

## PRIMI APPUNTI SULL'INTEREST RATE SWAP NON ADEGUATO

Di Daniele Imbruglia

| 23

1. Il termine *swap* è comunemente utilizzato per indicare la fonte dell'obbligazione convenzionale con cui due soggetti si vincolano a scambiarsi le prestazioni pecuniarie rappresentate da flussi di cassa calcolati tramite l'applicazione di parametri diversi rispetto a un medesimo capitale<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> La giurisprudenza definisce lo *swap* come il contratto con 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" (Corte Cass., 06.04.2001, n° 5114, in *Foro it.*, 2001, I, c. 2186; definizione che richiama quella che si legge in House of Lords, 24.01.1991, *Hazel v. Hammersmith and Fulham Lbc*, in *Banca borsa*, 1991, I, p. 432). Rispetto a questa figura è valida anche nel nostro ordinamento l'affermazione per cui "[w]hile the concept of the swap is disarmingly simple (you have an obligation which you do not like, so you swap it for one that you prefer) the legal analysis is not so straightforward" (A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, London, 2002<sup>III</sup>, p. 48): di ciò è chiara testimonianza la notevole pluralità e diversità delle ricostruzioni dello *swap* che si rinviene nella nostra letteratura giuridica e nel cui ambito vanno segnalati, oltre alle diverse sezioni contenute nei volumi dedicati al (*genus* del) contratto derivato (E. GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2010<sup>II</sup>, p. 62 e F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011<sup>II</sup>, p. 23), i contributi di R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, in *Banca borsa*, 1991, 4, II, p. 437; G. ALPA, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, in *Econ. dir. terziario*, 1992, 2, p. 321; E. FERRERO, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *ivi*, p. 399; F. GIULIANI, *I titoli sintetici tra operazioni differenziali e realtà del riporto*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 79 e p. 291; D. PREITE, *Recenti sviluppi in tema di contratti differenziali semplici (in*

In epoca recente, questo contratto ha ottenuto una grande diffusione e la descritta dinamica di scambio tra le prestazioni future è stata impiegata in funzione di gestione dei diversi rischi finanziari<sup>2</sup>.

*particolare caps, floors, swaps, index futures*), in *Dir. comm. int.*, 1992, 1, p. 171; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps di interessi e di divise in Italia*, in *Banca borsa*, 1993, 5, I, p. 602; B. INZITARI, *Il contratto di swap*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, Tratt. dir. Galgano, III, Torino, 1995, p. 2441; N. SQUILLACE, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1, e i contratti di swap*, in *Giur. comm.*, 1996, 1, II, p. 85; A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative ed eccezioni di gioco*, in *Banca borsa*, 1995, 1, II, p. 82; G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 3, p. 587; R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di swap e la struttura contrattuale sottostante*, in *Banca borsa*, 1997, I, p. 112; M. IRRERA, *Swaps* (voce), in *Dig. comm.*, XV, Milano, 1998, p. 314; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario e contratto di «swap»*, Milano, 1999; G. GIOIA, *Il contratto di «swap»*, in *Giur. it.*, 1999, 11, II, p. 2209; A.M. CAROZZI, *Swap*, in P. Cendon (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, Torino, 2004, p. 468; V. SANGIOVANNI, *I contratti di swap*, in *Contratti*, 2009, 12, p. 1133; G. RACUGNO, *Lo swap*, in *Banca borsa*, 2010, 1, I, p. 39; 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. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, in G. Gitti – M. R. Maugeri – M. Notari, *I contratti per l'impresa, cit.*, p. 184; D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014.

<sup>2</sup> Per l'identificazione della funzione dello *swap* con la gestione del rischio finanziario si veda il contributo di G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., p. 46. Sui differenti rischi finanziari si rinvia a M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2008<sup>II</sup>, p. 65. Sulle prime applicazioni e l'evoluzione degli *swaps* come *modern financial derivatives*, si vedano le ricostruzioni di A. HUDSON,

Più segnatamente, a partire dalle esperienze dei moderni mercati mobiliari anglo-americani, lo *swap* è stato declinato, dapprima, per realizzare un baratto tra tassi di cambio (c.d. *currency swap*)<sup>3</sup> e, in seguito, è stato impiegato anche con riferimento ai diversi tassi di interesse (c.d. *interest rate swap*; nel prosieguo anche *Irs*)<sup>4</sup>.

2. Anche il legislatore nazionale conosce questo contratto. Il vocabolo inglese<sup>5</sup> compare alle lettere *d*), *e*), *f*), *g*), e *j*) del secondo comma dell'articolo 1 del vigente testo unico in materia di intermediazione finanziaria (d. lgs. 58/1998; nel prosieguo, t.u.f.) con la funzione di indicare uno degli "strumenti finanziari"<sup>6</sup>.

Al comma successivo, poi, lo stesso legislatore ha cura di inserire lo *swap* in quel *genus* di investi-

menti noto come 'derivato'<sup>7</sup> e il cui scopo primario – a differenza degli altri strumenti finanziari – non è rappresentato dalla circolazione<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Come è noto la storia degli investimenti classificabili come 'derivati' è ricca e lunga (R. SHILLER, *Finance and the Good Society*, Princeton, 2012, p. 76) e non è possibile identificare uno scopo tipico sotteso a simili contratti. In proposito si vedano, in luogo di tanti, A. HUDSON, *The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 11-21 (il quale da conto dei più risalenti utilizzi degli accordi di *options* e *future* e, poi, riferisce di almeno quattro diverse finalità che giustificano la sottoscrizione di un derivato finanziario (*speculation, hedge, asset/liability management, arbitrage*)), A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative*, cit., p. 83, G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, cit., p. 595 (la quale rileva come "a fronte della gestione del rischio, le parti possono perseguire i fini individuali più diversi") e ID., *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., p. 60. Sui 'contratti derivati' si confrontino le ricostruzioni operate in G. FERRARINI, *I derivati finanziari tra vendita a termine e contratto differenziale*, in F. Riolo (a cura di), *I derivati finanziari*, Milano, 1993, p. 27; F. CAPRIGLIONE, *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca borsa*, 1995, 3, I, p. 359; F. BOCHICCHIO, *I contratti in strumenti derivati e la disciplina del mercato mobiliare tra regolamentazione dell'attività di impresa e valutazione dell'intento soggettivo*, in *Giur. comm.*, 1996, 4, I, p. 593; G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contr. impr.*, 1999, 3, p. 1269; E. BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa*, 2009, 6, I, p. 652; G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, p. 26 (ora in ora in ID., *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, Milano, 2011, p. 59); G. GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009, 6, p. 1133; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., *passim.*; M. COSSU – P. SPADA, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente – divagazioni del giurista sul mercato finanziario*, in *Banca borsa*, 2010, 4, I, p. 401; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *Banca borsa*, 2010, 6, I, p. 779; ID. *Contratti derivati*, in *Banca borsa*, 2011, 5, I, p. 604; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., *passim.*; E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca borsa*, 2012, 5, I, p. 541; A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *Banca borsa*, 2013, 1, I, p. 68; E. GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, in *ivi*, p. 92; E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., p. 91; M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale – I – L' 'azzardo' oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contr. impr.*, 2014, 3, p. 571; ID., *I derivati e la causa negoziale – II – Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, in *Contr. impr.*, 2014, 4/5, p. 881; P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., p. 173; F. DELFINI, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di Swap)*, in *Contr. impr.*, 2014, 4/5, p. 910; S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?*, in *Pers. merc.*, 2015, 1, p. 24 ([www.personaemercato.it](http://www.personaemercato.it)).

<sup>8</sup> A tal proposito, in dottrina è diffusa la suddivisione degli strumenti finanziari tra derivati e non (F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014<sup>VI</sup>, p. 85), nonché

*The Law on Financial Derivatives*, cit., p. 43-47 e di F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 36-49.

<sup>3</sup> Su questo tipo di *swap* si confrontino, in particolare, M. IRRERA, *Domestic currency swap*, cit., p. 121, B. INZITARI, *Il contratto di swap*, cit., p. 2444-2452, N. SQUILLACE, *La legge 2 gennaio 1991, n. 1*, cit., p. 89, M. FERRARIO, "Domestic Currency swap" a fini speculativi e scommessa, in *Contratti*, 2000, 3, p. 258 e 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. 168.

<sup>4</sup> Con tale ultima formula la nostra giurisprudenza di merito intende appunto il contratto "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" (Trib. Civitavecchia, ord. 08.06.2011 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*). Sull'*interest rate swap*, si segnalano, oltre ai lavori in tema di *swap* richiamati *supra* (nt. 1), i contributi di S. GILOTTA, *In tema di «interest rate swap»*, in *Giur. Comm.*, 2007, 1, II, p. 134; A. TUCCI, *Interest rate swaps: 'causa tipica' e 'causa concreta'*, in *Banca borsa*, 2014, 3, II, p. 291; U. MINNECI, *La parabola degli IRS: tra innovazione normativa e recupero di nozioni appartenenti alla tradizione*, in *Società, banche e crisi d'impresa: liber amicorum Pietro Abbadesse*, Torino, 2014, III, p. 2301.

<sup>5</sup> Come si legge in *The Oxford English Dictionary*, Oxford, 1933, X, il primo significato del verbo è quello di 'to strike, hit, smite'. Inizialmente, il termine era impiegato come sinonimo di 'to strike the hands together' (nel senso di 'to take another by the hand in confirmation of a bargain'), ma già a partire dal 1600 vi sono occorrenze dell'impiego di 'to swap' nel secondo significato oggi riconosciuto di 'to make exchange'.

<sup>6</sup> In luogo della originaria versione del dettato normativo, dove il termine era ripreso in seno ai "contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti" (art. 1, co. II, lett. g), t.u.f.), il legislatore – art. 1, co. I, lett. h), d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 – ha oggi impiegato il termine, a seconda del parametro cui è connesso lo *swap* e della modalità di esecuzione del pagamento (a tal proposito si confrontino le lettere *d, e, f, g, j*, art. 1, co. II, t.u.f.).



3. Dopo averlo previsto (art. 1, co. II, t.u.f.) e averlo altresì qualificato come strumento finanziario derivato (co. III), il legislatore non ha fornito il contratto di *swap* di una determinata disciplina. Questa circostanza (contratto nominato, ma non regolato) non è estranea alla nostra esperienza giuridica e, di per sé, non è fonte di un problema nuovo<sup>9</sup>.

Per un verso, in omaggio al c.d. principio di atipicità (art. 1322 c.c.), è pacifico che l'assenza di una specifica normativa legislativa per un contratto non ne cagioni la nullità<sup>10</sup>. Al pari di ogni altro accordo privo di una disciplina legale *ad hoc* e che realizzi un interesse meritevole di tutela, anche quello di *swap*, qualora rispetti tale condizione, sarà pienamente vincolante per le parti che lo hanno concluso.

Per altro verso, il “peculiare valore del principio dell’atipicità dei contratti italiani” spingerà l’interprete a ricondurre, mediante un vero e proprio sforzo di sussunzione e assimilazione, la fattispecie non regolata in un tipo contrattuale (legale, sociale o giurisprudenziale), di modo da non ridurre l’insieme delle regole applicabili al contratto atipico alle sole norme generali di cui agli artt. 1321-1469, codice civile<sup>11</sup>.

Lo *status* di contratto nominato atipico (proprio di quello di *swap*) non presenta, dunque, elementi di novità per l’interprete. Questi subordinerà l’efficacia del vincolo al ricorrere di un interesse meritevole e, una volta individuato il tipo in cui ricondurre l’atto non disciplinato, applicherà la relativa normativa allo *swap*<sup>12</sup>.

4. Così, verificando la meritevolezza dell’interesse (art. 1322 c.c.) sotteso allo specifico contratto atipico di *interest rate swap*, una parte della giurisprudenza di merito ha escluso che possa superare il vaglio di liceità l’*Irs* che sia “insuscettibile di recare un apprezzabile pregiudizio a un contraente, esponendo viceversa - solamente - l’altro contraente al rischio di oscillazione dei mercati in misura notevole”<sup>13</sup>.

Altra giurisprudenza ha ritenuto, invece, che fossero meritevoli di tutela i soli derivati di copertura (ossia quegli accordi di scambio delle future prestazione pecuniarie che assolvono “una funzione di sicurezza e garanzia economica, perché collegati con effettivi rapporti obbligatori (di prestito o di import/export) sottostanti”)<sup>14</sup> e non anche quelli c.d. speculativi<sup>15</sup>.

il rilievo per cui i primi non abbiano attitudine alla circolazione (R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2006<sup>IV</sup>, p. 12).

<sup>9</sup> Già F. MESSINEO, *Dottrina generale del contratto (artt. 1321-1469 cod. civ.)*, Milano, 1952<sup>III</sup>, p. 214, rilevava come fossero numerose le ipotesi di contratti “previsti ma non disciplinati”. Nonostante la lunga serie di contratti che sono nominati dal legislatore ma di cui non è poi fornita una regola legale, nella letteratura giuridica è tutt’ora in voga l’impiego del sintagma ‘contratto nominato’ come sinonimo di ‘contratto tipico’ (*ex multis*: V. ROPPO, *Il contratto*, in *Tratt. Iudica-Zatti*, Milano, 2011<sup>II</sup>, p. 399), nonché la definizione del “contratto che non rientra in un dato tipo legale” come ‘contratto innominato’ (C.M. BIANCA, *Diritto civile*, III, *Il contratto*, Milano, 1984, p. 449). Rimane, pertanto, maggioritaria (ma non assoluta: M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale - I, cit.*, p. 602 nt 90) la posizione che esclude la distinzione fra “contratti nominati e tipici a seconda che la legge, anche diversa dalle norme codificate, contempra una certa figura contrattuale qualificandola sola nominalmente oppure ne indichi anche la disciplina” (M. COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981, p. 8).

<sup>10</sup> In argomento, G. VETTORI, *Contratto e rimedi*, Milano, 2009<sup>II</sup>, p. 359.

<sup>11</sup> R. SACCO, *Autonomia contrattuale e tipi*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1966, p. 785 (cui *adde*, ID. [-G. DE NOVA], *Il contratto*, \*\*, in *Tratt. Sacco*, Torino, 2004, p. 439). Nello stesso senso: P. RESCIGNO, *Note sulla atipicità contrattuale (a proposito di integrazione dei mercati e nuovi contratti di impresa)*, in *Contr. impr.*, 1990, p. 43, e V. ROPPO, *Il contratto*, cit., p. 410. 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 contrattuale* (1974), Napoli, 2014 (*rist.*), 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 mate-

ria 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).

<sup>12</sup> Nel senso dell’atipicità degli *swaps* è la giurisprudenza (*ex multis*, Trib. Torino, 24.04.2014 n° 2976 in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)), nonché la maggioranza degli Autori (tra i tanti, si vedano M. IRRERA, *Domestic currency swap: un nuovo contratto atipico?*, in *Foro pad.*, 1987, II, p. 122; R. AGOSTINELLI, *Struttura e funzione dei contratti di swap*, cit., p. 441; F. ROSSI, *Profili giuridici del mercato degli swaps*, cit., p. 613; D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore*, cit., p. 784 nt. 19; S. PAGLIANTINI - L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, cit., p. 184; M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale - I, cit.*, p. 602 nt 90).

<sup>13</sup> In tal senso, *ex multis*, Trib. Modena, ord. 23.12.2011, in *Contratti*, 2012, 3, p. 130 e Trib. Milano, 19.04.2011, in *Banca borsa*, 2011, II, p. 748; in dottrina, tra gli altri, riconoscono la necessaria bilateralità dell’alea E. GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, *Borsa banca*, 2013, 1, I, p. 97, P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 206 e D. MAFFEIS, *Homo oeconomicus, homo ludens: l’incontrastabile ascesa della variante aliena di un tipo marginale, la scommessa legalmente autorizzata (art. 1935 c.c.)*, in *Contr. impr.*, 2014, 4-5, p. 855.

<sup>14</sup> Trib. Milano, ord. 26.05.1994, in *Banca, borsa*, 1995, I, II, p. 80.

<sup>15</sup> Questo indirizzo è ripreso da parte della giurisprudenza successiva (Trib. Linciano, 06.12.2005, in *Giur. Comm.*, 2007, I, II, p. 131; Trib. Lucera, 26.04.2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)) ed è condiviso da diversi Autori (*ex multis*, A. PERRONE, *Contratti di swap con finalità speculative*, cit., p. 8; E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi*, cit., p. 139; M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale - I, cit.*, p. 600; S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell’interesse ed effettività della tutela*, cit., p. 33). Peraltro, la distinzione tra derivati di copertura e quelli c.d. speculativi - ignorata dal legislatore, ma richiamata anche in CONSOB, *I principali prodotti finanziari*

5. Ancora. Da ultimo e ragionando secondo il metodo c.d. tipologico<sup>16</sup> (in funzione estensiva)<sup>17</sup>, la Corte di Appello di Milano ha qualificato l'accordo con cui due parti si scambiano (*swap*) delle future obbligazioni pecuniarie calcolate secondo determinati differenti tassi di interessi (*interest rate*) nei termini della scommessa<sup>18</sup> legale *autorizzata* (e non

derivati, *Elementi informativi di base*, Ottobre 2012, in [www.consob.it](http://www.consob.it), nonché diffusa nella nostra letteratura e dalla giurisprudenza – non avrebbe solo valore descrittivo e rilevante nell'individuazione della causa in concreto del contratto stipulato tra intermediario e cliente. Ad esempio, seguendo questo secondo orientamento, qualora lo *swap* stipulato dal cliente per ridurre un pre-esistente rischio sia stato strutturato in modo tale da prescindere interamente da una funzione di copertura (e porsì, dunque, alla stregua di un derivato speculativo), il contratto sarebbe da intendersi come nullo per mancanza di causa (in tal senso si veda, per tutti, A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari*, cit., p. 87 e, in giurisprudenza, Trib. Bari, ord. 15.07.2010, in *Contratti*, 2011, 3, p. 244).

<sup>16</sup> G. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, cit., p. 121.

<sup>17</sup> ID., *Tipicità e atipicità nei contratti* (1983), ora in ID., *Il contratto. Dal contratto atipico al contratto alieno*, cit., p. 161: quando opera in questo senso, il metodo tipologico “consente di applicare ad un determinato contratto e le norme riguardanti un determinato tipo legale, e le norme riguardanti qualche altro tipo”.

<sup>18</sup> A sostegno della riconduzione dello *swap* nella figura della scommessa (*contra*: D. PREITE, *Recenti sviluppi*, cit., p. 171, R. AGOSTINELLI, *Le operazioni di «swap»*, cit., p. 128 e, più di recente, S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, cit., p. 199) milita la circostanza *i*) della loro comune appartenenza alla categoria dei contratti aleatori (nel senso dell'aleatorietà dell'*Irs* militano 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; in senso difforme, vi è la posizione minoritaria che definisce l'*Irs* come un contratto commutativo di E. PAGNONI, *Contratti di «swap»*, cit., p. 1412; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati*, cit., p. 74); *ii*) dell'artificialità dell'alea creata e scambiata a mezzo dell'uno e dell'altro strumento (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*, cit., p. 97 ed è ben descritta da E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati*, cit., p. 564); *iii*) per cui al momento della conclusione dell'accordo – tanto nel caso della scommessa come nel caso dello *swap* – non sia individuabile il soggetto che deve effettuare la prestazione (quest'ultimo aspetto esclude 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 scommessa (in dottrina, la distinzione tra *interest rate swap* e contratti di assicurazione si vorrebbe evidente: M. IRRERA, *Swaps*, cit., p. 319 e, già, B. INZITARI, *Swap*, cit., p. 617; G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, cit., p. 182; S. GILOTTA, *In tema di interest*, cit., p. 140; E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati*, cit.,

già meramente *tollerata*)<sup>19</sup> e ha poi ricostruito la disciplina del contratto di *interest rate swap* secondo le coordinate giuridiche di quello specifico schema privatistico<sup>20</sup>.

Dalla sussunzione dell'*Irs* nella figura della scommessa legale autorizzata discende, infatti, che la validità dell'atto sia subordinata al concreto ricorrere nell'*Irs* di quel “supporto esterno” all'*animus lucrandi*, che, rendendo giustificata l'esclusione dell'eccezione di gioco, è elemento essenziale della scommessa legale autorizzata<sup>21</sup>.

p. 560; S. PAGLIANTINI – L. VIGORITI, *I contratti «swap»*, cit., p. 197).

<sup>19</sup> A partire dal capo XXI (“Del giuoco e della scommessa”) del titolo III (“Dei singoli contratti”) del libro IV (“Delle obbligazioni”) del codice civile, a seconda di ciò che viene riconosciuto dall'ordinamento al vincitore del gioco, si può distinguere la scommessa tollerata (*ex* 1933 c.c.) e quella autorizzata (art. 1934 e 1935 c.c.): a differenza della prima (dove 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), nelle seconde si riconosce al vincitore la possibilità di adire in giudizio per ottenere la soddisfazione del suo credito. La ragione di questa diversità di discipline risiede nella generale valutazione del giuoco e della scommessa come atti improduttivi, che, per quanto non siano atti illeciti o immorali (e difatti, al vincitore è accordata la c.d. *soluti retentio*), sono ritenuti privi di ogni utilità sociale. Quando, invece, la scommessa *i*) è accompagnata da 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 lucro, il codice opta per la tutela del vincitore, al quale viene accordata l'azione in giudizio per ottenere il pagamento dovuto. 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 i lavori di E. VALSECCHI, *Giuoco e scommessa (dir. civ.)*, in *Enc. Dir.*, XIX, Milano, 1970, p. 53; G. PINO, *Il giuoco e scommessa e il contratto aleatorio*, in *Studi in onore di Francesco Santoro Passarelli*, III, Napoli, 1972, p. 791; 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; 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.

<sup>20</sup> Il riferimento è ad App. Milano, 18.09.2013 n. 3459, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) (sulla pronuncia si vedano F. CAPUTO NASSETTI, *Un salto indietro di trent'anni: “swap uguale scommessa”!*, in *Giur. comm.*, 2014, 2, II, p. 287; M. INDOLFI, *Recenti evoluzioni dell'aleatorietà convenzionale: i contratti derivati OTC come scommesse razionali*, in *Contratti*, 2014, 3, p. 218; G. GIGLIOTTI, *Obblighi informativi e misurabilità dell'alea tra comportamento di buona fede, oggetto e causa del contratto di Interest Rate Swap*, in *Giur. it.*, 2014, 8/9, p. 1876; e, volendo, D. IMBRUGLIA, *La creazione razionale dell'alea nei derivati otc e la nullità dello swap per vizio di causa*, in *Pers. merc.*, 2013, 3, p. 332, in [www.personaemercato.it](http://www.personaemercato.it)).

<sup>21</sup> M. PARADISO, *op. loc. cit.*, p. 61-63.



Con riferimento all’*Irs*, tale aspetto è stato individuato nella “razionalità delle contrattazioni”<sup>22</sup>. Pertanto, secondo questa lettura, il contratto che le ha generate può dirsi fonte di un interesse meritevole (valutazione del rischio) e, quindi, può validamente spiegare i suoi effetti, solo quando le alee scambiate siano il frutto di un giudizio razionale in termini di entità e natura<sup>23</sup>.

6. Sebbene non siano pacifici<sup>24</sup>, questi orientamenti hanno avuto il merito di respingere la tesi che

<sup>22</sup> App. Milano, 3459/2013, *cit.*, § 3: “[n]on sembra revocabile in dubbio che il legislatore abbia menzionato nel TUF tali contratti valutando che il pericolo sociale che li accompagna sia, in base ad una scelta di ordine pubblico di direzione, inferiore al vantaggio di massimizzare gli scambi e di incrementare la liquidità dei mercati finanziari; ma proprio per questo la scommessa “autorizzata” non può che essere “razionale”, non solo per l’intermediario che genere lo strumento, ma anche per l’investitore. Come per qualsiasi contratto di scommessa, esso è bensì validamente concluso alle condizioni che piacciono agli scommettitori, ma la *ratio* del riconoscimento legislativo risiede nella *razionalità* delle contrattazioni, che presuppone la misurabilità dell’alea secondo criteri scientifici, pur non essendo richiesto che vi sia *equilibrio* tra le alee”. In dottrina, la tesi della razionalità dell’alea scambiata quale “supporto esterno” che giustifica l’autorizzazione della scommessa e che rileva come elemento essenziale per la vincolatività del contratto è sostenuta in particolare dal prof. Maffeis (*Costi impliciti nell’interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2013, 3, I, p. 662; *Homo oeconomicus, homo ludens*, *cit.*, p. 846; *L’ufficio di diritto privato e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in ID. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, *cit.*, p. 20), nonché, almeno inizialmente, anche da E. BARCELLONA, *Note su derivati creditizi*, *cit.*, p. 652.

<sup>23</sup> App. Milano, 3459/2013, *cit.* La sentenza ha dichiarato la nullità del contratto *Irs* concluso tra un intermediario e un cliente a cui era stata preclusa la conoscibilità e la misurabilità del rischio assunto (in particolare, il soggetto abilitato non aveva comunicato alla controparte il c.d. *mark-to-market* e ciò comporterebbe “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, nutria perfetta conoscenza – addirittura nella sua precisa misurazione scientifica – avendo predisposto lo strumento”). Nella giurisprudenza di merito successiva, tale impostazione è stata seguita da App. Bologna, 11.03.2014 n° 734 (in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)).

<sup>24</sup> Invero, a eccezione dell’orientamento che qualifica come necessaria la bilateralità dell’alea, tutti i sopra-richiamati orientamenti sono stati criticati e il loro consolidamento è, ad oggi, alquanto incerto. Ad esempio, l’indirizzo che afferma la nullità del contratto di *swap* per mancanza di causa concreta quando il derivato è strutturato in modo diverso rispetto agli interessi concretamente perseguiti dalle parti è esattamente criticato da 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. 985 e S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell’interesse ed effettività della tutela*, *cit.*, p. 26. In particolare, il prof. Roppo afferma come la circostanza per cui “le parti si rappresentavano di fare, e intendevano fare, un contratto diverso da quello realmente sottoscritto (un derivato di «copertura», e non un derivato «speculativo»)” rilevi “indiscutibilmente come un errore, e

propende per l’elusione del controllo di meritevolezza del singolo *swap*, in ragione delle esigenze della finanza internazionale<sup>25</sup>. Questa tendenza va condivisa<sup>26</sup>.

Infatti, se è vero che l’atipicità non ne determina la nullità, è altresì vero che il nostro ordinamento non “sia il far west” e il giudice deve controllare i contratti atipici “alla luce delle norme imperative *tout court* del diritto italiano”.

Come insegna la dottrina più attenta, difatti, la circostanza per cui gli *swaps* siano contratti atipici “elaborati sulla base del diritto americano e inglese, ma a cui si applica il diritto italiano” (c.d. contratti alieni) non impedisce all’interprete di verificare la compatibilità “di tali contratti con le norme imperative del diritto italiano”, peraltro ricomprendendo tra queste sia la “norma imperativa a fattispecie e analitica” sia quella materiale, cioè la norma impe-

altrettanto indiscutibilmente un errore essenziale, in quanto caduto su «natura» o «oggetto» del contratto *ex art.* 1429, n. 1, c.c.. Ove ne risultasse anche la riconoscibilità, esso darebbe luogo ad annullamento del contratto”. La tesi che esclude la meritevolezza dell’*Irs* speculativo è, invece, disattesa da parte della giurisprudenza di merito (Trib. Milano, 11.05.1995, in *Banca, borsa*, 1996, II, p. 442, e da Trib. Milano, 09.02.2012, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)) e, in dottrina, è respinta da quanti affermano che i derivati speculativi sono leciti (E. GIRINO, *I contratti derivati*, *cit.*, p. 244; F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, *cit.*, p. 74; D. Maffeis, *Homo oeconomicus, homo ludens*, *cit.*, p. 851) e da coloro i quali ritengono che la finalità speculativa o conservativa attenga al piano dei motivi (G. CAPALDO, *Profili civilistici del rischio finanziario*, *cit.*, p. 130; M. COSSU, *Domestic currency swap*, *cit.*, p. 174) e al più rileva in ordine ai giudizi di adeguatezza o appropriatezza (D. MAFFEIS, *L’ufficio di diritto privato e il contratto derivato*, *cit.*, p. 29). Infine, la tesi che afferma la razionalità dell’alea creata artificialmente con la stipula dell’*Irs* quale requisito di validità del contratto derivato non è stata seguita da Trib. Torino, 24.04.2014 (in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)) e, in dottrina, è contestata, tra gli altri, da M. BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale – II –*, *cit.*, p. 897, il quale rileva come “[d]i per sé, infatti, la soggettiva ignoranza che un contraente nutre circa l’alea che si assume rende irragionevole solo la sua condotta negoziale e, quindi, può, in linea di principio, rilevare esclusivamente sul piano dei vizi della sua volontà e delle relative discipline”.

<sup>25</sup> In tal senso è la posizione (isolata) di F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, *cit.*, p. 101 (per un’esatta critica di questa tesi si veda E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi*, *cit.*, p. 140).

<sup>26</sup> Peraltro, in dottrina, un giudizio positivo su questa giurisprudenza è espresso (con toni e argomentazioni diverse) anche quanto agli effetti dell’impiego della causa descritto in precedenza in punto di tutela dell’investitore: a tal proposito si vedano, in particolare, i contributi di G. VETTORI, *Il contratto senza numeri e aggettivi. Oltre il consumatore e l’impresa debole*, in *Contr. impr.*, 2012, 4-5, p. 1190, A.A. DOLMETTA, *Introduzione. Speculazione e prudenza*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, *cit.*, p. XVII-XVIII) e S. PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell’interesse ed effettività della tutela*, *cit.*, p. 36.

rativa “che non si preoccupa dello strumento giuridico ma del risultato”<sup>27</sup>.

7. Orbene, nell’individuazione di quali siano le norme imperative che interessano il contratto atipico in esame occorre prendere le mosse da un dato.

28 L’*interest rate swap* è tipicamente un derivato c.d. *over the counter*<sup>28</sup>. Esso è quindi *i*) un contratto in cui gli aspetti fondamentali sono definiti dalle parti e il contenuto non è etero regolamentato (come, invece, accade per gli altri derivati, c.d. standardizzati o uniformi)<sup>29</sup>; *ii*) uno strumento finanziario rispetto al quale “l’intermediario è sempre controparte diretta del proprio cliente”<sup>30</sup> e che non si affranca dal contratto che lo ha generato<sup>31</sup>.

Tale ultimo aspetto è di fondamentale importanza, giacché, a ben vedere, esso determina l’applicazione di specifiche norme al contratto di *interest rate swap*.

Quando è sottoscritto da un intermediario, difatti, quel contratto rileva ad un tempo come servizio

<sup>27</sup> G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, cit., p. 60 e 66.

<sup>28</sup> Si veda, per tutti, CONSOB, *I principali prodotti finanziari derivati*, cit., p. 12. Sulla figura e sul mercato di prodotti OTC (*over the counter*) si vedano, in particolare, D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, in *Banca borsa*, 2011, 4-5, I, p. 604 (a cui adde ID. *Intermediario contro investitore*, cit., p. 779 e A. PERRONE, *I contratti derivati «over the counter»*, in G. Gitti – M. R. Maugeti – M. Notari (a cura di), *I contratti per l’impresa. Banca, impresa e società*, Bologna, 2012, II, p. 287); L. SASSO, *L’impatto sul mercato dei derivati OTC*, in *Giur. comm.*, 2012, 6, I, p. 899.

<sup>29</sup> D. MAFFEIS, *Contratti derivati*, cit., p. 617. Scrive Trib. Milano, 19.04.2011 n° 5443, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it): “[i]l derivato uniforme si distingue dall’OTC per essere trattato in un mercato regolamentato e per obbedire ad uno schema negoziale predefinito. Tale predeterminazione del contenuto pattizio confina l’autonomia privata delle parti alla semplice scelta del “se” contrarre, senza alcuna possibilità di definire il contenuto della pattuizione e senza neanche scegliere la controparte, essendovi un meccanismo telematico di acquisto”. Come esempio di strumento finanziario derivato standardizzato si veda il contratto *future* (sul punto, A. GUCCIONE, *L’organizzazione dei mercati a termine come carattere tipico dei contratti Futures e sistema di regole di comportamento degli intermediari*, in *Giur. comm.* 1998, I, p. 892).

<sup>30</sup> App. Milano, 3459/2013, cit.; tale aspetto è sottolineato in dottrina da D. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore*, cit., p. 779.

<sup>31</sup> P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 194: “se è vero che tutti gli strumenti finanziari hanno una matrice e un’origine contrattuale, può osservarsi che mentre questi, una volta venuti ad esistenza, si affrancano nettamente rispetto al negozio che li ha generati, nel derivato OTC un simile distacco non avviene mai, in quanto tale modello assume la morfologia di un comune contratto, con tutte le vicende che lo accompagnano dalla nascita alla cessazione”. In giurisprudenza, si veda Trib. Milano, 5443/2011, cit., dove l’affermazione per cui “la stipulazione di un contratto derivato, a differenza del mero scambio di azioni o titoli, costituisce ad un tempo atto negoziale e mezzo di generazione dello strumento, cioè di un’autonoma entità finanziaria”.

di intermediazione e quale strumento finanziario, così da comportare “l’applicabilità al derivato medesimo – in quanto anche “contratto di investimento” – della cospicua disciplina sui servizi di investimento, con la conseguenza che allo stesso trovano applicazione contemporaneamente, regole del t.u.f. relative agli strumenti finanziari e, appunto, quelle proprie dei servizi e delle attività di investimento”<sup>32</sup>.

Per conseguenza, occorre ricostruire la disciplina dei derivati *over the counter* stipulati con un intermediario scrutinando le norme materiali previste dalla legislazione in tema d’investimento mobiliare.

8. Ad esempio, la coincidenza tra strumento finanziario e servizio d’investimento, propria del derivato *over the counter* concluso tra intermediario e cliente, determina la nullità virtuale (ex art. 1418 c.c.) dello *swap* sottoscritto con un soggetto che esercita l’attività d’intermediazione senza l’autorizzazione richiesta dalla legge (art. 18, t.u.f.)<sup>33</sup>.

Non solo. La normativa imperativa in tema di prestazione al pubblico di servizi di investimento contiene ulteriori regole che vietano in modo assoluto determinati risultati e che costituiscono norme materiali idonee a disciplinare il contratto atipico di *swap* concluso con l’intermediario.

Tra queste disposizioni speciali, di assoluta importanza è la c.d. *suitability doctrine*, ossia quell’istituto con cui, sin dalla prima esperienza di disciplina speciale dell’attività d’intermediazione, si è appunto attribuito rilievo al legame tra il rischio assunto con lo strumento scambiato e il profilo del cliente<sup>34</sup>.

<sup>32</sup> P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 196. Sulla c.d. *financial regulation* si veda, quanto alla sua necessità R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, p. 769; al c.d. multilivello della disciplina V. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Econ. dir. terz.*, 2009, 3, p. 424; e – sebbene con riferimento ad un altro ordinamento – quanto alla specialità di questa fonte (c.d. *financial regulation*) rispetto il c.d. diritto comune (c.d. *Old Lady the Common Law*) si veda A. HUDSON, *The Law of Finance*, London, 2013<sup>II</sup>, p. 13.

<sup>33</sup> Corte Cass., 07.03.2001 n° 3272, in *Giust. civ.*, 2001, p. 2109.

<sup>34</sup> La prima manifestazione di un legame tra l’operazione finanziaria e il profilo del cliente ricorre già all’interno del testo approvato nel 1939 dalla *National Association of Securities Dealers* (NASD), vale a dire l’organismo nazionale a cui i *brokers* avevano l’obbligo di iscriversi e a cui il *Securities Exchange Act* aveva riservato il compito di individuare le *guidelines* vincolanti per lo svolgimento della loro attività: art. III, Sect. 2 del *Rules of Fair Practice*. A seguito della fusione tra NASD e *New York Stock Exchange*, avvenuta nel 2007, la competenza a determinare le regole che governano l’attività di intermediazione dei principali operatori di mercato è stata attribuita alla *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) e, puntual-



9. In un momento iniziale, la *suitability rule*, che si applicava a tutti i servizi di investimento resi in favore dei clienti non qualificati, imponeva all'intermediario l'obbligo di valutare l'idoneità tra il rischio assunto con l'operazione finanziaria scambiata nell'ambito di un'attività di investimento e la capacità del cliente<sup>35</sup>.

In caso di esito negativo del c.d. test di adeguatezza, poi, per l'intermediario sarebbe scattato il dovere di informare il cliente di una tale circostanza nonché quello di astenersi dal compimento dell'operazione incongrua. Tale secondo obbligo non comportava una limitazione assoluta: a seguito della dichiarazione del cliente di volere dare corso all'operazione<sup>36</sup>, l'intermediario avrebbe aggirato il dovere di astensione e l'operazione così eseguita sarebbe stata considerata come lecita (ancorché fosse inadeguata).

La natura della *rule* era, dunque, quella di obbligo di comportamento inerente alla prestazione del servizio di investimento. Da siffatta qualificazione, la giurisprudenza delle Sezioni Unite aveva tratto la conseguenza per cui l'eventuale inosservanza avrebbe rappresentato un inadempimento, così da rilevare sul solo piano del rapporto (del contratto) di investimento, determinandone la correzione degli

mente, il testo regolamentare emanato da quest'ultima prevede una generale disciplina in tema di *suitability* (rule §2111), nonché delle previsioni con più specifico riferimento a determinate operazioni (rule §2310.b2 in tema di *direct participation program*; rule §2330 in tema di *deferred variable annuities*; rule §2360.b)19 con riguardo allo scambio di *options*). Oltre che nei testi adottati da altri organismi di autoregolazione (rule §G-19, *Municipal Securities Rulemaking Board*; rule §9.9 *Chicago Board Options Exchange Rule*), una *suitability rule* si rinviene anche in seno ai testi approvati dalla *Securities Exchange Commission* (rule §15b10-3). In argomento: R. MUNDHEIM, *Professional Responsibilities of Broker-Dealers: The Suitability Doctrine*, in *Duke Law Journ.*, 1965, p. 445; S.B. COHEN, *The Suitability Rule and Economic Theory*, in *Yale Law Journ.*, 1971, p. 1604; H.H. COHEN, *The Suitability Doctrine: Defining Stockbrokers Professional Responsibilities*, in *Journ. Corp. Law*, 1978, p. 533.

<sup>35</sup> Nel nostro ordinamento – dove era inizialmente prevista a livello di fonte primaria (art. 6, lett. f), l. 1/91) e nel periodo successivo era stabilita dalla fonte secondaria, rappresentata dai regolamenti emanati dalla CONSOB (in particolare, tra l'adozione del TUF e la ricezione delle direttive MiFID (2004/39/CE e 2006/73/CE), la disciplina era prevista dall'art. 29, reg. CONSOB 11522/1998) – la *suitability* si articolava secondo un dovere di raccolta di informazioni circa il profilo del cliente e di valutazione di adeguatezza dell'operazione per tipologia (App. Torino, 13.10.2010, n° 1494), oggetto (Trib. Catania, 05.05.2006, n° 1600), frequenza (App. Torino, 03.05.2006 in *Società*, 2007, p. 7111) e dimensione (Trib. Milano, 13.11.2008 n° 13240) (tutte le sentenze ora citate sono reperibili in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)).

<sup>36</sup> Su questa dichiarazione si veda Corte Cass., 25.09.2014 n° 20178 (in [www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it)).

effetti (tramite il risarcimento) oppure la fine (mediante la risoluzione)<sup>37</sup>.

10. In forza delle direttive MiFID, com'è noto, la rilevanza del rapporto tra rischio assunto e profilo del cliente ha mutato il suo significato giuridico<sup>38</sup>.

Innanzitutto, la disciplina varia a seconda del tipo di servizio di investimento reso in favore del cliente. Oggi, di vera e propria *suitability rule* è dato discorrere, infatti, unicamente con riferimento a quelli di consulenza e di gestione del portafoglio, i c.d. servizi di risparmio gestito<sup>39</sup>. Rispetto alla pre-

<sup>37</sup> Corte Cass., SS.UU., 19.12.2007 n°26724, in *Foro it.*, 2008, I, c. 784.

<sup>38</sup> Si confrontino gli articoli 19, §4-6, dir. 2004/39/CE (c.d. MiFID I livello) e 35-37, dir. 2006/73/CE (c.d. MiFID II livello). La disciplina è ripresa – in modo sostanzialmente simile – anche nella nuova versione della direttiva: art. 25, 2014/65/EU (c.d. MiFID II; in argomento, N. MOLONEY, *EU securities*, Cambridge, 2014<sup>III</sup>, p. 805-808). Sul piano interno, invece, la normativa euro-unitaria è stata recepita agli artt. 39 – 44, reg. CONSOB, 16190/2007. Sulla disciplina post-MiFID si vedano i lavori di L. FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza delle operazioni nella direttiva Mifid*, in *Contratti*, 2007, 6, p. 583; R. RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Società*, 2008, 3, p. 269; A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MIFID*, in A. Perrone (a cura di), *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, p. 14; F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 1, p. 25; P. FLORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento tra nuova e vecchia disciplina*, in S. Ambrosini – P.G. Demarchi (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio – Servizi di investimento*, Milano, 2009, p. 125; F. SAVASTA, *L'adeguatezza informativa ed operativa a fronte del rifiuto di fornire informazioni*, in *Società*, 2009, 8, p. 997; A. ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule e prospettive di mercato*, in *Banca borsa*, 2010, 6, I, p. 728; L. PURPURA, *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari: un "moderno" approccio giurisprudenziale a confronto la normativa post Mifid*, in *Borsa banca*, 2010, 5, I, p. 609; V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la MiFID*, in *Corr. giur.*, 2010, 10, p. 1385; M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento: gli obblighi degli intermediari*, in E. Gabrielli e R. Lener, *I contratti del mercato finanziario*, I, Torino, 2011, p. 235; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in *ivi*, p. 281; M. MAGGIOLIO, *Servizi ed attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger*, 2012, p. 389; R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, p. 87; A. VALONGO, *Profili di tutela individuale dell'investitore tra nullità e responsabilità civile*, Milano, 2012, p. 75; F. DELFINI, *Valutazione di adeguatezza ex art. 40 Regol. Intermed., obbligazioni strutturate e derivati di credito*, in *Borsa banca*, 2014, 3, I, p. 296; A. DI AMATO, *I servizi e i contratti di investimento*, in S. Amoroso (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2014<sup>III</sup>, p. 101.

<sup>39</sup> Artt. 39-40, reg. CONSOB 16190/2007. Peraltro, a differenza del passato, oggi la disciplina prevista in materia di *suitability*



stazione di questi due servizi, è domandato all'intermediario di valutare che i prodotti raccomandati siano "corrispondenti agli obiettivi d'investimento del cliente, finanziariamente sopportabili dallo stesso e suscettibili di essere compresi dal medesimo investitore nelle relative implicazioni di rischio"<sup>40</sup>. Rispetto alle attività diverse da quelle di risparmio gestito, si avrà, a seconda della modalità di prestazione del servizio di c.d. risparmio amministrato, in un caso (*appropriateness rule*), un giudizio differente (meno esteso) di quello di adeguatezza<sup>41</sup> e che sostanzialmente si sviluppa secondo il vecchio meccanismo informativo<sup>42</sup>, e, in un

troverà applicazione per ogni servizio di consulenza in materia di investimenti e di gestione del portafoglio effettuato dall'intermediario autorizzato e, dunque, anche quando reso in favore delle controparti qualificate: sul punto si veda, per tutti, F. DELFINI, *Valutazione di adeguatezza ex art. 40, cit.*, p. 298.

<sup>40</sup> L. PURPURA, *Strumenti finanziari e doveri di informazione degli intermediari, cit.*, p. 629; sul punto si veda la distinzione dei vari parametri in adeguatezza finanziaria, patrimoniale e conoscitiva avanzata da F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 35. Il primo parametro (finanziario) attiene appunto alla verifica che il prodotto raccomandato sia in linea con gli obiettivi di investimento del cliente: ad esempio, un derivato strutturato in modo da essere speculativo è inadeguato finanziariamente rispetto all'obiettivo del cliente di proteggere un precedente rischio. Il secondo parametro (patrimoniale) intende "evitare che le operazioni di investimento possano rovinare finanziariamente il cliente" e si pone come limite a strumenti che presentano un rischio da questi non sopportabile (V. SANGIOVANNI, *L'adeguatezza degli investimenti, cit.*, p. 1394). Il terzo parametro (conoscitivo) intende determinare l'adeguatezza del prodotto finanziario verificando che chi lo acquista sia abbia, anche per il tramite degli obblighi informativi gravanti sull'intermediario, "una ragionevole comprensione delle potenziali implicazioni patrimoniali dell'investimento" (L. PURPURA, *op. loc. ult. cit.*). Infine, un recupero del parametro relativo alla idoneità della frequenza dello strumento finanziario (c.d. *churning*) è operato da M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento, cit.*, p. 387, a partire dalla disposizione regolamentare con cui si afferma che "una serie di operazioni, ciascuna delle quali è adeguata se considerata isolatamente, può non essere adeguata se avvenga con una frequenza che non è nel migliore interesse del cliente"(art. 40, co. I, reg. CONSOB 16190/2007).

<sup>41</sup> La valutazione dell'appropriatezza impone all'intermediario di verificare unicamente la congruità conoscitiva, ossia la verifica che "il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta" (art. 42, co. I, reg. CONSOB 16190/2007). Sul punto, si veda L. FRUMENTO, *La valutazione di adeguatezza e di appropriatezza, cit.*, p. 583; P. FLORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento, cit.*, p. 169; F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 43; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza, cit.*, p. 297.

<sup>42</sup> Artt. 41-42, reg. CONSOB 16190/2007. Questa nuova disciplina non fa riferimento – come invece la vecchia – alla necessità di un *permissive consent* del cliente informato sulla non appropriatezza del servizio. La dottrina è divisa tra quanti sostengono che, una volta fornite le avvertenze in parola al cliente, l'intermediario possa procedere all'operazione (*ex multis*: A. ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule, cit.*, p. 733; M.

altro (*execution only*), l'esonero per l'intermediario dalla valutazione di ogni idoneità<sup>43</sup>.

Inoltre, nel sistema attuale, rispetto a uno strumento finanziario non adeguato (definibile, quindi, come quel prodotto *i*) scambiato in seno ad un'attività di risparmio gestito; *ii*) non in linea con le competenze patrimoniali, finanziarie e conoscitive del cliente), non c'è spazio "per superare la deficienza sostanziale ricorrendo alla procedura formale che consentiva all'intermediario di procedere all'operazione da lui reputata inadeguata"<sup>44</sup>.

Più esattamente, oggi qualora non sia possibile valutare l'adeguatezza dello strumento finanziario da consigliare o da scambiare nell'ambito di una gestione di portafoglio altrui vi è il dovere di astensione; e non è prevista alcuna forma di *permissive consent* o altro meccanismo di dialogo tra intermediario e cliente che possa consentire di concludere l'operazione ove il prodotto *i*) non corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; *ii*) non sia sopportabile per il cliente; *iii*) e non abbia natura tale per cui il cliente ne possa comprendere i rischi. In altri termini, la valutazione dell'adeguatezza è "estromessa dal mondo dell'informazione"<sup>45</sup> e opera come "preclusione insuperabile"<sup>46</sup> così che, ex art. 39, reg. Consob 16190/2007, lo strumento finanziario scambiato all'interno di un'attività di risparmio gestito o è adeguato oppure non è.

**11.** Tradizionalmente intesa come servizio di negoziazione per conto proprio (definito dall'art. 1, co. V-bis, t.u.f., come quell'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti)<sup>47</sup>, la sotto-

MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento, cit.*, p. 398) e chi, invece, subordina la legittimità dell'investimento alla reiterazione dell'ordine (F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 43 nt. 49; V. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza, cit.*, p. 297-298; R. NATOLI, *Il contratto "adeguato", cit.*, p. 118).

<sup>43</sup> Artt. 43-44, reg. CONSOB 16190/2007. Come è noto, tale modalità di prestazione dei servizi di esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini impartiti da clienti è ammessa unicamente quando lo strumento finanziario scambiato non è complesso, il servizio sia stato prestato a iniziativa del cliente (a sua volta chiaramente informato della modalità *execution only*) e l'intermediario rispetti gli obblighi in materia di conflitto di interesse. Tra la dottrina interna, un giudizio critico verso questa categoria di servizi si legge in F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 44 e in P. FLORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento, cit.*, p. 175.

<sup>44</sup> M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento, cit.*, p. 391.

<sup>45</sup> F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa, cit.*, p. 40.

<sup>46</sup> A. DI AMATO, *I servizi e i contratti di investimento, cit.*, p. 103.

<sup>47</sup> In tal senso, *ex multis*, D. DI ZITTI, *Ordine di borsa e commissione*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, p. 160; R. COSTI – L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. Cottino*, Padova, 2004, p. 36, nt. 27; E. GIRINO, *I contratti derivati, cit.*, p. 525;



scrizione di uno *swap* tra un intermediario autorizzato e un cliente rileva ora come un servizio di consulenza<sup>48</sup>.

In tal senso<sup>49</sup>, difatti, è la circostanza per cui nella strutturazione del derivato *over the counter* secondo le specifiche esigenze del cliente, l'intermediario utilizza necessariamente raccomandazioni personalizzate<sup>50</sup>, ossia quel presupposto di fatto il cui ricorrere è sufficiente per aversi un servizio di consulenza<sup>51</sup>.

A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati*, cit. p. 72; P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 195.

<sup>48</sup> Sul servizio di consulenza in materia di investimenti (definita all'art. 1, co. V-*septies*, t.u.f. come "la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario") si vedano: G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di "consulenza in materia di investimenti"* (art. 1, comma 5, lett. f, d. lgs. n. 58/98), in *Contr. impr.*, 2009, 3, p. 330; F. PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, cit., I, p. 1021; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività di investimento*, cit., p. 271.

<sup>49</sup> La maggioranza degli Autori (*ex multis*, G. LA ROCCA, *Appunti sul contratto*, cit., p. 23; P. FLORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento*, cit., p. 174; M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, cit., p. 236; F. DELFINI, *Contratti derivati OTC*, cit., p. 933; ID. *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, in D. Maffeis (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., p. 265; ID., *Servizio di consulenza in materia di investimenti vs. servizio di ricezione e trasmissione ordini*, in *Banca borsa*, 2014, 4, II, p. 491) e la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, 30.05.2013, c-604/11, *Genil 48 SL, Comercial Hosteleria de Grandes Vinos SL v. Bankinter SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*, § 53-55, in [www.curia.europa.eu](http://www.curia.europa.eu) militano a favore della riconduzione della negoziazione tra intermediario e cliente dello *swap* nei confini del servizio di consulenza.

<sup>50</sup> In virtù dell'art. 52, dir. MiFID II liv., per raccomandazioni personalizzate si intende "quella che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore." Essa deve essere "presentata come adatta per tale persona e deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona." Inoltre, deve raccomandare la realizzazione di un'operazione che si riferisce al comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o all'assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento (oppure che sia concernete esercitare o non esercitare qualsiasi diritto conferito da un determinato strumento finanziario a comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario). La direttiva chiarisce poi che "una raccomandazione non è una raccomandazione personalizzata, se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico."

<sup>51</sup> Sottolineano in modo chiaro il nesso tra raccomandazioni personalizzate e consulenza: L. PURPURA, *Strumenti finanziari e doveri di informazione*, cit., p. 630, nt. 42, M. MAGGIOLO, *Servizio di consulenza in materia di investimenti*, cit., p. 493. Sul punto si veda anche CONSOB, Comun. 90919104, 02.03.2009, in [www.consob.it](http://www.consob.it), dove l'affermazione per cui "l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) "su

Da ciò deriva che la sottoscrizione dello *swap* con un intermediario rechi con sé la disciplina prevista per il servizio di consulenza e, quindi, sia l'obbligatorio giudizio di adeguatezza<sup>52</sup> sia l'insuperabile limite allo scambio dello strumento che non risulta essere in linea con la capacità patrimoniale, cognitiva e finanziaria del cliente<sup>53</sup>.

12. Dal punto di vista del derivato *over the counter* sottoscritto con l'intermediario, la descritta coincidenza tra il servizio di investimento (consulenza) e lo strumento finanziario (ad esempio: l'*interest rate swap*) "che ne dovrebbe costituire l'oggetto"<sup>54</sup> consente di ripetere la disciplina del servizio in seno allo strumento finanziario negoziato, sì da consentire la qualificazione stessa del con-

misura" per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti". *Contra*, A. PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse*, cit., p. 28. Questo A. lamenta che l'interpretazione qui seguita (e che argomenta nella riconduzione di ogni investimento prestato su raccomandazione personalizzata dell'intermediario nella disciplina della consulenza) si risolverebbe "nell'*interpretatio abrogans* della distinzione fra *execution only*, servizio di investimento con valutazione di appropriatezza e consulenza (o gestione di portafogli)" e propone di considerare la consulenza come "un'attività verso corrispettivo", così da recuperare la diversificazione dei servizi (evitando di riconoscere nella sola raccomandazione l'elemento sufficiente per la configurazione di un servizio di consulenza). Siffatta posizione è rilevante solo in prospettiva *de iure condendo*: oggi, infatti, non vi sono elementi per sostenere l'onerosità della consulenza e, in genere, argomenti che impediscano di considerare tale la raccomandazione personalizzata.

<sup>52</sup> F. DELFINI, *Valutazione di adeguatezza*, cit., p. 300. *Contra*, coerentemente con la qualifica della sottoscrizione del derivato in termini di negoziazione titoli per conto proprio, R. NATOLI, *Il contratto "adeguato"*, cit., p. 121, argomenta a favore dell'applicazione della c.d. *appropriateness rule*.

<sup>53</sup> In questo senso, F. PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, cit., p. 1032: "[c]osì, ad esempio, l'intermediario che presti congiuntamente i servizi di consulenza e di collocamento è vincolato a promuovere la cliente o al potenziale cliente esclusivamente strumenti finanziari ritenuti preventivamente a lui "adeguati" (e non semplicemente "appropriati", come accadrebbe in caso di prestazione del solo servizio di collocamento). Così, ancora, la consulenza associata ai servizi di ricezione e trasmissioni di ordini e/o di esecuzione di ordini e/o di negoziazione per conto proprio implica l'osservanza dell'obbligo di valutare l'adeguatezza (e non la mera appropriatezza) degli ordini impartiti dal cliente". *Contra*: M. MAGGIOLO, *Servizio di consulenza in materia di investimenti*, cit., p. 495-496, il quale, pure ammettendo che la disciplina attuale colleghi l'attività di consulenza in materia di intermediazione finanziaria alla raccomandazione, suggerisce per l'ipotesi di consulenza strumentale alla prestazione di un servizio diverso dalla gestione di portafogli l'applicazione dell'*appropriateness rule*. A ben vedere questa posizione non trova riscontro nel dato normativo, il quale, all'interno delle operazioni raccomandate, non opera alcuna distinzione.

<sup>54</sup> P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 196.



tratto *Irs* come adeguato o non adeguato. Nel primo caso esso sarà pienamente vincolante; nel secondo caso, esso sarà nullo.

La “preclusione insuperabile” determinata dalla normativa in materia di risparmio gestito rispetto alla valutazione dell’adeguatezza comporta, difatti, che, quando quello strumento finanziario ha la funzione di scambiare un rischio non adeguato, lo *swap* rileva come contratto nullo per illiceità della causa (ex art. 1418, co. II, c.c.), determinata dalla sua contrarietà alla norma imperativa (art. 1343 c.c.) che materialmente impone la raccomandazione di strumenti finanziari adeguati (art. 39, reg. Consob 16190/2007). Invece, quando l’*Irs* è stato concluso con l’intermediario in assenza di una rilevante valutazione, il derivato è nullo per illegalità del contratto (ex art. 1418, co. I, c.c.), determinata dalla violazione del dovere di astensione (ex art. 39, co. VI, reg. Consob 16190/2007)<sup>55</sup>.

In conclusione, l’unico contratto di *swap* che l’intermediario può stipulare con il cliente è quello che genera uno strumento finanziario adeguato alle caratteristiche conoscitive, patrimoniali e finanziari del soggetto nei cui confronti è reso il servizio di risparmio gestito. A titolo di esempio, si può affermare che lo *swap* c.d. speculativo concluso con un cliente il cui obiettivo di investimento era quello di proteggersi dall’andamento di una pre-esistente e indicata esposizione debitoria sia un derivato inadeguato e, quindi, un contratto nullo per contrarietà alla norma imperativa che impone di raccomandare strumenti finanziari in linea con gli obiettivi di investimento (art. 39, reg. Consob 16190/2007).

**13.** Da queste sommarie indicazioni è possibile trarre degli ulteriori spunti.

Innanzitutto, si deve ribadire come, anche rispetto al contratto (atipico, alieno) derivato, l’interprete non possa prescindere dalla verifica della compatibilità dell’atto con le norme imperative. Il caso della nullità dello *swap* per inadeguatezza dello strumento finanziario (come anche quello di nullità del de-

rivato sottoscritto con intermediario abusivo) dimostra appunto come l’ordinamento, pur senza disciplinare il contratto, abbia altresì previsto norme che hanno l’effetto materiale di restringere la validità dell’atto di autonomia privata, ancorché siano rivolte *in primis* un altro oggetto (l’attività di intermediazione).

Inoltre, la raggiunta nullità del contratto (nominato, atipico, alieno, derivato *over the counter*) di *interest rate swap* per violazione della normativa (imperativa, materiale) sull’adeguatezza del servizio di risparmio gestito attesta come oggi non sia più corretto affermare che dalla tutela del mercato mobiliare “nulla se ne può dedurre in ordine alla pretesa nullità dei singoli contratti sul piano del diritto civile”<sup>56</sup>.

Al contrario, quell’obiettivo si sostanzia oggi anche nella sottrazione all’autonomia privata di schemi contrattuali che si pongano, quanto alla loro stessa esistenza o alla loro funzione, in contrasto con le varie esigenze di sistema riconosciute dal legislatore (in questo caso, la stabilità del mercato finanziario)<sup>57</sup>.

<sup>55</sup> In senso difforme è F. DELFINI, *Contratti derivati OTC*, cit., 939, per il quale “[l]’eventuale violazione dell’obbligo di astensione (...) esporrà [l’intermediario] al risarcimento del danno”. Tale posizione non appare meritevole di essere condivisa: all’inosservanza del dovere di astensione il nostro ordinamento non accorda tutela risarcitoria, ma bensì invalidante. In tal senso e a sostegno di quanto indicato nel testo (nullità), pare essere sufficiente il rinvio a Cass. 26724/2007, cit., §1.7 dove la seguente affermazione in ordine alle conseguenze della violazione dell’obbligo di astensione: “[s]e il legislatore vieta, in determinate circostanze, di stipulare il contratto e, nondimeno, il contratto viene stipulato, è la sua stessa esistenza a porsi in contrasto con la norma imperativa; e non par dubbio che ne discenda la nullità dell’atto per ragioni – se così può dirsi – ancor più radicali di quelle dipendenti dalla contrarietà a norma imperativa del contenuto dell’atto medesimo”.

<sup>56</sup> Corte Cass., 26724/2007, cit., §1.8.

<sup>57</sup> Per dei cenni in tal senso, si vedano S. MAZZAMUTO, *Il contratto europeo nel tempo della crisi*, in *Eur. dir. priv.*, 2010, 3, p. 640; F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2012, 1, p. 30; CHEREDNYCHENKO, *Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?*, in *Europ. Rev. Contr. Law*, 2014, 3, p. 390 e M. ANDENAS – I. H-Y CHIU, *The Foundations and Future of Financial Regulations. Governance for Responsibility*, London - New York, 2014, p. 234.

