, quest'ultima intendeva coprire il rischio dell'innalzamento dei tassi relativi ad un precedente finanziamento, concesso dallo stesso istituto di credito e utilizzato dalla cliente per l'acquisto di un capannone dove poter svolgere l'attività di vendita e ricambio di pneumatici. In attuazione del primo contratto quadro, la banca e la società avevano quindi proceduto alla sottoscrizione di un contratto di *interest rate swap*. Dopo un anno dalla sottoscrizione del derivato, a fronte dell'andamento ampiamente negativo per la cliente, le medesime parti hanno deciso di risolverlo e, contestualmente, hanno poi stipulato un nuovo contratto quadro e, in esecuzione di questo, un secondo contratto *swap*. Alla società, in occasio-

¹ Il testo integrale di Corte di Appello di Milano, sez. I Civile, (pres. Sodano; relat. Raineri), sentenza 18.09.2013 n° 3459, è pubblicato in www.ilcaso.it.



ne della rinegoziazione, la banca aveva anche erogato un *up-front* dell'importo pari alle perdite subite sino allora.

In presenza delle ulteriori passività originate dal secondo *swap*, la cliente aveva quindi adito il Tribunale pavese per ottenere l'accoglimento delle domande di nullità, di annullamento e di risoluzione dei contratti quadro, lamentando la violazione delle regole di condotta (più nello specifico, le doglianze riguardavano sia la presenza di costi impliciti sia l'omessa comunicazione di tutte le informazioni imposte *ex lege* e comunque necessarie ad una scelta consapevole dell'investitore). Il giudice di primo grado, pur non accogliendo la domanda attorea relativa alla nullità dei contratti, aveva tuttavia accertato la responsabilità precontrattuale della banca per violazione delle norme di comportamento; di conseguenza, l'aveva condannata al risarcimento del danno oltre interessi.

L'istituto di credito ha presentato ricorso in appello avverso la decisione del Tribunale. In questa sede, la banca ha censurato, tra le altre cose, la nullità della sentenza per vizio di ultra-petizione (difatti, a detta della difesa soccombente in primo grado, il giudice pavese avrebbe travalicato i limiti delle domande attoree, accertando una responsabilità precontrattuale mai dedotta) e per erroneità della motivazione (in particolare, si è contestata la violazione dei doveri informativi, anche in ragione della sottoscrizione della cliente della dichiarazione di cui all'art. 31 reg. Consob 11522/1998). La società, da par suo, ha resistito all'appello della soccombente e, in parziale riforma della sentenza di primo grado, ha domandato alla Corte milanese di accertare e dichiarare la nullità dei contratti derivati stipulati tra le parti.

Con la sentenza in parola, la Corte di Appello di Milano ha accolto la domanda proposta dalla cliente mediante l'appello incidentale. Invece di confermare la responsabilità della banca, il collegio ha dichiarato la nullità dei contratti *swap* e, per conseguenza, ha condannato l'appellante alla restituzione di tutti i flussi negativi addebitati alla cliente in esecuzione dei contratti derivati.

Vediamo come ciò si è verificato, ripercorrendo l'*iter* della decisione che configura un'inedita ipotesi di nullità del derivato.

2. I termini del problema.

Il punto di partenza del ragionamento della Corte di Appello è la determinazione della natura giuridica del contratto derivato *over the counter (Otc)*² di *interest rate swap (Irs)*³. Tale

² A proposito del fenomeno dei derivati *Otc* in Italia, che ha assunto le dimensioni tipiche degli altri Paesi più avanzati (S. M. BARTRAM S.M., G.W. BROWN e F. FEHLE, *International Evidence on Financial Derivatives Usage*, in *Financial Management*, 2009, 1, 185), si veda la recente pubblicazione di M. GRAZIANO, *Le imprese italiane e gli strumenti derivati*, in *Banca d'Italia – Questioni di Economia e Finanza*, 2012, in www.bancaditalia.it. In base ai dati forniti dalla Centrale del Rischio per il periodo successivo al 2005, l'A. mostra come a) circa il 90% dei derivati segnalati sia rappresentato da *swap*, per lo più ancorati a tassi di interesse; b) le imprese che presentano posizioni in derivati siano concentrate nelle aree più sviluppate del Paese (Nord Ovest e Nord Est); c) la maggioranza delle imprese che ricorrono ai derivati siano altresì operanti nel settore dei servizi (in particolare, le imprese del settore immobiliare); d) i derivati siano diffusi principalmente tra le società di capitale. Non meno interessante su di un piano civilistico è la circostanza per cui "L'operatività in derivati è molto più concentrata rispetto a quella creditizia: mediamente ciascuna impresa con posizioni in derivati opera su tali strumenti con 1,2 banche, mentre le stesse imprese ricevono finanziamenti mediamente da 5,2 banche." (ivi, p. 20).

³ Sulla figura, che costituisce una *sub-specie* di *swap* e quindi rientra nel *genus* degli strumenti finanziari derivati, si segnalano, con esclusivo riferimento alla letteratura italiana e senza alcuna pretesa di completezza, le monografie di G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di «swap»*, Milano, 1999; E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010, p. 62; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, p. 23 (e, per un interessante ricostruzione storica del fenomeno, p. 36); e i contributi di B. INZITARI, *Swaps (contratto di)*, *Contr. e impr.*, 1988, p. 597; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Econ. dir. terziario*, 1992, p. 399; G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 3, p. 587; M. IRRERA, *Swaps* (voce), in *Dig. comm.*, XV, Milano, 1998, p. 314; G. GIOIA, *Il contratto di «swap»*, in *Giur. it.*, 1999, II, p. 2209; E. PAGNONI, *Contratti di swap*, in *I contratti del mercato finanziario*, II, in *Trattato dei contratti*, dir. da E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2011, p. 1405; S. GILOTTA, *In tema di «interest rate swap»*, in *Giur. Comm.*, 2007, II, p. 134; V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *I contratti*, 2009, 12, p. 1133; G. RACUGNO, *Lo «swap»*, in *Banca borsa*, 2010, I, p. 39; S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, in G. Gitti – M. R. Maugeri – M. Notari, *I contratti per l'impresa. Banca, impresa e società*, Bologna, 2012, II, p. 184 (per i quali si può definire l'IRS come "un contratto atipico, ma nominato dal t.u.f., consensuale, a effetti obbligatori, a esecuzione differita e a prestazioni corrispettive, in forza del

scelta, lo si vedrà, si rivela essere un passaggio obbligato nell'esame della domanda di nullità dell'atto.

Solo l'esatta ricostruzione degli elementi strutturali caratterizzanti l'Irs, infatti, potrà consentire di verificare se la presenza di costi impliciti non dichiarati e l'accertata inconsapevolezza della società/cliente in merito al grado di rischio assunto con il contratto derivato possano determinare una violazione delle regole di condotta – e, quindi, alla luce delle sentenze Rordorf la domanda di nullità andrà respinta – o, piuttosto, rappresentare un vizio attinente agli “elementi intrinseci della fattispecie negoziale” – per cui, in omaggio all'indirizzo giurisprudenziale ora ricordato, la domanda di nullità potrà trovare accoglimento⁴.

Orbene, non vi è dubbio che sulla concreta misura dello scambio di differenziali incidano sia il ricorrere di costi impliciti sia l'incapacità per la cliente di comprendere l'entità del rischio assunto. L'esistenza dei primi rileva a proposito della quantità di alea assunta e scambiata con il contratto⁵. L'impossibilità per il cliente di co-

quale le parti si obbligano a scambiarsi pagamenti, determinati sulla medesima base ma con parametri diversi.”).

⁴ Il principio per cui, salvo una diversa indicazione normativa, la violazione di una norma imperativa determina nullità se l'obbligo incide sulla struttura e gli elementi essenziali dell'atto, mentre genera responsabilità se incide su un comportamento delle parti, è stato affermato dapprima con la sentenza Marziale (Corte Cass., sentt. 29.09.2005, n° 19024 (in *Foro it.*, 2006, I, c. 1105 con nota di E. SCODITTI, *Regole di comportamento e regole di validità: i nuovi sviluppi della responsabilità precontrattuale*) e poi ribadito da Sezioni Unite, sentt. 19.12.2007, n° 26724 e n° 26725 in www.ilcaso.it e in *Contratti*, 2008, 221, con nota di V. SANGIOVANNI, *Commento a Cass. s.u. 19-12-2007 n. 26724 e 26725*; in *Danno e resp.*, 2008, p. 525, con il commento di V. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*; in *Foro it.*, 2008, I, 784, con le osservazioni di E. SCODITTI, *La violazione delle regole di comportamento dell'intermediario finanziario e le sezioni unite*; in *Giur. it.*, 2008, p. 353 con nota di G. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni Unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, p. 432 con nota di U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*.

⁵ Secondo una recente ed autorevole decisione, la mancata comunicazione dei costi rappresenta una circostanza di fatto (“l'ignoranza incolpevole”) che impedirebbe di “verificare la convenienza economica della operazione eco-

noscere quali siano gli scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi concorrenti, invece, a escludere una effettiva valutazione del rischio generato dal derivato.

Secondo la Corte di Appello di Milano, la contrarietà di entrambi questi fatti alle regole di condotta non comporta di per sé l'esclusione di ogni indagine sulla validità dell'atto⁶.

Difatti, a differenza dei derivati negoziati su mercati regolamentati, le cui principali caratteristiche (il sottostante, il moltiplicatore, le scadenze di negoziazione, il movimento minimo di prezzo, i prezzi di chiusura, i prezzi finali per il regolamento, i valori e le quotazioni in punti indice e l'orario di negoziazione, etc.) sono definite dalle autorità di mercato, i derivati *over the counter* non sono negoziati in un ambiente regolamentato, ma direttamente tra le parti così che i tratti fondamentali dello strumento di gestione del rischio sono definiti in sede di trattative.

Pertanto, vi sarebbe uno spazio interno alla struttura dell'accordo dove potrebbe rilevare la

nomica” (Cons. Stato, 7 settembre 2011, n. 5032; su cui si veda, per le implicazioni civilistiche, G. VETTORI, *Il contratto senza numeri e senza aggettivi. Oltre il consumatore e l'impresa debole*, in *Contr. e impr.*, 2012, 4/5, p. 1190). Tra i contributi sulla tematica dei costi impliciti con particolare riferimento agli *interest rate swap* si segnalano i recenti lavori di S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati tra trasparenza e causa*, in *Nuove Leggi Civ.*, 2013, 2, p. 363 e di D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, 3, p. 468. Quest'ultimo A. afferma (*ivi*, p. 649) che per costi impliciti si potrebbero intendere quelli che gravano implicitamente sul cliente e che sono “calcolabili attualizzando le componenti periodiche del derivato stimabili, alla luce dei dati di mercato, al momento della conclusione, e consistenti nella differenza tra un parametro esterno al contratto, che è assunto come astrattamente corretto sulla base di modelli matematico-probabilistici, e che coincide con il *fair value* pari a zero (derivato c.d. *par*), ed il valore, squilibrato a vantaggio dell'intermediario, che invece caratterizza il singolo contratto.”

⁶ Così, a tal proposito, si legge nella sentenza della Corte di Appello di Milano in esame (3459/2013): “Ciò vale in particolare per la misura dell'alea assunta dalle parti nel derivato *over the counter* e per i c.d. costi impliciti. Relativamente ad essi, questa Corte considera imprescindibile, ai fini del decidere, evitare di assumere, aprioristicamente, che questi elementi debbano costituire oggetto di una semplice informazione intendendo, invece, verificare se non costituiscano elementi essenziali del contratto” (*ivi*, p. 8).





mancata conoscibilità delle condizioni delle a-
lee assunte con il contratto derivato *Otc*.

Occorre procedere con ordine.

2.1. La qualificazione del derivato (...).

L'ordinamento, nella sua complessità, non offre una definizione di strumento finanziario, di derivato, di *swap* o di *Irs*. L'art. 1, co. II, T.U. si limita a individuare un ampio insieme di strumenti finanziari, tra cui i derivati⁷, a loro volta distinti in categorie di contratti (opzione, *futures*, *forward* e *swap*).

Con riferimento alla giurisprudenza di legittimità, una sentenza della Suprema Corte⁸ ha definito il contratto di *swap* – ossia uno dei vari strumenti finanziari derivati – come «quello in cui due parti convengono di scambiarsi, in una o più date prefissate, somme di danaro calcolate applicando due diversi parametri (in termini di tassi di interesse o di cambio) ad un identico ammontare di riferimento, con il pagamento alla scadenza concordata di un importo di base netto, in forza di compensazione».

Una possibile definizione dell'accordo di *interest rate swap* proviene, invece, dalla giurisprudenza di merito. Trattasi di «contratto nominato atipico, in quanto privo di disciplina legislativa, mediante il quale le parti, a scadenze prestabilite e per un arco di tempo predefinito si impegnano a scambiarsi flussi di cassa calcolati applicando ad uno stesso capitale nazionale –

non oggetto di scambio – due diversi tassi di interesse»⁹.

Entrambe le definizioni ora richiamate descrivono bene i meccanismi generali dei contratti di *swap* e *Irs*.

Rimane, però, un dato da cui partire.

Come visto nelle definizioni della dottrina e della giurisprudenza¹⁰ l'*interest rate swap* rappresenta un contratto nominato e, quindi, atipico, ossia privo di una disciplina legale¹¹.

Nella nostra esperienza giuridica¹², è noto, «di fronte ai contratti che non appartengono a

⁹ Il riferimento è a Trib. Civitavecchia, ord. 08.06.2011 (pubblicata in *Nuova giuris. civ. comm.*, 2012, 2, I, p. 133 con nota di L. G. VIGORITI, *Profili soggettivi e oggettivi dei contratti di swap su tassi di interesse*).

¹⁰ E, quindi, la definizione di cui *supra* (alla nota 3) e quella di cui alla decisione del Trib. Civitavecchia, 08.06.2011, *cit.*

¹¹ Il contratto 'nominato' si distingue da quello 'tipico' per essere il primo privo di una disciplina indicata dalla legge, che, per l'appunto, si limita solo a contemplarlo "nominalmente" (M. COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981, p. 8). La distinzione qui seguita non è pacifica: ancora molto diffuso è l'utilizzo del sintagma 'contratto nominato' in luogo di contratto tipico (in luogo di tanti, R. CLARIZIA, *Contratti innominati* (voce), in *Enc. Giur.*, IX, Roma, 1988 e, più di recente, V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 2011, p. 399). Con specifico riferimento al carattere di atipicità degli strumenti finanziari derivati, si riportano le parole di E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa*, 2012, 5, I, p. 541-542: "Il legislatore attuale – che, occorre precisarlo, è un legislatore comunitario, prima ancora che nazionale – ha perso integralmente, e parrebbe averlo fatto *scienter*, ogni aspirazione a quella che (si insegnava un tempo) costituiva il *quid* della attività normativa soprattutto al di qua del canale della Manica: l'astrazione. E cioè la capacità di enucleare, o se si vuole, distillare gli elementi essenziali idonei a definire una fattispecie. Il nuovo "disincantato" legislatore – che evidentemente non crede più nella capacità della legge di identificare una fattispecie (per l'appunto: la «*species*», l'immagine *essenziale*, di una mutevole realtà fattuale) – si lascia andare (...) ad enucleazione di *nomina* tratti dalla prassi (...). Questo "nuovo" legislatore (per l'appunto, *quammutatus ab illo*) è insomma un legislatore "pigro" che, abdicando alla sua funzione essenziale di enucleazione di «fattispecie», preferisce appiattirsi sulla prassi, elencando confusamente figure contrattuali con la sola preoccupazione di non dimenticare nulla, piuttosto che procedere ad una seria identificazione degli elementi rilevanti ai fini di una definizione normativa degna di questo nome: questo compito, per l'appunto, viene lasciato all'interprete."

¹² Per le ragioni sistemiche di questa tendenza alla tipizzazione del contratto non disciplinato, si vedano i risultati dell'indagine, ancora attuali, di G. DE NOVA, *Il tipo*

⁷ La scienza giuridica è usa dividere la categoria degli strumenti finanziari (ricomprensente, oltre i derivati, i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario e le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio) in derivati e non (così, ad esempio, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 79). In tal senso milita la circostanza per cui i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario e le quote OICR sono dei titoli (e non dei contratti, come invece si definiscono i derivati) negoziabili, ossia che, a differenza dei derivati, hanno la loro funzione primaria nella circolazione (a tal proposito, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006, p. 12, parla di "attitudine alla circolazione").

⁸ Così, Corte Cass., sent. 06.04.2001, n° 5114 (pubblicata in *Foro it.*, 2001, I, c. 2186, con nota di E. FILOGRANA, «*Swaps*» *abusivi: profili di invalidità e responsabilità precontrattuale*).

nessun tipo legale (e, dunque, sono *contratti atipici*), scatta nella giurisprudenza un riflesso condizionato a *cercare qualche tipo legale, cui il contratto sia riconducibile*¹³. Questa attività di ricerca del tipo contrattuale¹⁴ – legale o socialgiurisprudenziale – cui si ritiene di far aderire l'accordo atipico consiste, per utilizzare l'efficace terminologia di Sacco, in un vero e proprio sforzo di sussunzione della fattispecie non disciplinata (il contratto nominato) nel tipo contrattuale¹⁵.

Puntualmente, anche nella sentenza in esame si assiste a questo sforzo di tipizzazione. Secondo la Corte di Appello di Milano, infatti, si può condividere quanto di recente sostenuto in dottrina circa la natura civilistica del derivato di *interest rate swap*: esso si configura come un

contrattuale, Padova, 1974, p. 3. Secondo l'A. tre sarebbero i fattori che giustificano il successo di questo "processo": *i*) il nostro elenco di tipi legali contrattuali è particolarmente ampio e aggiornato (pp. 35-50); *ii*) la centralità nella disciplina legislativa in materia contrattuale della parte del codice dedicato ai singoli contratti (p. 53); *iii*) la tradizionale pretesa del nostro ordinamento a che il giudice per giustificare la sua decisione "citi una serie di articoli del codice" (p. 57).

¹³ V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 410.

¹⁴ L'opinione più tradizionale (*ex multis*, F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1964, p. 173-174 e E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli, 1994 (rist.), p. 181 e ss.) identificava il tipo contrattuale con la causa del contratto. In senso contrario, è, tra le altre (G.B. FERRI, *Causa e tipo nel negozio giuridico*, Milano, 1966, *passim*, per il quale il problema della tipicità attiene alla disciplina e quello della causa alla funzione), la posizione di G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, cit., p. 59 e ss., per cui, per un verso, causa e tipo si trovano in un rapporto di autonomia e, per altro verso, si deve ammettere che vi è una eterogeneità di criteri per individuare il tipo contrattuale.

¹⁵ Sul punto, è invero obbligatorio il riferimento a R. SACCO, *Autonomia contrattuale e tipi*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1966, p. 785 e ID. [-G. DE NOVA], *Il contratto*, **, in *Tratt. Sacco*, Torino, 2004, p. 439. La posizione dell'A. sul "valore del principio dell'atipicità dei contratti italiani" è nota: "Esso va inteso come competenza della giurisprudenza a riconoscere tipi nuovi creati dalla pratica degli affari. Esso non significa però che si possano dare contratti, non appartenenti ad alcun tipo, regolati dai soli artt. 1321-1469 del codice civile" (p. 459-460). Nello stesso senso milita anche V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 410: "(...) è difficile, se non impossibile, trovare nella prassi un contratto atipico al quale i giudici dichiarino inapplicabile la disciplina legale di alcun tipo, assoggettandolo esclusivamente alla disciplina del contratto in genere."

contratto rientrante nello "schema privatistico" delle scommesse autorizzate¹⁶.

2.2. (...) scommessa (...).

A ben vedere, a favore della qualificazione dell'*Irs* come scommessa militano una pluralità di fattori.

In primo luogo, questa assimilazione, sebbene sia stata negata da vari Autori¹⁷, si giustifica con riferimento alla comune appartenenza – dello *swap* come della scommessa – alla categoria dei contratti aleatori¹⁸, ossia a quegli ac-

¹⁶ Per questa posizione, si vedano i recenti interventi di G. GABRIELLI, *Operazioni sui derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. e impr.*, 2009, 6, pag. 1133 e D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa*, 2011, 5, I, p. 604. In precedenza, si erano espressi in termini più o meno analoghi A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezione di gioco*, in *Banca borsa*, 1995, 1, II, p. 80; M. FERRARIO, "Domestic Currency swap" a fini speculativi e scommessa, in *Contratti*, 2000, 3, p. 258 e S. GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, cit., p. 155.

¹⁷ Tra gli Autori propensi a negare la qualifica di scommessa agli *swaps*, si vedano D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in particolare caps, floors, swaps, index futures)*, in *Dir. comm. int.*, 1992, 1, p. 171, R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di «swap» e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca Borsa*, 1997, 1, I, p. 128 e G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit. Più di recente, si è riproposto di distinguere la scommessa e i derivati considerando o valutando che, mentre la prima avrebbe sempre natura ludica, la seconda, al contrario, perseguirebbe sempre uno scopo serio (così S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, in G. Gitti – M. R. Maugeri – M. Notari, *I contratti per l'impresa. Banca, impresa e società*, Bologna, 2012, II, p. 199). In senso critico rispetto a questa interpretazione che "non è fedele alla realtà" milita, da ultimo, D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell'Interest Rate Swap*, in *Giur. comm.*, 3, 2013, p. 648, il quale richiama E. VALSECCHI, *Il giuoco e la scommessa. La transazione*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1986, p. 35 per cui, avuto riguardo alle scommesse oggi diffuse, "il divertimento è un motivo insignificante, assorbito dall'unico intento rilevante, quello di conseguire un guadagno".

¹⁸ Nel senso del testo (aleatorietà dell'IRS) milita la maggioranza degli Autori (*ex multis*, M. IRRERA, *Swaps*, cit., p. 318; S. GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, cit., p. 145; S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, cit., p. 196; V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, cit., p. 1137; R. LENER e P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Borsa banca*,

cordi in cui la prestazione pattuita è ricollegata al realizzarsi di un evento futuro o al ricorrere di un accadimento che, al momento della perfezione del patto, sia ignoto alle parti¹⁹.

In secondo luogo, la qualificazione dell' *Irs* come scommessa è accresciuta da un ulteriore profilo. In entrambe le ipotesi, la creazione dell'alea è artificiale²⁰ e, al momento dell'accordo, non è individuabile il soggetto che deve effettuare la prestazione in conseguenza dell'evento²¹. Quest'ultimo aspetto e-

sclude la possibilità di associare l' *Irs* con l'altro classico esempio di contratto aleatorio (il contratto di assicurazione), così da rendere, in qualche modo, ancora più evidente l'associazione dello strumento finanziario derivato in parola allo schema della scommessa²².

In terzo luogo, poi, è lo stesso ordinamento a propendere per un'assimilazione in tal senso. Com'è noto, infatti, il T.U. prevede una specifica disposizione legislativa con cui sottrarre gli strumenti derivati – e, quindi, anche l'*interest rate swap* – all'applicabilità del regime codicistico delle scommesse (art. 23, co. V), così da lasciare intendere un implicito inserimento dei primi nella categoria delle seconde²³.

2.3. (...) autorizzata.

Di più, proprio in forza della previsione normativa contenuta nel T.U. e ora citata, si possono meglio comprendere le ragioni per cui

chi tra intermediario e cliente sia tenuto alla prestazione pecuniaria al momento della conclusione del contratto.

²² In dottrina, la distinzione tra *interest rate swap* e contratti di assicurazione si vorrebbe evidente. Come nota E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati*, cit., p. 560, nei secondi il rischio “fa parte del patrimonio già anteriormente alla stipula del contratto, sì da costituirne il necessario fondamento logico giuridico. Al contrario, nel mondo degli «strumenti finanziari derivati», è ben possibile, ed anzi normale, che – si badi bene – il contraente che negozia il rischio, non ne sia affatto titolare: fra “titolarità del rischio” e la sua “negoiazione” si dà, per così dire, perfetta scissione.” Anche nei c.d. *swap* definiti conservativi, la gestione del rischio passa per uno schema distinto da quello proprio del pagamento di un premio + assunzione rischio per l'assicuratore (sul punto, si veda S. GILOTTA, *In tema di interest*, cit., p. 140; M. IRRERA, *Swaps*, cit., p. 319 e, già, B. INZITARI, *Swap*, cit., p. 617). Nell'*Irs*, invece, la prestazione indeterminata non deve necessariamente ricadere sul soggetto abilitato (a tal proposito, tra gli altri, S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, cit., p. 197 e V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, cit., p. 1137) di modo che non si possa parlare di “trasferimento del rischio da un singolo ad un imprenditore” (in questo senso, G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., p. 182).

²³ In questo senso, significativamente, sia la dottrina che propende per l'assimilazione dell'IRS con la scommessa (in luogo di tanti, S. GILOTTA, *In tema di interest*, cit., p. 157) sia Autori contrari (come S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, cit., p. 200) i quali riconoscono che “l'esigenza sentita dal legislatore di precludere l'eccezione di scommessa pare costituire un punto a favore di chi legge possibili sovrapposizioni”.

2012, 4, I, p. 397). In senso difforme, vi è la posizione minoritaria che definisce l'*interest rate swap* come un contratto commutativo (E. PAGNONI, *Contratti di «swap»*, cit., p. 1412; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati*, cit., p. 74).

¹⁹ L'indagine sul significato, invero non pacifico, di questa categoria di contratti esula dalle presenti osservazioni. A tal proposito si rinvia a R. NICOLÒ, *Alea, Enc. dir.*, I, Milano, 1958, p. 1024, G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l'alea*, Padova, 1987, G. SCALFI, *Alea*, in *Dig. civ.*, I, Torino, 1989; E. GABBRIELLI, *Alea e rischio contrattuale*, Napoli, 1997; F. DELFINI, *Autonomia privata e rischio contrattuale*, Milano, 1999; F. GAMBINO, *Normalità dell'alea e fatti di conoscenza*, Milano, 2001; G. CAPALDO, *Contratto aleatorio e alea*, Milano, 2004 e G. DI GIANDOMENICO e D. RICCIO, *I contratti aleatori*, in *Tratt. Bessone*, XIV, Torino, 2005.

²⁰ La dottrina è pacifica nel convenire sulla natura artificiale dell'alea creata con la scommessa (*ex multis*, E. VALSECCHI, *Il giuoco e la scommessa*, cit., p. 31 e G. DI GIANDOMENICO e D. RICCIO, *Del giuoco e della scommessa*, in *Dei singoli contratti*, a cura di D. Valentino, in *Commentario del codice civile*, dir. da E. Gabrielli, Torino, 2011, p. 335). Con riferimento allo *swap*, la dinamica di creazione dell'alea è sottolineata da E. GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, *Borsa banca*, 2013, 1, I, p. 97. Tale specifica comunanza è ben descritta da E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati*, cit., p. 564: “nella misura in cui posso stipulare un *interest rate swap* per convertire in fisso un tasso debitorio variabile del tutto a prescindere dalla circostanza che io sia previamente titolare di un finanziamento a tasso variabile, la prossimità rispetto alla fattispecie del gioco e della scommessa diventa indiscutibile: in ultima analisi, invece che scommettere sulla vittoria di una squadra o dell'altra le parti scommettono sull'andamento di un tasso di interesse”.

²¹ Con l'*interest rate swap* l'intermediario e il cliente decidono di scambiarsi i) a scadenze predeterminate ii) somme di danaro iii) che sono calcolate come interessi secondo tassi diversi (moltiplicatore) rispetto un medesimo capitale (nozionale). Nella maggioranza dei casi, le scadenze temporali predeterminate coincidono, sicché, almeno per i casi in cui è presente la diffusa clausola di compensazione (*netting*), ad effettuare il pagamento sarà il soggetto il cui moltiplicatore risulta, in quella data, essere più elevato. Di regola, quindi, è impossibile sapere



la Corte di Appello ha qualificato l'*Irs* come uno specifico genere di scommessa, quella autorizzata.

A partire dal capo XXI (“Del giuoco e della scommessa”) del titolo III (“Dei singoli contratti”) del libro IV (“Delle obbligazioni”) del codice civile si può distinguere tra più schemi privatistici di scommesse²⁴, a seconda degli effetti (ossia, di ciò che viene riconosciuto dall’ordinamento al vincitore del gioco).

L’articolo 1933 c.c. descrive un primo schema²⁵. La disposizione non accorda al vincitore della scommessa l’azione in giudizio per ottenere il pagamento e si limita a prevedere l’irripetibilità dell’eventuale e spontaneo pagamento dei debiti di gioco. Il fondamento di questa severa scelta normativa risiede nella valutazione del giuoco e della scommessa come atti improduttivi. Come mostra l’unico effetto riconosciuto dall’ordinamento al vincitore (vale a dire la c.d. *soluti retentio*²⁶), il giuoco e la scommessa cui poter applicare l’art. 1933 c.c. non sono atti illeciti o immorali (e difatti non sono sanzionati con la nullità come invece i

giochi proibiti di cui agli artt. artt. 718-723 c.p), ma sono ritenuti privi di ogni utilità sociale. Si tratta di atti meramente tollerati²⁷, sicché l’ordinamento non appresta al vincitore alcuno strumento coercitivo per ottenere il pagamento, appunto limitandosi a rendere irripetibile quanto spontaneamente versato dal perdente in favore del vincitore.

Un secondo schema è previsto dal codice per le scommesse relative alle competizioni sportive (art. 1934 c.c.). In questo caso, si riconosce al vincitore la facoltà di adire il giudice per ottenere il pagamento di quanto è a lui dovuto, ma, nel contempo, si afferma il potere del giudice di rigettare la domanda, anche di ufficio, o di ridurla “qualora ritenga la posta eccessiva”.

Un terzo schema è infine rappresentato dalle c.d. lotterie autorizzate (1935 c.c.). Qualora vi sia stata l’autorizzazione legislativa, il codice opta per il riconoscimento della piena tutela al vincitore, al quale viene accordata l’azione in giudizio per il pagamento.

Pertanto, ancorché il termine scommessa rimandi ad un comune meccanismo di attribuzione patrimoniale, è bene, su di un piano civilistico, porre a mente l’esistenza di una pluralità di discipline così da distinguere tra quelle tollerate e quelle autorizzate.

Da questo punto di vista, l’esame dei tre schemi non è superfluo.

In particolare, esso conferma quanto sostenuto di recente²⁸ a proposito dello statuto normativo del giuoco e della scommessa. Il sistema del codice ritiene quest’ultima, di per sé, inidonea a fondare l’azione in giudizio²⁹ e il perdente sarà sempre “libero di confermare o non il contratto con lo spontaneo adempimento”. Ciò accade a meno del ricorrere di un “supporto esterno”, ulteriore cioè al mero fine di lucro. Questa dinamica si realizza, ad esempio, quando la scommessa *i*) è accompagnata da

²⁴ Sul gioco e la scommessa (il cui essere “disciplinati in maniera identica ha fatto perdere ogni pratico interesse alla loro distinzione”, così L. BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1968, p. 21) nell’ordinamento privatistico si vedano, da ultimo, i lavori di L. BALESTRA, *Il giuoco e la scommessa nella categoria dei contratti aleatori*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2011, 3, p. 665; A. GENTILI, *Il contratto di giuoco e la scommessa*, in *Diritto civile*, diretto da Lipari e Rescigno, III, 3, Milano, 2009, p. 1031 e M. PARADISO, *Giuoco, scommessa, rendite*, in *I singoli contratti*, in *Tratt. Sacco*, Milano, 2006.

²⁵ Disposizione, quella dell’articolo 1933 c.c., “che si attegga a regola generale mentre invece ha nella pratica solo una applicazione residuale perché la maggior parte dei giochi (e soprattutto quelli più economicamente rilevanti, ossia lotto, lotteria, totocalcio, casinò) sono regolamentati (permessi o vietati)” (G. DI GIANDOMENICO e D. RICCIO, *Del giuoco e della scommessa*, cit., p. 337).

²⁶ Nel senso che alla c.d. *soluti retentio* non segua il riconoscimento di meritevolezza dell’atto quanto piuttosto la rilevanza giuridica di una situazione fonte di un dovere (che, appunto, si sostanzia nel pagamento) militano sia F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali*, cit., 189 sia E. VALSECCHI, *Giuoco e scommessa (dir. civ.)*, in *Enc. Dir.*, XIX, Milano, 1970, p. 53. In senso diverso, invece, è la posizione di G. DI GIANDOMENICO e D. RICCIO, *Del giuoco e della scommessa*, cit., p. 337, i quali negano che il legislatore abbia avuto un atteggiamento di indifferenza nei confronti del gioco (“piuttosto – accordando la *soluti retentio* – vuole, sia pure indirettamente, disciplinare lo stesso”).

²⁷ Per questa tesi si veda G. PINO, *Il giuoco e scommessa e il contratto aleatorio*, in *Studi in onore di Francesco Santoro Passarelli*, III, Napoli, 1972, p. 791, per il quale l’intento ludico proprio del gioco e della scommessa esclude, allo stesso tempo, sia la piena meritevolezza dell’atto sia la sua illiceità (e difatti l’ordinamento non riconosce piena tutela al vincitore e non commina la sanzione della nullità).

²⁸ Così M. PARADISO, *Giuoco, scommessa*, cit. p. 61-63.

²⁹ *Ibid.* p. 61-63, che riprende la posizione di G. DI GIANDOMENICO, *Il contratto e l’alea*, cit., p. 210 e 239.



una qualche forma di “controllo pubblico”, successivo\giudiziale (art. 1934 c.c.) o preventivo\legale (art. 1935 c.c.); *ii*) ricomprende al suo interno un interesse meritevole di tutela che sia diverso dal mero fine di lucro³⁰.

Nel primo caso, il “controllo pubblico” agisce a mo’ di “*garanzia esterna*” contro i rischi sociali e i pericoli insiti in questo tipo di attività. Nella seconda ipotesi, invece, l’attribuzione patrimoniale non risponde più solo al caso, ma adempie il diverso scopo perseguito dalle parti. In entrambe le situazioni, l’ordinamento accorda piena tutela al vincitore della scommessa (autorizzata\razionale), e giustifica l’adozione di una disciplina ben più favorevole al vincitore della mera *soluti retentio*.

Secondo la Corte di Appello, l’implicito riconoscimento dell’azione in giudizio disposto dall’art. 23, co. V, T.U. configura un’evidente analogia³¹ con la disciplina di cui all’art. 1935 c.c. di modo che l’*Irs* sia qualificabile come un tipo di scommessa autorizzata³². Per conse-

³⁰ M. PARADISO, *Gioco, scommessa, cit.*, p. 62-63. Come esempi di questa garanzia interna alla scommessa, l’A. richiama “lo scopo solidaristico nelle manifestazione di sorte locali, quali lotterie, tombole e pesche di beneficenza” e “il fine di promozione pubblicitaria e il fine di spettacolo, connessi alle varie manifestazioni a premio organizzate dalle imprese e dai mezzi di comunicazione di massa”.

³¹ In questi termini, ad esempio, A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative, cit.*, p. 91 e D. MAFFEIS, *Costi impliciti, cit.*, p. 661. Parlare di analogia è proprio dell’idea di contratto atipico: questo, infatti, “implica logicamente (anche se la cosa non viene esplicitata), che la mancata regolamentazione del contratto atipico costituisca una lacuna in senso tecnico!” (R. SACCO [- G. DE NOVA], *Il contratto, cit.*, p. 452).

³² Una simile interpretazione, esempio di ricorso al metodo tipologico in funzione estensiva (su cui si veda, G. DE NOVA, *Tipicità e atipicità nei contratti*, in ID. *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, Padova, 2011, p. 157), consente, peraltro, di escludere l’applicabilità dell’art. 1933 c.c. ai derivati senza dovere necessariamente ricondurre questi strumenti finanziari a modelli contrattuali diversi dalla scommessa, quali ad esempio la compravendita. In questo senso, in modo paradigmatico, era il famoso lodo arbitrale 19.07.1997, in *Riv. dir. priv.*, 1997, p. 559, con nota di G. CAPALDO, *Contratto di swap, cit.*, e così massimato: “Anche con riguardo alle singole operazioni di swap, che formano parte integrante ed inscindibile dell’unico rapporto contrattuale intercorso tra le parti, la stipulazione per iscritto dei soli contratti quadro soddisfa il requisito di forma eventualmente imposto da disposizioni di legge. Lo swap come tutti i contratti per definizione corrispettivi e diffe-

guenza, il terzo schema privatistico si ripeterà anche con riferimento agli strumenti finanziari derivati in parola.

3. La causa del derivato quale scommessa autorizzata: la “razionale creazione di alee”.

Dalla qualifica di *Irs* come contratto aleatorio consegue che la disciplina della risoluzione per eccessiva onerosità (art. 1467 e 1468 c.c.) non sarà applicabile e neanche sarà esperibile l’azione generale di rescissione per lesione (art. 1448 c.c.).

La Corte di Appello, lo si è visto, non si limita però a considerare il derivato *Irs* come un generico contratto aleatorio ma lo definisce come un tipo di scommessa autorizzata. Questa riconduzione ad un tipo specifico ha proprie e ulteriori conseguenze.

Si è detto che tra le ragioni di questa qualificazione vi sia anche l’esclusione – operata dal legislatore finanziario – dell’articolo 1933 c.c. per gli strumenti derivati. Si è verificato che, in questi casi, il sistema impone per l’ammissibilità dell’azione in giudizio il ricorrere di un “supporto esterno” alla sola *causa lucranda*, propria di ogni scommessa. Dunque, atteso che, in omaggio al c.d. metodo tipologico, la rilevanza giuridica dell’IRS è la scommessa autorizzata e che a differenza delle lotterie ex art. 1935 c.c. non vi è una “*garanzia esterna*”, si deve verificare se *nel* concreto *swap* ricorra un particolare fine meritevole di tutela (ossia una

renziali, è anch’esso produttivo di nuova ricchezza e perciò estraneo al giuoco e alla scommessa che si limitano a trasferire da un contraente all’altro una ricchezza già esistente, con un’alea esterna e incontrollabile e, cioè, con un rischio non connesso ad alcuna valutazione di convenienza. Infatti lo *swap* è uno strumento contrattuale economicamente e socialmente utile; è radicato nel modello della compravendita.”. La sottrazione degli strumenti derivati alla disciplina di cui all’art. 1933 c.c. non impone di escludere la natura di scommessa degli stessi. Più semplicemente, si tratta di qualificarli come un tipo di scommessa, appunto quello autorizzato, che sia compatibile con l’azione in giudizio. La preferenza per questa seconda qualificazione, seguita anche dalla Corte di Appello di Milano, si spiega con la migliore capacità dello schema privatistico proposto per l’IRS (appunto, scommessa autorizzata) di dare conto del meccanismo del derivato.



giustificazione ulteriore e diversa dal fine di lucro) idoneo a far conseguire l'effetto tipico dell'azione in giudizio³³.

Questa esigenza è pienamente colta dalla Corte di Appello di Milano, che arriva a ricostruire con esattezza questa garanzia interna – il cui ricorrere giustifica l'applicazione dell'art. 23, co. V, T.U. – per il tramite della causa del contratto³⁴.

Nella sentenza la scelta normativa operata dal legislatore finanziario in favore degli strumenti derivati segue il giudizio per cui il pericolo sociale che li accompagna³⁵ è inferiore al vantaggio di massimizzazione degli scambi e di incremento della liquidità dei mercati finanziari³⁶.

³³ Sul punto in modo simile, già, A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative*, cit., p. 91, per il quale l'esclusione dell'applicazione dell'art. 1933 c.c. – appunto l'effetto tipico delle scommesse autorizzate – è propria dello *swap* che realizzi “interessi che non si esauriscono nel conseguimento di un vantaggio patrimoniale come mero effetto della sorte”.

³⁴ Tale dinamica non deve sorprendere. Di recente, si è rilevato l'ampio numero di ipotesi in cui l'indagine sulla causa del contratto è “utilizzata in funzione di controllo dello scopo pratico e del risultato in concreto realizzato con l'accordo”. Sicché, così come “non c'è affatto da stupirsi che la causa sia stata utilizzata nel giudizio di ammissibilità del concordato preventivo” (G. VETTORI, *Fattibilità giuridica e causa concreta nel concordato preventivo*, in *Contr. e impr.*, 2013, 6, p. 1208; il riferimento è a Corte Cass., sent. 23.01.2013 n° 1521 in www.cortedicassazione.it), anche con riguardo all'IRS il ricorso alla causa non può, *ex se*, meravigliare. Sull'evoluzione della causa si vedano: nella giurisprudenza di legittimità, la sentenza di Corte Cass., sent. 08.05.2006, n° 10490 (in *Nuova giur. civ. comm.*, 2007, 3, I, p. 299, con nota di M. CUCCOVILLO, *La nullità del contratto d'opera per difetto di causa*); in dottrina, l'indagine di M. LIBERTINI, *Il ruolo della causa negoziata nei contratti di impresa*, in *Jus*, 2009, 2, p. 273 e, con riferimento alle più recenti pronunce sul tema, quella di 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, p. 957.

³⁵ Per una descrizione delle complicazioni conseguenti l'uso dei derivati si veda, in luogo di tanti, la ricostruzione della crisi statunitense offerta da N. DUNBAR, *The Devil's Derivatives*, Boston, 2011.

³⁶ Il nesso tra circolazione dei derivati e aumento del volume di scambi finanziari, quindi, segue la capacità dei secondi di porsi come “strumenti che hanno come contenuto specifico la copertura e la gestione dei rischi” (così li definisce M. ONADO, *Economia e regolamentazione*, cit., p. 51). Sulla concreta capacità di allocazione dei ri-

La principale funzione economica di questo sistema è l'allocazione di risorse e quindi il collegamento tra risparmio e investimenti. Questa dinamica comporta dei rischi ineliminabili (quali, ad esempio, il rischio di credito, il rischio liquidità, il rischio di tasso di interesse, il rischio di cambio, etc.), per cui una costante dei sistemi finanziari più evoluti e sviluppati è la diffusione di strumenti di autonomia privata con cui poter gestire queste eventualità, appunto i derivati³⁷.

Siffatta valutazione (“scelta di ordine pubblico di direzione”³⁸), per un verso, propende per il riconoscimento dell'azione in giudizio e dell'esclusione dell'eccezione di gioco (1933 c.c.) e, per altro, impone di verificare che la creazione artificiale di alee – quando avviene *over the counter* – sia stata *consapevole e razionale*, di modo che il derivato possa porsi come valutazione oggettiva del rischio e così realizzare l'interesse meritevole di tutela. Come rilevano i giudici nella sentenza in parola, “la *ratio* del riconoscimento legislativo risiede nella *razionalità* delle contrattazioni.”³⁹

schi propria (*rectius*, che si assume essere propria) dei derivati, si veda con particolare riferimento ai *credit default swap* anche il fondamentale lavoro di E. BARCELLONA, *Note su derivati creditizi market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa*, 2009, 6, I, p. 652 (dove, anche, l'efficace definizione di derivato come “quel contratto con cui si dà un prezzo al rischio.”). I termini della valutazione tra pericolo sociale e benefici del mercato riportati nella sentenza sono testualmente anticipati da D. MAFFEIS, *Costi impliciti*, cit., p. 663, nt° 53.

³⁷ Nella dottrina civilistica, la posizione favorevole ad identificare nella gestione del rischio la funzione socialmente tipica degli *swaps* è espressa da G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., p. 210-211.

³⁸ L'espressione, poco felice, è tratta dalla pronuncia della Corte d'Appello (così come anche il successivo virgolettato): p. 11, nt° 5.

³⁹ Così la sentenza in esame, p. 11. Evidente il debito con quanto scrivono E. BARCELLONA, *Note su derivati creditizi*, cit., p. 652 (“Tuttavia – si badi bene, giacché qui emerge la “logica della razionalizzazione” –, in tanto l'operazione ha un senso ed è protetta dall'ordinamento, in quanto la “speculazione” non è affatto una scommessa legata al caso (cioè a qualcosa di non traducibile in un calcolo verificabile sia pure *ex post*), ma è piuttosto legata ad una valutazione oggettiva del rischio: lo “speculatore” (...)deve conoscere, insomma, un insieme di informazioni sulla base delle quali è possibile (non «certa», ma «possibile») una valutazione “razionale” del rischio. Lo “speculatore” – contrariamente a quanto si ritiene comunemente – non è, quindi, affatto assimilabile allo



Solo quando le alee scambiate siano il frutto di un giudizio razionale in termini di entità e natura il contratto che le ha generate può dirsi valido e, quindi, esplicitare i suoi effetti. Se, invece, il rischio contrattualmente assunto (rappresentato dagli scenari probabilistici e dalle conseguenze del verificarsi degli eventi) non è creato in modo razionale, l'IRS sarà dichiarato nullo.

In sintesi per la Corte di Appello, a rendere ammissibile il derivato è l'idoneità di questo a porsi come valutazione del rischio. Nella contrattazione del derivato *Otc*, ove il cliente non

“scommettitore” o al “giocatore” di Dostoevskij (per il quale la “razionalità” del rischio renderebbe il gioco non più degno di essere giocato). Certo, molto spesso si sente dire che un certo soggetto specula su un'azione “scommettendo” sul rialzo dei prezzi. Ma la differenza è essenziale: lo speculatore (si intenda: in linea di principio) compie una scommessa su basi “razionali” o “razionalizzabili” e, quindi, “vince” perché ha avuto una migliore padronanza delle informazioni, mentre lo scommettitore vero e proprio compie una scommessa niente affatto razionale e niente affatto razionalizzabile e, quindi, vince per “pura fortuna”. E quindi: il primo (speculatore “razionale”) contribuisce alla formazione di un prezzo (del rischio), il quale proprio perché fondato su basi razionali, contribuisce a immettere nel sistema “ricchezza informativa”; mentre il secondo (scommettitore “irrazionale”) non fornisce proprio nessun contributo, dal momento che il prezzo di un rischio puramente casuale “non dice” alcunché al sistema. Ancora: il primo contribuisce a far sì che il mercato dei capitali – che è sempre “quintessenzialmente” un mercato di “derivati” – possa adempiere (tendenziale) della più efficiente allocazione delle risorse, mentre il secondo è, a tal fine, del tutto inutile. Si comprende, quindi, come l'ordinamento giuridico protegga la “speculazione razionale” – e, quindi, i contratti derivati che siano ascrivibili a tale categoria – mentre non protegga la “scommessa irrazionale”, stabilendo la regola della non coercibilità delle pretese fondate su calcoli irrazionali (cioè su non-calcoli) (art. 1933 e ss. c.c.); e D. MAFFEIS, *Costi impliciti nell'interest*, cit., p. 662 (“Il contratto derivato è *sulla carta* una scommessa razionale, cioè un particolare tipo di scommessa in cui l'assunzione delle alee non è affidata ad una cieca intuizione, ad una speranza, ad una passione emotiva e irrazionale, bensì alla raffigurazione di scenari probabilistici scientificamente misurati. Ma ciò, appunto, soltanto sulla carta: nel mondo reale il contratto derivato non è una scommessa razionale e non può esserelo, fino a quando uno dei due contraenti, cioè l'investitore, non lo concluda razionalmente e così sulla base di una razionale valutazione (che presuppone la conoscenza) degli scenari probabilistici attualizzati, scientificamente misurati, che sono stati alla base della costruzione dello strumento da parte dell'intermediario.”).

ha potuto misurare il grado di rischio che il derivato genera, i risultati dello stesso rilevano come semplice attribuzione patrimoniale conseguente il caso e, come tali, non sono idonei a fondare una pretesa sul patrimonio del perdente, ovvero il cliente.

3.1. Il significato della razionalità.

Una volta individuata la causa dell'*Irs*, il collegio si cura di definirne esattamente i confini. Ciò è opportuno, sia perché è bene chiarire il significato del concetto elastico utilizzato (“razionale”, “razionalità”) sia perché, così facendo, si definisce meglio il rapporto tra elementi essenziali del contratto e regole di condotta⁴⁰.

In primo luogo, la razionalità va intesa come misurabilità o conoscibilità dell'alea e non come identità e neanche equilibrio tra le alee assunte dall'intermediario e dal cliente.

L'ordinamento domanda che gli scenari probabilistici e le conseguenze del realizzarsi dei vari eventi dedotti nel derivato *Otc* siano “definiti e conosciuti *ex ante*, con certezza” non solo dall'intermediario, ma anche dal cliente. Solo in questo modo, lo scambio delle alee generate dallo strumento può esplicitare la funzione ritenuta meritevole, di valutazione del rischio⁴¹.

Il sistema non subordina la rilevanza giuridica della scommessa assunta con l' *Irs* alla perfetta simmetria tra le alee assunte dalle parti⁴².

⁴⁰ Scrivono, infatti, i giudici del collegio (p. 11) che è particolarmente opportuno “chiarire come debba essere inteso il concetto di “alea razionale”, quale elemento causale (tipico) dei contratti derivati *over the counter*, onde sgombrare il campo da possibili equivoci, che potrebbero sconfinare nell'ulteriore – e diversa – problematica relativa alla adeguatezza dell'informazione”.

⁴¹ Il requisito della bilateralità delle alee, anch'esso diverso dalla razionalità della relativa creazione, è pacifico in giurisprudenza. Tra questa, si veda Trib. Modena, ord. 23.12.2011 in *Contratti*, 2012, 3, con nota di V. SANGIOVANNI, *Contratto di swap, alea unilaterale e interessi non meritevoli di tutela*, e Trib. Brindisi, 8 luglio 2008, n° 489, in *Banca borsa*, 2010, II, p. 353 con nota di E. SABATELLI, *Validità del prodotto finanziario My Way e tutela dell'investitore*.

⁴² Nel senso dell'irrelevanza strutturale dell'equivalenza delle alee scambiate militano: tra la giurisprudenza di merito Trib. Milano, sent. 08.02.2012 in www.ilcaso.it, e in dottrina R. LENER – P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti*, cit., p. 398; F.

A condizione che ne sia consapevole, l'eventuale stipula da parte di un cliente di un *Irs* strutturato in modo da produrgli vantaggi solo raramente non configura un contratto privo di causa.

Questa, come detto più volte, coincide con la valutazione del rischio e ne domanda la misurabilità. Pertanto, ciò che consegue la qualifica della razionalità delle alee come causa tipica dell' *Irs* muove sul piano della conoscenza e della possibilità di misurazione del rischio. L'unico equilibrio che questa interpretazione della causa realizza è a questo livello cognitivo dello scambio, distinto quindi da quello qualitativo. Quando il cliente non è in grado di misurare il rischio che assume con la sottoscrizione, il derivato concluso con l'intermediario – la cui conoscenza dell'alea è pressoché certa, atteso che è sulla base di questa che viene costruito il prodotto – si ritiene essere privo di giustificazione.

In secondo luogo, la razionalità come caratteristica dell'alea creata artificialmente con lo *swap* prescinde dalla ricorrente distinzione tra scopo di copertura o scopo speculativo.

Per questa diffusissima ripartizione⁴³, si rientra nel primo caso allorché il cliente abbia sottoscritto il derivato per ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente, nel secondo, invece, quando lo stesso abbia inteso assumere esposizioni al rischio per conseguire un profitto. È noto che questa classificazione ha avuto un grande seguito in dottrina⁴⁴ e in giuri-

ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *Banca borsa*, 2013, 1, I, p. 109.

⁴³ La classificazione è adottata anche nel documento di 'educazione finanziaria' proposto dalla Consob, *I principali prodotti derivati. Elementi informativi di base*, ottobre 2012, in www.consob.it; *ivi*, anche il testo della comunicazione n° DI/99013791 del 26.02.1999, dove l'indicazione dei criteri con cui determinare la caratteristica speculativa o conservativa dell'operazione.

⁴⁴ Inizialmente, la distinzione rilevava in sede di qualificazione del contratto atipico. Si riteneva, infatti, che solo per il derivato conservativo – quello cioè sottoscritto per gestire un rischio sul portafoglio – fosse ammissibile l'azione in giudizio e, quindi, l'essenzialità dell'art. 1933 c.c (Trib. Milano, ord. 24.11.1993 e ID. 26.05.1994, in *Banca borsa*, 1995, 1, II, p. 80, con nota adesiva, sul punto, di A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative*, *cit.*). Per G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati*, *cit.*, p. 1136, in prospettiva *de iure condendo*, andrebbe ripresa la distinzione di modo che l'art. 23, co. V, T.U. non trovi applicazione per i derivati conclusi con intento

spudenzia, dove, per il tramite della causa concreta, è stata utilizzata per dichiarare la nullità di derivati speculativi che il cliente aveva invece sottoscritto con l'obiettivo di proteggersi⁴⁵.

Secondo la decisione della Corte di Appello di Milano in commento, la razionalità che caratterizzerebbe la creazione dell'alea propria dello *swap* ignora questa distinzione. Per un verso, essa, intesa come misurabilità del rischio assunto, nulla ha da dire in punto di corrispondenza tra intento (speculativo o conservativo) e causa del contratto. Per altro verso, la razionalità si ripete, nei termini *supra* ricordati, con riguardo a tutti i derivati indipendentemente da quale sia stato il motivo che ha determinato il cliente alla conclusione del contratto. In tal senso, milita essenzialmente la circostanza per cui

diverso da quello conservativo. Per una critica a questa impostazione, si rinvia al lavoro di G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, *cit.*, p. 112-117.

⁴⁵ *Ex multis*, Trib. Bari, ord. 15.07.2010 (in *Contratti*, 2011, 3, p. 244 con nota di G. OREFICE, *Operatore qualificato e nullità virtuale o per mancanza di causa* e A. PISAPIA, *Rinegoziazione del contratto e nullità per mancanza di causa*), Trib. Monza, sent. 17.07.2010, in *Nuova giur. civ.*, 2013, 2, con nota di D. TOMMASINI, *Interest rate swap con funzione di copertura e causa concreta del contratto*, p. 142. In dottrina, D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, *cit.*, p. 639 e A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca Borsa*, 2013, 1, I, p. 87. Il secondo, in particolare, afferma che "la constatazione di un'utilizzazione "deviante" di un modello negoziale astrattamente meritevole sembra dover condurre a un giudizio di non meritevolezza della concreta operazione economica e, in definitiva, di nullità del contratto (...)". *Contra*, tra la giurisprudenza, Trib. Milano 08.02.2012, *cit.*; in dottrina, invece, si vedano: G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, *cit.*, p. 145-156, (per l'Autrice, la "varietà" di fini perseguibili con lo *swap* non si rifletterebbe "sulla struttura contrattuale né informa la funzione negoziale" e, per conseguenza, non si potrebbe "ritenere che l'oggetto o il meccanismo strutturale vari in funzione delle singole finalità che muovono le parti alla conclusione del contratto."); M. COSSU, *Domestic currency swap e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, in *Banca borsa*, 2006, 2, II, p. 174 (all'Autrice sembrerebbe che "la causa del contratto di *swap* possa essere unitariamente ricostruita e intesa a prescindere dalle diverse funzioni che sostanzialmente la stipulazione assolve, che degradano al rango di motivi, moventi del soggetto agente."); R. LENER – P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti*, *cit.*, p. 396; S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati*, *cit.*, p. 377 e, da ultimo, V. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo?* *cit.*, p. 980.

il legislatore finanziario non ha dato alcun peso alla ripartizione, sicché la *ratio* sottesa all'art. 23, co. V, T.U. si manifesterà con riguardo sia ai derivati speculativi sia a quelli conservativi.

I confini della razionalità ora richiamati consentono di affermare che dalla qualifica della stessa come elemento essenziale dello strumento derivato non discende un sindacato sulla qualità e quantità delle alee assunte, né un'illiceità di quelle operazioni stipulate col solo intento speculativo o che – *ex post* – rivelino una difformità tra intento della parte contrattuale e caratteristica dell'operazione. Al contrario, in linea con il sistema che affida alla mancanza di causa la tutela di una delle parti contraenti avverso le pretese imponderate, dalla genesi difettose e prive di giustificazione⁴⁶, la razionalità dell'alea come elemento essenziale dell'*Irs* impedisce il riconoscimento di una qualunque validità al derivato che non realizza una valutazione del rischio.

4. Le conseguenze nel caso oggetto di appello.

Così intesa la causa del contratto *Irs*⁴⁷, è di palmare evidenza che le doglianze della società

⁴⁶ Per una lettura in questi termini del difetto di causa, si veda R. SACCO [- G. DE NOVA], *Il contratto*, *, in *Tratt. Sacco*, Torino, 2004, p. 789-792 e p. 802, e V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 708; ID. *Causa concreta: una storia di successo?*, cit., p. 983: qui si sottolinea come la nullità per mancanza di causa sia “ispirata ad una *ratio* «privata» di salvaguardia dell'assetto di interessi dedotto dalle parti nel loro contratto contro fattori che lo perturbano a detrimento di una di esse”.

⁴⁷ È interessante osservare come la Corte di Appello di Milano (p. 11) ritiene che si possa giungere a risultati non dissimili anche qualora si dovesse escludere per l'*interest rate swap* lo schema di scommessa e quindi l'identificazione della causa nella razionale creazione di alee: “(...) anche laddove volesse ritenersi che l'operazione in derivati non coincida perfettamente con il paradigma funzionale della scommessa (l'alea, come da altri sostenuto, non sarebbe prodotta artificialmente poiché l'evento dedotto in contratto inciderebbe comunque sulla situazione patrimoniale delle parti, aggravandone le passività, riducendo la redditività degli investimenti, o determinando uno squilibrio fra le poste in bilancio), non appare revocabile in dubbio che l'oggetto del contratto *swap* si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee reciproche e bilaterali: sicché è inconcepibile che la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti ed estranee all'oggetto

di commercio pneumatici rilevino in uno spazio⁴⁸ interno alla stessa struttura del contratto derivato.

Nell'ottica adottata dalla Corte di Appello, tutti gli elementi che incidono sull'alea assunta con il contratto devono essere esplicitati così che, conoscendoli, entrambe le parti possano valutare il rischio generato dal derivato al momento della conclusione dell'accordo. Viceversa, nella vicenda oggetto di giudizio la banca si era limitata alla consegna del “documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari”⁴⁹, senza informare la cliente del valore degli *swap* al momento della conclusione del contratto e senza indicarle le modalità di calcolo del valore in corso di durata o nel caso di scioglimento anticipato. In sintesi, per la società di assistenza pneumatica era impossibile valutare il rischio assunto.

dell'accordo.” Sulla “sovrapposibilità tra mancanza di causa ed inesistenza dell'oggetto” si veda, con riguardo al contratto di investimento, S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati*, cit., p. 380, e, in generale, V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 363, per il quale i confini tra difetto di causa e inesistenza dell'oggetto sono labili “per l'ovvia connessione che esiste fra la ragione di un contratto e le prestazioni che esso pone a favore e a carico delle parti.”

⁴⁸ Si veda *supra*, fine par. 2.

⁴⁹ Il ‘documento generale’ era un testo che aveva la finalità di fornire alcune informazioni di base sui rischi connessi a investimenti e servizi (all. 3, reg. Consob 11522/1998, in www.consob.it). Posto che l'obiettivo dello scambio di informazioni con il cliente sulle caratteristiche del prodotto era la formazione di una conoscenza effettiva che permettesse investimenti consapevoli, l'obbligo informativo non si sarebbe potuto dire correttamente estinto dalla consegna di un documento che non avesse descritto tutti i rischi (e neanche altri aspetti significativi riguardanti gli investimenti in strumenti finanziari ed i servizi di gestione patrimoniale personalizzata. Per la giurisprudenza, la doverosa consegna del testo (ex art. 28, b), 1RI) non esauriva l'obbligo di fornire le informazioni oggettive (Trib. Forlì, sent. 20.01.2010 n° 20 e Trib. Mantova, sent. 31.03.2009 n° 397, entrambe in www.ilcaso.it). In dottrina, condivide questa interpretazione F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari: disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, p. 184: “l'obbligo dell'intermediario di consegnare il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari deve essere considerato esclusivamente come una delle tante tecniche utilizzate dall'ordinamento giuridico per il colmare il *gap* informativo tra le parti; e non, quindi, come una «diabolica» presunzione di consapevolezza del risparmiatore”.



In particolare, la Corte si concentra sul c.d. *mark to market*⁵⁰. Si afferma che la sola circostanza per cui la società\cliente lo ignorasse “comporta la radicale **nullità** dei contratti di *interest rate swap*, perché esclude, in radice, che, nel caso di specie, gli appellati abbiano potuto concludere la “scommessa” conoscendo il grado di rischio assunto, laddove, per contro, la Banca, del proprio rischio, nutiva perfetta conoscenza – addirittura nella sua precisa misurazione scientifica – avendo predisposto lo strumento.”

L'assenza di *mark to market* rileva poi con riferimento ai costi impliciti e al costo del recesso del primo contratto *swap* sottoscritto dalle parti.

Difatti, da un lato, avere taciuto il valore del derivato al momento del contratto e le modalità di calcolo dello stesso nel periodo di durata ha consentito alla banca di occultare il proprio compenso tra le condizioni economiche del contratto. Dall'altro, invece, la medesima circostanza qualifica come arbitraria la determinazione degli importi dovuti a titolo di recesso dai contratti *swap* sottoscritti dalla cliente. Entrambi questi fatti rendono ancora più evidente come, nel caso oggetto di giudizio, il rischio assunto con il derivato non fosse conoscibile dal cliente.

Alla banca, in buona sostanza, era riservata la modalità di calcolo del valore del derivato nonché la determinazione arbitraria del proprio

⁵⁰ In giurisprudenza si definisce il *mark to market* come “un valore che viene dato in un certo momento della sua vita ad un derivato, la cui stima involge notevoli aspetti previsionali, e che di per sé non comporta alcuna giuridica conseguenza sulla posizione delle parti, non si traduce cioè in una perdita monetaria o in un obbligo di pagamento. Si tratta di una sorta di *rating* evoluto, ed infatti l'iniziale funzione era solo quella di consentire il monitoraggio dell'andamento del derivato, agganciandosi all'ipotesi della istantanea chiusura del rapporto” (così, Trib. Milano, sent. 19.04.2011, n° 5443, in www.consultalex.it). Secondo R. CESARI, *Mark-to-Market, valutazioni di convenienza economico-finanziaria e giurisprudenza*, in *Riv. dir. banc.*, in www.dirittobancario.it, 7, 2012, il *mark to market* rileva come uno dei vari strumenti con cui misurare il rischio (“naturale condizione operativa” dell'attività finanziaria). Sempre in dottrina, vi è chi afferma che la mancata conoscenza del *mark to market* renderebbe nullo il contratto per indeterminabilità dell'oggetto (1346 c.c.): E. GIRINO, *Sviluppi giurisprudenziali in materia di derivati over the counter*, in *Banca borsa*, 2011, 6, II, p. 799-800.

compenso. Qui, a ben vedere, il requisito causale richiama il principio – noto alla giurisprudenza e alla dottrina⁵¹ – che vieta ad un contraente di determinare il contenuto del contratto unilateralmente e senza il ricorso a criteri controllabili⁵².

In conclusione, si deve sottolineare come le indicazioni fornite in ordine alla razionalità che si sviluppano secondo la prospettiva adottata in principio, ossia a cavallo tra elementi essenziali del contratto e regole di comportamento, trasferiscano in uno “spazio” interno alla struttura dell'accordo tutti gli elementi dell'alea prodotta da questo. Per conseguenza, l'omessa comunicazione alla società del *mark-to-market* (e degli altri elementi prima richiamati) non rileva come inadempimento informativo, ma, quale prova dell'irrazionalità del derivato (perché il rischio non era valutabile dalla cliente) riguarda i profili strutturali dell'accordo e giustifica la nullità dei contratti *swap* così conclusi.

Dalla dichiarazione *de qua*, lo si è anticipato, la Corte fa seguire, ex art. 2033 c.c., la condanna per la banca alla restituzione⁵³ di tutti i

⁵¹ Quanto alla prima, la decisione della Corte di Appello richiama la sentenza di Corte Cass. 27.01.2013 n° 2072 (in www.iusexplorer.it). In dottrina, il principio è ribadito, con riferimento ai contratti derivati, da G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, p. 18-19 e D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa*, 2010, 6, I, p. 784-790.

⁵² Il punto merita attenzione, perché anche su quest'aspetto la decisione presenta elementi di originalità. Essa infatti, si discosta da quel filone giurisprudenziale (*ex multis*, Trib. Milano 19.04.2011 n° 5118 in *Resp. civ. e prev.*, 2011, p. 735; Trib. Bari, 05.01.2012; Trib. Monza, 17.07.2012 n° 2028 entrambe in www.ilcaso.it) per cui i costi impliciti mostrerebbero *ex se* il difetto di causa in concreto allorché sarebbero un inequivocabile simbolo della funzione speculativa dei derivati (in senso critico rispetto questa giurisprudenza, si veda il contributo di S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati*, cit., p. 363). In linea con l'accennata irrilevanza della distinzione tra strumenti speculativi e conservativi, infatti, per la Corte di Appello la presenza dei costi impliciti incide sulla causa del contratto nella misura in cui rende evidente l'irrazionalità e la non consapevolezza nel cliente circa il rischio assunto e scambiato.

⁵³ Per un'attenta esposizione delle problematiche connesse alle conseguenze restitutorie in materia, si rinvia al contributo di M. MAGGIOLO, *Tutela restitutoria e tutela risarcitoria nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 2010, 3, p. 503.



flussi negativi addebitati alla società appellata per effetto dei due contratti derivati.

4.1. (...) e nei possibili sviluppi del contenzioso tra intermediari e clienti.

All'indomani della sentenza, un'importante associazione consumeristica ha comunicato la propria disponibilità ad assistere in giudizio i clienti di intermediari autorizzati per ottenere la dichiarazione di nullità dei contratti che non contengono l'esplicita indicazione degli scenari probabilistici e di ogni altro elemento che incide sull'alea del contratto⁵⁴.

Inoltre, la sentenza dovrebbe suggerire una maggiore attenzione per gli intermediari autorizzati a quanto indicato dalla Consob. L'Autorità, difatti, già nel 2009 aveva raccomandato come doverosa, tra le altre, l'attenta "scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo *fair value* (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi – anche a manifestazione differita – che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente"⁵⁵.

Infine, oltre che ad un aumento del prossimo contenzioso, la sentenza in parola potrebbe avere degli effetti anche sui contenziosi attualmente in corso tra intermediari e clienti, riguardanti la negoziazione di derivati *over the counter*.

A seguito dell'orientamento espresso dalle Sezioni Unite nel 2007, è possibile immaginare che le difese dei clienti abbiano resistito alla domanda di adempimento del contratto derivato avanzata dall'intermediario invocando la risoluzione del contratto per grave inadempimento del soggetto abilitato (violazione delle regole di condotta). Lo stesso rimedio sarà altresì stato invocato da quei clienti che, indipendentemente dalla domanda dell'intermediario, hanno inteso divincolarsi dal derivato perché divenuto insostenibile o comunque altro rispetto ai propri bisogni.

⁵⁴ Si veda il comunicato di ADUSBEF, 28.09.2013, in www.adusbef.it.

⁵⁵ Consob, Comunicazione 02.03.2009 n° 9019104, in www.consob.it.

In questi procedimenti già pendenti, qualora dovesse risultare accertata l'irrazionalità della creazione dell'alea, il giudice potrà dichiarare d'ufficio la nullità del contratto⁵⁶. Pertanto, anche nei giudizi in cui non vi è stata una specifica e autonoma domanda in tal senso, il rimedio ablativo *de qua* potrà trovare applicazione secondo i dettami della sentenza in commento.

5. Conclusioni.

I prossimi mesi diranno quali siano le effettive conseguenze di questa decisione.

Allo stato, si può concludere registrando la novità che essa rappresenta una volta collocata nel "panorama in forte movimento"⁵⁷ che caratterizza questo particolare contenzioso. Rispetto alla maggior parte delle sentenze di nullità per vizio di causa dei contratti di investimento, la decisione in commento si differenzia per avere dichiarato la nullità senza coinvolgere le regole di condotta.

In modo davvero evidente, la sentenza della Corte di Appello non ha nulla in comune con il filone giurisprudenziale antecedente le sentenze Rordorf e favorevole al rimedio ablativo⁵⁸.

⁵⁶ Si pensi all'ipotesi più diffusa di azione di risoluzione dell'IRS avviata dalla cliente per violazione delle regole di condotta. In questa ipotesi, il giudice, accertata l'irrazionalità del derivato, potrà rilevare la nullità d'ufficio: "la *ratio* dell'art. 1421 c.c. è proprio quella di impedire che al contratto nullo venga riconosciuto vigore, quell'effetto vincolante che l'adempimento postula quale che sia la tutela – fra quelle alternativamente previste dall'art. 1453 c.c. – prescelta." (così, C. CONSOLO, *Nullità del contratto, suo rilievo totale o parziale e poteri del giudice*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2011, *supp.*, p. 24). Per la giurisprudenza si veda, Sezioni Unite, sent. 04.09.2012 n° 14828, in *Contratti*, 2012, 11, p. 869, con commento di S. PAGLIANTINI, *La rilevanza officiosa della nullità secondo il canone delle Sezioni Unite: «ep-pur si muove»*.

⁵⁷ L'espressione si deve a S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, *cit.*, p. 187.

⁵⁸ La stessa sentenza, per quello che vale, sottolinea quanto detto nel testo: "La nullità dei contratti di *interest rate swap* – per il rilevato difetto, in concreto, della causa, ai sensi dell'art. 1418, comma 2° c.c., e per la non meritevolezza, in concreto, degli interessi perseguiti, ai sensi dell'art. 1322, comma 2° c.c., - non rappresenta, quindi, una nullità per violazione di regole di condotta dell'intermediario e non è, pertanto, incisa dai principi condivisibilmente statuiti dalle Sezioni Unite con le sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007."

Per quell'orientamento a motivare la nullità (virtuale, ex art. 1418, co. I, c.c.) del contratto di investimento era l'accertata violazione delle imperative regole di condotta⁵⁹. In questo caso, invece, la nullità non è virtuale e non segue la violazione delle norme di comportamento. Ciò che rileva ai fini della sua dichiarazione è, ex art. 1418, c. II, c.c., l'assenza nel contratto derivato dedotto in giudizio di un elemento essenziale dell'accordo: la causa.

La pronuncia in parola sembra poi essere estranea anche rispetto alla più recente lettura che, nuovamente, avvicina la causa del contratto d'investimento e le regole di condotta.

Secondo questa impostazione, l'insieme degli obblighi riconducibili all'art. 21, T.U., "fanno sì che tali contratti esorbitino dallo schema del mandato (a negoziare strumenti finanziari) ed assumano ad elemento costitutivo dello scambio, a sua *causa necessaria* la "cura" dell'interesse del cliente, ossia tutto quanto è necessario a permettergli decisioni di investimento pienamente consapevoli, convenienti e

⁵⁹ In modo paradigmatico, così scrive Trib. Teramo, 18.05.2006, in www.ilcaso.it: "I concetti di "correttezza", "diligenza" e "trasparenza" di cui all'art. 21 del TUF hanno un significato più ampio di quelli di cui alle norme codicistiche, operando non soltanto nel quadro di un rapporto obbligatorio con l'investitore per la tutela del soddisfacimento del suo interesse, ma anche, più in generale, in relazione allo svolgimento della attività economica, ossia come canone di condotta volto a realizzare una leale competizione e garantire l'integrità del mercato. Tutto ciò rende evidente l'esistenza nella materia della intermediazione finanziaria di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le norme di comportamento. Può quindi dirsi che la normativa sopra richiamata è posta a tutela dell'ordine pubblico economico e, pertanto, è caratterizzata da norme imperative, la cui violazione impone la reazione dell'ordinamento attraverso il rimedio della nullità del contratto, anche a prescindere dalla esistenza di una espressa previsione di legge in tal senso. Deve quindi ritenersi che in presenza di un negozio che sia contrario a norme imperative, la mancanza di una espressa sanzione di nullità non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto sopperisce il disposto generale di cui all'art. 1418, 1° comma c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagni una espressa previsione di nullità." In seguito all'intervento in senso contrario delle Sezioni Unite, tra la dottrina che milita ancora in questa direzione si segnala R. CALVO, *Il risparmiatore disinformato tra poteri forti e tutele deboli*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 4, p. 1431.

soprattutto appropriate e adeguate"⁶⁰. Così, ad esempio, si è sostenuto che "l'incidenza di costi impliciti sulle condizioni dell'IRS è causa di nullità, allorché, a causa dell'incidenza dei costi impliciti, l'IRS *non risponde all'interesse dell'investitore*"⁶¹.

Nel ragionamento della Corte di Appello, invece, il carattere razionale della creazione dell'alea come elemento essenziale (causa) del derivato di *interest rate swap* non discende dalle regole di comportamento come specificate dalla Consob in attuazione del T.U. o dai principi di cui all'art. 21.

In precedenza si è verificato che esso piuttosto deriva dal modo in cui l'ordinamento regola questo tipo di atti (scommesse razionali\autorizzate), senza che sul punto possano rilevare le possibili disposizioni in tema di comportamento (di una) delle parti contraenti. Il sistema riconosce la piena tutela al titolare di una pretesa sorta a seguito di una scommessa solo qualora la stessa sia accompagnata da una "garanzia esterna" contro i rischi di attribuzioni patrimoniali così congegnate o se presenti, al suo interno, una finalità ulteriore e meritevole. Nel caso del derivato *Irs*, questa è rappresentata dalla valutazione del rischio, il che, sul piano della struttura dell'accordo, richiede per en-

⁶⁰ Così M. BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Milano, 2009, p. 51-52. In questo senso, anche, A. TUCCI, *La negoziazione in strumenti finanziari*, cit., p. 84, per cui la condotta dell'intermediario in violazione delle regole di condotta si traduce "nella alterazione di un elemento essenziale della fattispecie contrattuale (la causa)".

⁶¹ È la posizione di D. MAFFEIS, *Costi impliciti*, cit., p. 664. In giurisprudenza, milita in questa direzione Trib. Treviso-Montebelluna, ord. 18.11.2011 in www.ilcaso.it. Le perplessità sollevate da questa opzione ermeneutica sono presto dette: "Ora, è esatto che l'IRS debba rispondere all'interesse di un'impresa che per lo più lo negozia al fine di coprire il rischio di variazione dei tassi di interesse relativi ad una precedente operazione di mutuo. Non è men vero che tale rispondenza è prescritta dall'art. 21, comma 1°, lett. a), t.u.f. e, in un certo qual modo, la si può intendere come consustanziale all'obbligo dell'intermediario di curare l'interesse dell'investitore. Ma che questa cura dell'affare, anziché venire a calarsi all'interno del rapporto gestorio, sia denominabile come causa in concreto dello *swap* pare invece controvertibile. Già il fine, lo notava Carnelutti, «se è un *post*, come può, facendosi causa, divenire un *prius*?»" (S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti*, cit., p. 377).





trambe le parti la possibile misurazione delle alee scambiate.

Così come per aversi una scommessa valida, l'ordinamento richiede che per entrambi i soggetti sussista l'incertezza oggettiva circa il risultato dell'evento dedotto in giudizio⁶², così, per aversi un derivato valido, si richiede ad entrambi i soggetti contraenti la conoscibilità e la misurabilità del rischio assunto. In ipotesi di scommessa giocata a risultato acquisito o di derivato scambiato senza consapevole misurazione, vi è certamente una condotta scorretta di una parte, ma ciò che rileva, a prescindere da quella, è l'impossibilità di giustificare l'accordo.

A ben vedere, si tratta di interessi diversi, cui, giustamente seguono tutele diverse⁶³.

Le regole di comportamento – *know your customer rule*, *know your merchandise rule*, *suitability rule*, etc. – servono ad impedire che il soggetto più forte subordini l'interesse del cliente al perseguimento del proprio. Rispetto a questa normativa, oggi di matrice europea, allo stato attuale la soluzione rimediabile (italiana)⁶⁴ è

⁶² Nulla è, infatti, la scommessa giocata dopo che è stato conosciuto l'ordine di arrivo della corsa. L'eventuale ricevuta della giocata non dà diritto al premio, perché "attenendo l'incertezza oggettiva alla causa del rapporto, la mancanza di tale requisito ne determinava la nullità ai sensi dell'art. 1418 in relazione all'art. 1325 c.c." (Corte Cass. 02.12.1993 n° 11924, in *Giust. civ. mass.*, 1993, p. 1707).

⁶³ Questo rapporto di coesistenza di interessi diversi e tutele differenti è la cifra attuale del nostro sistema: G. VETTORI, *Validità, responsabilità e cumulo dei rimedi*, in *Questa rivista*, 2013, 4, p. 279.

⁶⁴ È noto che il legislatore europeo non ha inteso fornire un'indicazione comune in punto di conseguenze delle violazioni: G. ALPA, *Gli obblighi informativi precontrattuali nei contratti di investimento finanziario. Per l'armonizzazione dei modelli regolatori e per l'uniformazione delle regole di diritto comune*, in *Econ. e dir. terziario*, 2009, 3, p. 395. La Corte di Giustizia, di recente interrogata sul rimedio da riconoscere al cliente che ha acquistato un prodotto finanziario inadeguato, ha affermato che "spetta all'ordinamento giuridico interno di ciascuno Stato membro disciplinare le conseguenze contrattuali del mancato rispetto degli obblighi in materia di valutazione previsti dall'articolo 19, paragrafi 4 e 5, della direttiva 2004/39 da parte di un'impresa di investimento che propone un servizio di investimento, fermo restando il rispetto dei principi di equivalenza e di effettività (Corte di Giustizia Un. Eur., sent. 23.05.2011, C-604/11, *Genil 48 SL, Comercial Hosteleria de Grandes Vinos SL vs Bankinter SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentina SA*, in <http://curia.europa.eu>). Un primo commento

quella indicata dalle sentenze Rordorf. L'accertata violazione delle regole può condurre, a seconda dei casi, al rimedio risarcitorio o a quello risolutivo/risarcitorio. In tal modo, si soddisfa l'*investitore tradito* e – in generale – si offre una tutela alla domanda finanziaria.

Invece, con la verifica sulla razionalità del contratto, si vuole proteggere un interesse differente, ovvero evitare al contraente *un sacrificio ingiustificato*: tale sarebbe, infatti, la pretesa di pagamento delle passività che conseguono da un derivato concluso senza che una parte abbia potuto valutare/valutarne il rischio.

a questa sentenza è offerto da S. GRUNDMANN, *The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law*, in *ERCL*, 2013, 3, p. 267. La ragione per cui a livello europeo si è statuita la regola, ma non la conseguenza per la violazione, risiede nella scelta di evitare l'imposizione di soluzioni estranee alle diverse tradizioni giuridiche anche considerata la grande eterogeneità degli ordinamenti europei (O. CHEREDNYCHENKO, *Securities Law in Europeanization of Private Law in Central and Eastern Europe Countries (CEECS): Preliminary Findings and Research Agenda*, *EUI Working papers*, LAW, 2010/15, disponibile in <http://cadmus.eui.eu/>). In dottrina, è diffusa la posizione di chi invita il legislatore a un ripensamento e all'adozione di una più esplicita soluzione rimediabile comune ai 28 paesi membri: si veda, in luogo di tanti, M. KRUIHOF – W. VAN GERVEN, *A Differentiated Approach to Client Protection: The Example of MiFID*, *Financial Law Institute*, WP 07-2010, p. 52-53.