

NOTE CRITICHE AI NUOVI ARRESTI IN TEMA DI INTERPRETAZIONE E MERITEVOLEZZA DEL CONTRATTO DI SWAP

| 585

Di Elisabetta Errigo

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. I casi e le questioni. La meritevolezza della scommessa razionale di swap e la trasparenza dell'alea per un cliente consapevole. – 3. Cenni sull'impiego pretorio del controllo di meritevolezza: questioni aperte e non risolte dalle Sezioni unite. – 4. Perplessità e contraddizioni nelle recenti Ordinanze: la razionalità dell'alea quale presupposto di meritevolezza dell'IRS; l'incerta sistemazione degli elementi essenziali del contratto; la (ir)rilevanza dei doveri informativi. – 5. Critica alla sussunzione della vicenda negoziale nell'alveo della scommessa e valorizzazione delle funzioni in concreto perseguite. Il fisiologico conflitto di interessi tra intermediario e cliente. – 6. Dalla causa variabile dell'IRS alla concreta incidenza del rischio sul programma negoziale. Causa, oggetto e accordo dello swap. – 7. La misurabilità del rischio e l'agire negoziale tra regole di validità e regole di condotta. La complessità dei rapporti di swap e l'essenzialità degli elementi dell'alea (Mtm e scenari probabilistici). – 8. L'incidenza delle informazioni sul profilo causale del rapporto e l'insufficiente requisito della trasparenza per la validità del contratto tra ragionevolezza e adeguatezza dell'operazione.

ABSTRACT. Due recenti e coeve ordinanze della Suprema Corte riaprono il dibattito in tema di interest rate swap rinnovando la riflessione giuridica sulla sistemazione strutturale e funzionale del contratto. La ricostruzione ermeneutica offerta e l'impiego del controllo di meritevolezza sugli interessi perseguiti concedono la strada a soluzioni alternative attente alle peculiarità delle singole operazioni e alla valutazione di adeguatezza del contratto alle concrete esigenze del cliente, alla luce delle quali determinare la conformità del regolamento ai valori del sistema.

Recent Supreme Court rulings reopen the debate on interest rate swaps and prompt legal reflection on the contract's structure and function. Hermeneutic reconstruction and the worthiness of interest offer alternative solutions that are attentive to the individual operations and to contract's appropriateness for the client's specific needs, through which to determine the regulation's compliance with the system's values.

Note critiche ai nuovi arresti in tema di interpretazione e meritevolezza del contratto di swap (Elisabetta Errigo)



1. Premessa.

Con due recenti e coeve ordinanze¹ la Corte di cassazione è tornata ad occuparsi di contratti derivati, e segnatamente di *Interest rate swap* (c.d. IRS)².

I nuovi pronunciati offrono occasione per una riflessione in tema di interpretazione del contratto e controllo di meritevolezza, quale strumento atto a verificare la coerenza dell'assetto negoziale con i valori del sistema³.

Tra i molti motivi di gravame quelli (comuni ad entrambi i ricorsi, e) che più qui interessano attengono alla asserita violazione degli artt. 1322, 1325, 1346, 1366, 1418 c.c., nonché degli artt. 21 e 23 TUF, per avere le Corti di merito: a) ritenuto non necessaria, ai fini della validità dei contratti,

(*) Assegnista di ricerca in Diritto privato, Università di Catanzaro.

¹ Cass., sez. I, (ord.), 3.2.2026, n. 2262 e Cass., sez. I, (ord.), 4.2.2026, n. 2358, entrambe in *Foro it.*, 4, 2026, I, annotate da A. TUCCI, *Interest rate swap: le scommesse razionali e il cappello di Susanna*, 1033; A. DALMARTELLO, *Alea razionale (trasparenza sul rischio) e interest rate swap di copertura: un problema regolatorio o di diritto civile?*, 1039; D. MAFFEIS, *Interest rate swap: sezioni unite, prima sezione e copertura razionale*, 1046.

² Senza alcuna pretesa di esaustività si segnalano soltanto alcuni contributi sul tema: D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. I contratti e le condotte*, Milano, 2014; ID., *Contratti derivati*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 604; ID., *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, 280; G. GABRIELLI, *Operazioni in derivati: contratti o scommesse?*, in *Contr. impr.*, 2009, 1136; L. CALZOLARI, *I contratti di interest rate swap*, in *Società*, 2013, 12, 1371; A. MALOMO, *Interest rate swap: sproporzione e immeritevolezza nel caso concreto*, in *Corti salernitane*, 3, 2015, 485; M.R. NUCCIO, *Finanza derivata e meritevolezza. Il problema degli interest rate swap con funzione di copertura*, in *Rass. dir. civ.*, 3, 2019, 952. Per contributi meno recenti si rinvia a B. INZITARI, *Swap (contratto di)*, in *Contratto e impresa*, 1988, 597; R. AGOSTINELLI, *Swap contract: struttura e profili civilistici di una nuova tecnica finanziaria*, in *Quadrimestre*, 1991, 10; G. ALPA, *Nuovi strumenti finanziari: problemi di qualificazione*, in *Economia e diritto del terziario*, 1992, 2, 321; L. CAPALDO, *La disciplina contrattuale delle operazioni di swap tra intermediari finanziari*, in *Bancaria*, 1993, 2, 49; G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 587.

³ I due profili, quello della interpretazione contrattuale e della meritevolezza degli interessi parrebbero inscindibili se si muove dall'idea per cui i singoli centri di interesse assurgono a componenti strutturali del rapporto giuridico e le singole situazioni giuridiche sono portatrici di interessi insuscettibili di essere valutati astrattamente e autonomamente: così V. DONATO, *La dottrina e la giurisprudenza italiana in tema di interpretazione evolutiva dei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 3, 1985, 666; P. PERLINGIERI, *Profili istituzionali del diritto civile*, Camerino-Napoli, 1979, 166 e 262. L'ampia letteratura su questi temi ne consente soltanto alcuni riferimenti per nulla esaustivi. In vario senso, si veda G. OPPO, *Profili dell'interpretazione oggettiva del negozio giuridico*, Bologna, 1943; C. GRASSETTI, *L'interpretazione del negozio giuridico*, Padova, 1983; F. CARRESI, *Dell'interpretazione del contratto*, in *Comm. Scialoja e Branca*, sub artt. 1362-1371, Bologna-Roma, 1992; V. PESCATORE, *L'interpretazione del contratto nella dottrina italiana*, a cura di N. IRTI, Padova, 2000. Tra gli scritti più recenti v. perlomeno A. GENTILI, *Senso e consenso. Storia, teoria e tecnica dell'interpretazione dei contratti*, Torino, 2015; M. GRONDONA, *Ermeneutica del diritto dispositivo e interpretazione del contratto*, in *Studium iuris*, 2015, 1, 33 ss.; M. ORLANDI (a cura di), *Del significare. Saggi sulla interpretazione giuridica*, Torino, 2020; R. CALVO, *Interpretazione del contratto*, Bologna, 2021; M. PENNASILICO, *Contratto e interpretazione. Lineamenti di ermeneutica contrattuale*, Torino, 2021. Per una disamina attenta alla struttura del contratto in ragione degli interessi concreti degli stipulanti v. E. NAVARRETTA, *La causa e le prestazioni isolate*, Milano, 2000.



l'indicazione del valore dello *swap* al momento della negoziazione (c.d. *Mark to market* o Mtm), della metodologia di calcolo e degli scenari probabilistici sull'andamento dei tassi di interesse, escludendo quindi che tali elementi costituissero oggetto ovvero causa del contratto; *b*) escluso, per le stesse ragioni, la nullità della causa concreta⁴ e, quindi, della "irrazionalità" della scommessa e della mancata correlazione tra strumento finanziario e mutuo sottostante; *c*) escluso l'inadempimento degli obblighi informativi da parte degli istituti di credito⁵.

Con la prima Ordinanza, la Corte ha accolto il ricorso aderendo ai principi resi dalle note Sezioni unite del 2020 in base ai quali, per la validità di un IRS, è necessario accertare la presenza di un accordo tra intermediario e cliente sulla misura qualitativa e quantitativa dall'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti e oggettivamente condivisi e, quindi, sull'indicazione del Mtm e degli scenari probabilistici in considerazione dei costi impliciti⁶.

Con la seconda Ordinanza, la Corte ha, al contrario, rigettato il gravame sul presupposto che il minor grado di complessità del derivato negasse rilevanza alla mancata informazione sugli scenari probabilistici (utili ai fini della più corretta rappresentazione del rischio assunto); e che, in ogni caso, le informazioni taciute erano pacificamente reperibili, giacché di largo impiego nella prassi bancaria e finanziaria⁷.

Sebbene dichiarino apertamente di aderire ai principi espressi dalle menzionate Sezioni unite, le due Ordinanze hanno preferito argomentazioni, e promosso conclusioni, in parte differenti da quelle che l'adesione a quei principi avrebbe, in verità, suggerito.

⁴ Sugli impieghi in giurisprudenza della causa in concreto v., diffusamente, F. ROSSI, *La teoria della causa concreta e il suo esplicito riconoscimento da parte della Suprema Corte*, in *Rass. dir. civ.*, 2008, 2, 569-578; A. FEDERICO, *L'uso giurisprudenziale della causa concreta*, in O. CLARIZIA, A. FACHECHI, A. LEPORE, *La giurisprudenza del foro napoletano e gli ordinamenti nazionali ed europei in tema di obbligazioni e contratti*, Napoli, 2015, 25 ss.; G. VETTORI, *Norme, dogmatica e sentenze: quid iuris?*, *Pers. merc.*, 2017, 2, 73 ss.; G. LENER, *Il nuovo «corso» giurisprudenziale della meritevolezza degli interessi*, in *Foro it.*, 2018, 5, 221 s.; C. SCOGNAMIGLIO, *La causa concreta: una proposta dottrinale di successo*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 3, 588-605; F. SBORDONE, *Illiceità e immeritevolezza della causa nel recente orientamento della Cassazione*, in *Rass. dir. civ.*, 2001, 3-4, 849; N. CIPRIANI, *Apunti sul giudizio di meritevolezza del contratto*, in *Riv. dir. priv.*, 2021, 4, 487 ss. E nel contesto che ci occupa v. I. MARTONE, *La clausola di doppia indicizzazione al vaglio della meritevolezza nel composito mosaico della finanza derivata*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, 4, 1523.

⁵ In particolare, Cass., 3.2.2026, n. 2262 cit., cassa la pronuncia d'appello la quale ha dichiarato la validità del lodo arbitrale di rigetto della domanda di nullità di cinque contratti derivati, sul presupposto che la mancata indicazione del Mtm e degli scenari probabilistici, collocandosi fuori dall'area della causa del derivato, non incida sulla struttura del contratto.

⁶ Per alcuni commenti alla pronuncia delle Sezioni unite v. R. LENER, C. CIPRIANI, *I derivati, le Sezioni unite e l'Europa*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2021, 6, p. 768-786; S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, in *Riv. dir. banc.*, 3, 2020, 123; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in *dirittobancario.it*, giugno 2020; nella stessa rivista R. NATOLI, *Tutto ciò che è reale, se non è razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle Sezioni unite?* e F. SARTORI, *Contratti derivati e sezioni unite: tutela dell'efficienza e dell'integrità del mercato*.

⁷ Cass., 4.2.2026, n. 2358, cit.



È ben vero che l'arresto del 2020 ha offerto una ricostruzione dei profili strutturali e funzionali del contratto non proprio incontrovertibile, concedendo spazio a sistemazioni alternative. E tuttavia, non si può non osservare che le motivazioni rese dalle due Ordinanze espongono profili di intrinseca contraddittorietà, specialmente in ordine alla portata della c.d. alea razionale e ai doveri informativi dell'intermediario.

Le motivazioni dei pronunciati, quasi interamente coincidenti, giustificano, pertanto, una riflessione congiunta sull'(in)opportunità di ripensare le tradizionali categorie del contratto⁸ in un settore, qual è quello dell'intermediazione finanziaria che, forse a cagione della prassi del mercato dei derivati e della difficoltà per gli interpreti di qualificare i relativi contratti, rischia una discesa nell'autoreferenzialità in spregio dell'unitarietà del sistema ordinamentale⁹.

2. I casi e le questioni. La meritevolezza della scommessa razionale di swap e la trasparenza dell'alea per un cliente consapevole.

Al fine di verificare la tenuta dell'argomentazione seguita dalle Ordinanze, giova riassumerne i tratti essenziali.

Nel dichiarato intento di «sviluppare, precisare e puntualizzare le affermazioni contenute nella pronuncia delle Sezioni unite del 2020», la Corte ribadisce che ai fini della validità dell'IRS occorre verificare se si sia in presenza di un accordo tra intermediario e investitore sulla misura dell'alea, e che tale accordo non si possa limitare al Mtm ma debba investire altresì gli scenari probabilistici e i costi impliciti, specialmente nelle operazioni complicate da clausole *funzionalmente ambigue*¹⁰; secondo conclusioni certamente condivisibili.

Senonché, ricondotto l'IRS nell'alveo dei negozi aleatori - e segnatamente alle scommesse (legalmente autorizzate, e dunque) sottratte all'art. 1935 c.c. e alla regola della *soluti retentio* - la Corte ritiene che lo stesso debba essere assistito da un'alea razionale, intesa quale rischio assunto dal contraente in modo consapevole, per essere questi a conoscenza della misura del rischio e in grado di determinarsi alla conclusione del contratto.

La Corte «colloca sul versante della meritevolezza» l'indicazione del Mtm e degli scenari probabilistici, quali elementi che concorrono a rendere razionale l'alea, sì che l'indeterminatezza di tali elementi inciderebbe sulla causa in concreto, rendendo il contratto immeritevole per contrasto con il canone dell'ordine pubblico che non tollera scommesse aventi ad oggetto uno scambio di flussi «al buio»¹¹.

⁸ Sulla capacità della finanza derivata di condizionare e alterare la portata delle tradizionali categorie giuridiche, le quali, però, non possono arretrare rispetto al tentativo di fornire risposte alle questioni problematiche che tali contratti sollevano v. G. DE NOVA, *I contratti derivati come contratti alieni*, in *Riv dir. priv.*, 2009, 16.

⁹ P. PERLINGIERI, *Profili istituzionali*, cit., 17 ss.; ID., *Il diritto civile nella legalità costituzionale, secondo il sistema italo comunitario delle fonti*, t. II, Napoli, 2020, 333.

¹⁰ Cfr. E. ERRIGO, *Interest rate swap e categorie del contratto*, Milano, 2024, 127.

¹¹ Cass. 3.2.2026, n. 2262, cit., par. 3.1.6.; Cass., 4.2.2026, n. 2358, cit., par. 6.16.

Prosegue, tuttavia, affermando che, qualora la struttura del contratto sia semplice (IRS c.d. *plain vanilla*) l'alea sarebbe comunque razionale, anche qualora i criteri di determinazione del Mtm e degli scenari non siano indicati ma comunque desumibili dall'insieme delle previsioni contrattuali, giacché l'oggetto del contratto (inteso quale prestazione pecuniaria a cui le parti sono tenute) sarebbe comunque sufficientemente determinato¹².

Ritiene, infatti, che la rilevanza delle informazioni sulla misura del rischio sarebbe direttamente proporzionale alla complessità del contratto: e così se l'IRS sia *plain vanilla* (come nel caso di specie) non vi sarebbe bisogno di informazioni dettagliate, né con riferimento al Mtm né alla formula di sua determinazione, potendosi individuare tali elementi sulla base di regole diffuse nel mercato finanziario¹³: si da riconoscere, in definitiva, sufficiente una *deminutio* delle informazioni contrattuali ai fini della consapevolezza della misura dell'alea da parte del cliente.

Ad avviso della Corte, il dovere informativo non sarebbe identico per tutti i tipi di IRS ma variabile in ragione del grado di complessità del singolo contratto¹⁴: di guisa che, nei casi di ridotta complessità dell'operazione, l'indicazione del Mtm e degli scenari probabilistici non esigerebbe una «profonda analiticità».

Conclude affermando che soltanto a seguito del positivo giudizio di meritevolezza (condizionato dalla trasparenza dell'operazione e dalla consapevolezza del rischio assunto dall'investitore) si ponga il problema di valutare la validità del contratto, in relazione alla sussistenza dei requisiti di cui all'art. 1325 c.c.¹⁵: individuando nella causa la congruenza tra il regolamento negoziale adottato e la finalità (variabile) perseguita; e nell'oggetto, le obbligazioni reciproche di pagamento «determinate» nonostante la carenza degli elementi che consentano la comprensione del rischio assunto¹⁶.

3. Cenni sull'impiego pretorio del controllo di meritevolezza: questioni aperte e non risolte dalle Sezioni unite.

Le questioni affrontate si inseriscono nel solco della tradizione, la quale ha ampiamente adoperato il giudizio di meritevolezza al fine di vagliare la validità del contratto di *swap*¹⁷.

¹² Cass., 3.2.2026, n. 2262, cit., par. 3.1.11.

¹³ Cass., 3.2.20206, n. 2262, cit., par. 3.1.11; Cass., 4.2.2026, n. 2358, cit., par. 6.31.

¹⁴ Cass., 4.2.2026, n. 2358, par. 6.27.

¹⁵ Cass., 3.2.2026, n. 2262, cit., par. 3.1.6.; Cass., 4.2.2026, n. 2358, par. 6.16.

¹⁶ Sostiene la Corte che la nullità di un IRS per indeterminabilità dell'oggetto potrebbe configurarsi soltanto quando manchino uno o più elementi necessari per l'individuazione del contenuto delle reciproche prestazioni, ma non quando difettano altri elementi finalizzati a consentire alle parti una più esatta comprensione del rischio assunto: Cass., 3.2.2026, n. 2262, cit., par. 3.1.7.

¹⁷ Talora è stato ritenuto immeritevole lo *swap* costruito in modo tale da renderlo inidoneo rispetto al conseguimento della funzione di protezione, sì da predicare un difetto della causa in concreto: Trib. Monza, 17.7.2012, in *DeJure*. In altre occasioni, l'immeritevolezza ha trovato giustificazione nell'unilateralità dell'alea la quale, facendo gravare l'intero rischio soltanto sul cliente, impatta sulla meritevolezza della causa che lo sorregge: Trib. Brindisi, 8.7.2008; Trib. Salerno, 2.5.2013; Trib. Ravenna, 7.9.2011 tutte in *Il caso.it*. In generale



In questo ambito, superato il “dogma” della immeritevolezza dei derivati speculativi¹⁸, gli indirizzi pretori consegnano ricostruzioni variegiate del profilo strutturale del contratto.

Tra queste, quella più diffusa (che ha condizionato in modo pressoché costante il contenzioso, ed infine suggellata dalle citate Sezioni unite), ha decretato la nullità (appunto per immeritevolezza degli interessi) dell'IRS ogniquale volta il programma dei flussi finanziari costruito dall'intermediario non rispecchi l'interesse del cliente (art. 21 TUF).

L'immeritevolezza del contratto è, in questa prospettiva, derivante dall'impossibilità di calcolare l'alea, a causa dell'omessa enunciazione, nel testo negoziale, degli elementi costitutivi del rischio.

L'orientamento riflette una nota intuizione, la quale esige la necessaria *disclosure* degli elementi che definiscono quantità e qualità dell'alea, calcolata secondo criteri riconosciuti e condivisibili (misura del *Mark to market*, in ordine ai possibili scenari probabilistici e in considerazione di eventuali costi impliciti)¹⁹ intesa alla stregua di requisito di validità del contratto connotato come «scommessa razionale»²⁰ legalmente autorizzata ex art. 1935 c.c.

sull'impiego del giudizio di meritevolezza degli interessi nello *swap* v. Trib. Milano, 24.11.1993 e 26.5.1994. In senso contrario Trib. Milano, 20.2.1997; Trib. Torino, 10.4.1998 e Trib. Torino, 27.1.2000, tutte reperibili in *onelegale*. Per una efficace ricognizione dell'evoluzione giurisprudenziale v. G. SARDO, *Natura e causa del contratto di interest rate swap*, in *Corr. giur.*, 1, 2015, 30 s. e di recente M. LI POMI, *Giudizio di meritevolezza e derivati finanziari*, Napoli, 2025.

¹⁸ Cfr. da ultimo Cass., 6.9.2021, n. 24014, in *Dejure online*.

¹⁹ Cfr. App. Milano, 30.9.2013, n. 3459, anche in *Contratti*, 2014, 3, 213, con nota di M. INDOLFI, *Recenti evoluzioni dell'aleatorietà convenzionale: i contratti derivati OTC come scommesse razionali*, ove si è dichiarata la nullità di IRS stipulati a fini di copertura per la mancanza dell'accordo sulla quantità e qualità dell'alea oggetto dei contatti. Conf. App. Bologna, sez. III, 11.3.2014, n. 734, con nota di D. MAFFEIS, *Swap: anche la Corte d'Appello di Bologna aderisce all'indirizzo della Corte d'Appello di Milano sulla rilevanza decisiva dell'indicazione, al momento della conclusione dello swap, del mark to market*, in *Riv. dir. banc.*, 2014 e Trib. Milano, 28.1.2014, n. 798, con nota di ID., *Swap: il Tribunale di Milano statuisce che la causa del contratto risiede nello scambio dei flussi e che il contratto di swap è invalido anche se difetta del tutto la bilateralità dell'alea, cioè se l'alea è tutta, e soltanto, a carico dell'investitore*, in *Riv. dir. banc.*, 2014.

²⁰ L'elaborazione dell'alea razionale si deve, dapprima, al Quaderno di finanza n. 63 Consob sugli approcci quantitativi per la trasparenza dei prodotti d'investimento *non equity* e, di poi, alla ricostruzione di D. MAFFEIS, *La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, 3-4 a cui è seguito App. Milano, 18.9.2013, n. 3459, cit., poi consolidatosi in, *ex multis*, App. Milano, 13.2.2014; App. Bologna, 11.3.2014; Trib. Milano, 16.6.2015; App. Torino, 22.4.2016. Tale lettura del fenomeno, sottolineando la rilevanza funzionale dell'alea nei derivati *OTC*, individua la causa astrattamente tipizzante nella pura aleatorietà e presuppone una specifica connotazione soggettiva del rapporto negoziale, ovvero che il derivato sia concluso fra investitore ed intermediario e che quest'ultimo agisca non esclusivamente per conto del cliente, quale suo consulente e gestore, ma anche quale controparte negoziale, ovvero quale portatore di un proprio contro interesse a costruire un prodotto che possa risultare per sé vantaggioso; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in ID. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 3 ss. e ID., *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata*, in *Riv. dir. civ.*, 2016, 4, 1096 ss.

In questa prospettiva, posto che le *funzioni* del derivato sarebbero relegate a *motivi* psicologici dell'investitore, come tali irrilevanti²¹, il criterio di giudizio sulla validità dei contratti dipende, essenzialmente, dalla consapevolezza dei contraenti in ordine alla distribuzione qualitativa e quantitativa dell'alea, la quale assurge ad elemento essenziale dell'accordo²².

Sì che, soltanto un'alea misurabile e "trasparente" attribuirebbe all'operazione quella razionalità che *autorizza* la scommessa finanziaria. Diversamente, lo *swap* sarebbe nullo giacché l'operazione convertirebbe una cieca scommessa²³, esclusa dalla tutela di cui agli artt. 1 e 21 TUF.

Nel tentativo di tracciare le linee essenziali di una sorta di teoria generale dello *swap*²⁴, le citate Sezioni unite ne hanno proposto una qualificazione come «scommessa finanziaria differenziale»²⁵ a causa variabile²⁶ ammettendone la finalità ora di copertura ora speculativa, la cui meritevolezza dipenderebbe, appunto, dalla razionalità dell'alea.

È stato così sancito un collegamento funzionale tra i parametri di calcolo (che forniscono la misura razionale dell'alea) e la gestione del rischio; sì che l'assenza di tali parametri renderebbe irrazionale l'operazione, illecita la causa e, dunque, nullo il contratto.

²¹ Rilevanti, secondo tale ricostruzione, sotto il profilo della regola di condotta a carico dell'intermediario: D. MAFFEIS, *La scommessa razionale di swap e lo scopo di copertura*, in *Per. merc.*, 2022, 191.

²² Per la validità del contratto in virtù dell'accordo sulla misura dell'alea v. Cass., 10.8.2022, n. 24654, in *Giust. civ. Mass.*, 2022.

²³ Assai critica rispetto alla tesi menzionata appare la prospettiva di chi intravede in siffatta ricostruzione una sovrapposizione tra il controllo procedimentale sulla formazione del consenso e il controllo causale che deriverebbe dalla incalcolabilità dell'alea: M. BARCELLONA, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Torino, 2015, 503.

²⁴ Sebbene le Sezioni unite siano state sollecitate da orientamenti contrastanti in tema di qualificazione della clausola *upfront* e rinegoziazione del contratto derivato stipulato da Enti locali (per un commento alla ordinanza di rimessione sia consentito rinviare a E. ERRIGO, *La clausola upfront nella rimodulazione del contratto di interest rate swap. Funzioni, disfunzioni e possibili soluzioni*, in *Giustiziavivibile.com*, 2020), la pronuncia ha indubbiamente condizionato il successivo contenzioso anche su aspetti in parte differenti da quelli specificatamente trattati: U. PATRONI GRIFFI, *Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 1, 2021, 60. Tant'è che l'orientamento immediatamente successivo (spec. Cass., 29.7.2021, n. 21830 richiamata da ultimo da App. Milano, 25.2.2026, N.R.G. 450/2025 e 473/2025, inedita) ha esteso il principio di diritto anche ai soggetti privati. Per il testo di quest'ultima pronuncia e i primi commenti v. *Nuova giur. civ. comm.*, 2, 2022 con note di M. ROSSI, *Swap (di copertura) con soggetti privati, alea razionale e nullità: le insoddisfazioni del "mezzo giurista"*, 274; M. BARCELLONA, *La Cassazione e i derivati: tra pessime argomentazioni e condivisibili soluzioni*, 451 ss.; A.A. DOLMETTA, L.S. LENTINI, *Tra «prestazione» e «valore» del mark to market: a margine del derivato prodotto d'impresa*, 462 ss.; A.M. GAROFALO, *Un anno dopo le Sezioni Unite*, 472 ss.; S. PAGLIANTINI, *Irs e nullità: divagazioni su di un diritto "terribile" da trasformare in "mite"*, 484 ss.

²⁵ Cass., Sez. un., 125.2020, n. 8770, cit., § 6.7.

²⁶ In dottrina U. MINNECI, *L'operatività in Irs: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in D. MAFFEIS (a cura di) *Swap tra banche e clienti*, cit., 155 e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, cit., *passim*.



Siffatta ricostruzione ha, però, suscitato talune incertezze²⁷, esaltate da ulteriori e successivi arresti, i quali sembrano aver oggi stimolato, nelle due Ordinanze, conclusioni in parte differenti da quelle fatte proprie dalle Sezioni unite²⁸.

E tuttavia, a fondamento di tali diverse conclusioni, le due Pronunce hanno seguito ragionamenti che mostrano anch'essi profili di debolezza²⁹, connessi, in primo luogo, al requisito della razionalità dell'alea condizionante la meritevolezza del contratto; e, al contempo, al contenuto dei doveri informativi dell'istituto di credito relativamente alla misura del *Mark to market* e degli scenari probabilistici, capaci di misurare l'alea assunta dalle parti.

4. Perplexità e contraddizioni nelle recenti Ordinanze: la razionalità dell'alea quale presupposto di meritevolezza dell'IRS; l'incerta sistemazione degli elementi essenziali del contratto; la (ir)rilevanza dei doveri informativi.

Del ragionamento consumato stupisce, innanzitutto, l'idea che la meritevolezza degli interessi sia strumento di giudizio del contratto temporalmente e logicamente disgiunto rispetto alla verifica degli elementi essenziali, tra cui soprattutto la causa³⁰.

Prima da evidenziare è, infatti, l'affermazione per cui l'indicazione di Mtm e scenari probabilistici (misura dell'alea razionale) si collochi sul ver-

²⁷ *Ex multis v. S. PAGLIANTINI, Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della PA?) ed il paradosso di San Pietroburgo*, cit., 128; A. TUCCI, *I contratti derivati degli enti locali dopo le Sezioni unite*, in *Giur. it.*, 11, 2020, 2387; M. MAGGIOLO, *Nullità irrazionale e conversione del derivato nullo*, in *Nuovo dir. civ.*, 2021, 193.

²⁸ Per la verità neppure hanno convinto le successive decisioni rese, sia in ossequio al *dictum* delle Sezioni unite che in disaccordo con esso, con riferimento ai derivati stipulati da soggetti privati: cfr. Cass., 29.7.2021, n. 21830, cit.; Cass., 6.9.2021, n. 24014; Cass., 16.3.2022, n. 8603, in *onelegale*. In particolare, da una parte v'è chi ha negato che per la validità del contratto debba farsi riferimento alla convenienza o alla aleatorietà (Cass., Sez. un., 23.2.2023, n. 5657 in *Foro it.*, 2023, 4, I, c. 1070 e Cass., 18.10.2023, n. 28998 in *Dejure online*); dall'altra, grande incertezza ha suscitato la sistemazione degli elementi dell'alea misurabile ricondotti ora all'oggetto del contratto (Cass., 29.7.2021, n. 21830, cit., in dottrina e in vario senso M. ROSSI, *Swap (di copertura) con soggetti privati, alea razionale e nullità*, cit., *passim* e S. PAGLIANTINI, *Irs e nullità: divagazioni*, cit., 487; Cass., 8.1.2025, n. 417, reperibile in *dirittobancario.it*); ora all'accordo (Cass. 17.2.2025, n. 4076 in *Giust. civ. mass.* 2025), ora alla causa (Cass., 10.8.2022, n. 24654 in *Dejure online*).

²⁹ Lo rilevano, di recente, anche A. TUCCI, *Interest rate swap: le scommesse razionali e il cappello di Susanna*, cit., 1035 s. e A. DALMARTELLO, *Alea razionale (trasparenza sul rischio) e interest rate swap di copertura*, cit., 1039 s.

³⁰ Qualsiasi atto di autonomia, infatti, non può avere valore in sé, ma soltanto se e in quanto risponda ad un interesse meritevole di tutela, da apprezzarsi caso per caso in relazione ai singoli rapporti, al loro oggetto, al soggetto titolare delle situazioni giuridiche e all'ambiente nel quale si svolgono: P. PERLINGIERI, *Profili istituzionali*, cit., 70. Per questa ragione, l'attenzione va riservata agli aspetti teleologici e assiologici degli atti di autonomia, nella loro meritevolezza secondo l'ordinamento giuridico: ID., *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., 337. Pertanto, determinante è la preliminare analisi dei fondamenti, dei poteri e dei limiti dell'autonomia negoziale la quale può essere meritevole di tutela soltanto se risponde non soltanto ai principi presenti a livello ordinario ma a quelli gerarchicamente superiori che operano nel sistema italo-comunitario delle fonti.

sante della meritevolezza (secondo la Corte da accertare *ex ante* rispetto agli elementi essenziali) salvo poi ritenere che la meritevolezza sia connessa alla valutazione della causa in concreto del negozio, “variabile” in funzione degli interessi perseguiti.

Ammesso e non concesso che la meritevolezza sia riconducibile, al contempo, alla misura del rischio e alla causa in concreto, tale assunto parrebbe smentito alla luce delle successive argomentazioni seguite nelle Ordinanze.

Ed invero, per la Corte, gli scenari probabilistici avrebbero una valenza soggettiva connessa alla consapevolezza – appunto - soggettiva del cliente circa la misura dell’alea³¹, dalla quale discenderebbe l’irrelevanza di tali elementi nei derivati c.d. semplici, i quali sarebbero meritevoli anche in assenza della misura del rischio, potendo in tali casi il cliente reperire “altrove” le relative informazioni, sulla base del principio di autoresponsabilità³².

Così facendo la Corte sovrappone, però, il requisito (a suo dire di meritevolezza) dell’alea razionale ai doveri informativi in capo alla banca, ritenendo che l’inadempimento di tali doveri incida sulla validità del contratto soltanto negli schemi negoziali maggiormente complessi.

A voler ragionare come fa la Corte ne deriverebbe una soltanto delle due possibili alternative: o la razionalità dell’alea (quale misura del rischio assunto dal contraente consapevole) è un requisito essenziale capace di condizionare, dapprima, il giudizio di liceità dell’operazione e, di poi, la meritevolezza di tutti i contratti (ma, in tal caso, a meno di voler teorizzare un elemento essenziale ultroneo rispetto a quelli conchiusi nell’art. 1325 c.c., occorrerebbe verificare in quale elemento strutturale - se causa, oggetto oppure accordo - collocare correttamente la misurabilità del rischio); oppure la razionalità dell’alea sta fuori dalla struttura del contratto giacché investe essenzialmente il contenuto dei doveri informativi posti in capo all’intermediario, esclusi o mitigati qualora il derivato sia semplice.

Sennonché, la rilevanza delle informazioni sulla struttura è dalla stessa Corte rimarcata, là dove precisa che il contenuto di tali doveri informativi non possa essere identico per tutti i tipi di IRS ma debba variare in funzione del grado di complessità del singolo contratto e delle variabilità che ne condizionano l’esecuzione.

Se questo è vero, non può esserlo però l’irragionevole e successiva affermazione a tenor della quale anche nei derivati complicati da clausole *floor*, *cap*, o *upfront*, l’individuazione dell’oggetto dell’operazione non possa in alcun modo condurre all’affermazione della necessità di inserire elementi valutativi probabilistici e matematico-finanziari eccessivamente dettagliati, giacché «un coacervo di informazioni complesse renderebbe difficile per il cliente comprendere la mole di informazioni fornite, sì da negare l’esistenza di un’alea razionale», e dunque, la presenza di «informazioni ipertrofiche allontanerebbe dal giudizio di meritevolezza essendo le medesime controproducenti»³³.

³¹ Rendendo elastico e soggettivo un requisito della struttura: così A. DALMARTELLO, *op. cit.*, 1041.

³² Cass., 3.2.2026, n. 2262, cit., par. 3.1.6; Cass., 4.2.2026, n. 2358, cit., par. 6.14 e 6.28.

³³ Cass., 3.2.2026, n. 2262, par. 3.1.11 ove il virgolettato.



Parrebbe, allora, che nei derivati semplici l'indeterminatezza della misura del rischio non sarebbe capace di rilevare né sul piano delle condotte, né su quello della validità del rapporto³⁴, poiché in tali casi la meritevolezza sarebbe connessa alla consapevolezza del cliente sulla misura del rischio le cui informazioni sarebbero reperibili "altrove"³⁵.

Nei derivati complessi, invece, l'indeterminatezza della misura del rischio inciderebbe sulla struttura - ma non già sui doveri informativi - soltanto se il cliente non riesca a cogliere, dalla pattuizione, le sole indicazioni indispensabili alla realizzazione del suo interesse concreto³⁶.

La Corte propone, insomma, una soluzione che complica oltremodo la sistemazione fisiologica e patologica del rapporto restituendo un assetto ambiguo degli elementi essenziali del contratto e svilendo il controllo di conformità del negozio all'ordinamento.

Essa, infatti, pretende di esprimere un giudizio di meritevolezza *a priori* di una categoria contrattuale (l'IRS *plain vanilla*) a prescindere dal grado di informazione sulla misura dell'alea, là dove tale giudizio non possa che condursi caso per caso, rispetto alle singole operazioni economiche, espressione di un diverso assetto di interessi e di una diversa *costruzione* del regolamento, dalle quali evidentemente dipende il giudizio di meritevolezza³⁷.

5. Critica alla sussunzione della vicenda negoziale nell'alveo della scommessa e valorizzazione delle funzioni in concreto perseguite. Il fisiologico conflitto di interessi tra intermediario e cliente.

³⁴ V. perlomeno G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013, 9.

³⁵ Ritiene la precisazione sibillina, A. TUCCI, *op. cit.*, 1035.

³⁶ In tali casi, dunque, la meritevolezza si apprezzerrebbe in ragione della sola indicazione di elementi indispensabili allo scopo e senza che vengano in rilievo gli obblighi informativi: così Cass. 3.2.2026, n. 2262, cit.

³⁷ Sul presupposto che la portata dell'art. 1322 c.c. non possa esaurirsi nel giudizio di liceità, il controllo di meritevolezza, inteso come canone di giudizio di interessi e funzioni cui tendono necessariamente gli atti di autonomia — rispondenti non soltanto ai principi presenti a livello ordinario, ma a quelli gerarchicamente superiori che operano nel sistema italo-comunitario delle fonti — si rende sempre indispensabile, da parte del giudice, attese le particolarità della fattispecie, capaci di incidere sulla funzione e sull'interesse contrattuale, non potendosi assumere come postulato il dogma dell'autonomia privata, che «non è un valore in sé»: cfr. P. PERLINGIERI, *op. cit.*, 346. Per un inquadramento, anche a fini peculiari, sul canone in commento v. G. PERLINGIERI, *Il controllo di «meritevolezza» degli atti di destinazione ex art. 2645-ter c.c.*, in *Foro nap.*, 2014, 54 ss. Estende la valutazione di meritevolezza a tutti i contratti, tipici e atipici, salvaguardandone l'autonomia concettuale dal controllo di liceità S. POLIDORI, *Il controllo di meritevolezza sugli atti di autonomia negoziale. Spunti ricostruttivi, profili applicativi*, in *Annali Società italiana degli studiosi del diritto civile*, 2017, 1, 173 s. In argomento M. GAZZARA, *Considerazioni in tema di contratto atipico, giudizio di meritevolezza e norme imperative*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 1, 5; F. DI MARZIO, *Appunti sul contratto immeritevole*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 2, 305 ss.; E. MINERVINI, *Profili di meritevolezza del contratto*, cit., *passim*. Per una applicazione nel contesto dell'intermediazione finanziaria v. I. MARTONE, *La clausola di doppia indicizzazione*, cit., 1523 e M.R. NUCCIO, *Finanza derivata e meritevolezza*, cit., 954 e, in particolare, per la relatività del giudizio di meritevolezza rispetto alle operazioni puramente speculative v. E. ERRIGO, *Interest rate swap*, cit., 86.

Nel tentativo di offrire una ricostruzione più aderente al sistema è essenziale, innanzitutto, procedere ad una qualificazione del contratto tramite tutti gli elementi che compongono il regolamento - capaci di incidere sul rapporto³⁸ secondo i tradizionali canoni eletti alla distinzione dei tramandati concetti della causa, dell'accordo e dell'oggetto³⁹ - e senza trascurare il contesto della negoziazione, la qualità dei contraenti e gli interessi che l'operazione contrattuale è diretta a soddisfare⁴⁰.

In forza dell'IRS le parti convengono in ordine ad un criterio di calcolo delle future attribuzioni, tramite l'individuazione di un differenziale tra due valori dipendenti dall'applicazione di due tassi di interesse differenti allo stesso capitale: tal sì da determinare, alla scadenza, una sola obbligazione per compensazione, di una parte nei confronti dell'altra⁴¹. Siffatto sunteggiato programma negoziale assolve generalmente la funzione di copertura dal rischio di aumento del tasso di interesse (applicato al mutuo sottostante al derivato) ma non esclude la eventuale funzione di speculare sull'andamento dell'indice finanziario.

Ciò, consente, innanzitutto, di escludere che sussista un qualche «scambio di flussi finanziari», come invece affermato dalle Sezioni unite e ribadito dalle due Ordinanze, che peraltro parrebbe mettere in dubbio persino la riconduzione del contratto alla categoria dei contratti aleatori⁴² che invece nelle medesime pronunce costituisce la premessa del ragionamento.

Ed invero, l'oggetto del contratto è il criterio di calcolo utile ad organizzare le prestazioni future⁴³; ad incidere sul consenso è, invece, l'incertezza

³⁸ La ricerca dell'«ordinamento del caso concreto» passa, del resto, per la completezza del regolamento: V. DONATO, *La dottrina e la giurisprudenza italiana*, cit., 650.

³⁹ In tal guisa, la ragione pratica del contratto, quale fondamento della sua rilevanza giuridica deve essere tenuta distinta sia dal contenuto sostanziale programmato dalle stesse (*id est*, l'oggetto: C.M. BIANCA, *Il contratto*, Milano, 1987, rist. 2000, 320 - 448 s.) sia dal programma negoziale sul quale si è formato il reciproco consenso delle parti: V. ROPPO, *Contratto. Formazione del contratto, Diritto civile*, in *Enc. giur. Treccani*, IX; G.B. FERRI, *Considerazioni in tema di formazione del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, I, 187. Sul problema della configurabilità dell'accordo quale categoria generale di atto giuridico M. TRIMARCHI, *Accordo*, in *Enc. dir.*, I, 297.

⁴⁰ In linea con l'idea per cui interpretazione e qualificazione non costituiscano due momenti logici e cronologici distinti ma confluiscono in un unitario procedimento ermeneutico in senso ampio (P. PERLINGIERI, *Interpretazione e qualificazione: profili dell'individuazione normativa*, in *Dir. giur.*, 1975, 826), sottolinea la necessità che tale procedimento venga condotto per il tramite di un'analisi funzionale oltre che strutturale V. DONATO, *op. cit.*, 646.

⁴¹ E. GIRINO, *I contratti derivati*, II ed., Milano, 2010, 109 ss. Per la giurisprudenza impegnata nel tentativo di descrivere il fenomeno cfr. soprattutto Cass., 6.4.2001, n. 2185, in *Foro it.*, 2001, I, c. 2187 e C. Cost., 18.2.2010, n. 52, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, 11.

⁴² Risalente dottrina ha tentato di predicare, per i contratti aleatori, al pari di quelli commutativi, la riconduzione ai contratti di scambio, sul presupposto che la funzione del contratto sia lo scambio dei rischi: A. BOSELLI, *Rischio, alea e alea normale del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1948, 780 ss. La tesi sembra essere superata dalla considerazione per cui altro è la prestazione, altro il rischio: R. SCOGNAMIGLIO, *Risoluzione del contratto di rendita vitalizia per svalutazione monetaria*, in *Foro pad.*, 1951, III, 151; A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, 65.

⁴³ L'oggetto è il «valore» rappresentato dal contratto medesimo o, meglio, dal criterio di calcolo sul quale le parti si accordano che non spiega alcun effetto di attribuzione, ma solo un effetto compensativo. In questo senso il contratto è oggetto di sé stesso: P. FERRO-

dell'evento dedotto nel rapporto (*id est*, l'oscillazione dei tassi, il rischio), il quale condiziona la determinazione dell'*an* e del *quantum* della (unica) prestazione dovuta e, per questo, è attratto nel regolamento alla stregua di necessario completamento dell'oggetto complessivo dell'operazione negoziale⁴⁴.

La sistemazione dell'oggetto impatta, all'evidenza, sul profilo funzionale nella misura in cui nell'IRS l'alea assume rilevanza causale⁴⁵, al pari che nei classici contratti aleatori⁴⁶.

Sì che, a condizionare il fondamento dell'operazione è, innanzitutto, l'esistenza del rischio, giacché in sua assenza la stessa sarebbe priva di *giustificazione*⁴⁷.

LUZZI, *Attività e prodotti finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 13 e R. DI RAIMO, *Dopo le Sezioni Unite: ancora sulla qualificazione e sulla disciplina degli interest rate swap*, in *Nuovo dir. civ.*, 1, 2021, 228.

⁴⁴ F. VITELLI, *Contratti derivati e tutela dell'acquirente*, Torino, 2013, 239.

⁴⁵ Sulla nozione di alea e l'agire a proprio rischio v., perlomeno, R. NICOLÒ, voce «Alea», in *Enc. dir.*, I, Milano, 1958, 1024 e G. SCALFI, *Considerazione sui contratti aleatori*, in *Riv. dir. civ.*, 1960, 135 s. La discussione giuridica sull'alea si inserisce nel solco tracciato dalla distinzione tra alea normale e alea giuridica, ove l'«alea normale» del contratto è intesa alla stregua di criterio qualitativo oltre il quale l'aggravio comporta una deviazione della funzione e rileva come limite di consapevolezza e di rischio assunto: M. ZACCHEO, *Risoluzione e revisione*, Milano, 2000, 259. L'alea giuridica, invece, dipende dal regolamento contrattuale e, specialmente, dal nesso tra l'entità della prestazione e il verificarsi di un evento. Cfr. F. MACARIO, *Adeguamento e rinegoziazione nei contratti a lungo termine*, Napoli, 1996, 240, sui limiti della convenzionale misura dell'alea. Sulla rilevanza causale dell'alea v. E. GABRIELLI, *Alea e rischio nel contratto*, Napoli, 1997; V. FERRARI, *Il problema dell'alea contrattuale*, Napoli, 2001. In tema di alea come elemento essenziale del contratto C. BOTTA, *Alea e causa del contratto di mantenimento*, in *Notariato*, 1999, 3, 220. In argomento G. PERLINGIERI, *In tema di tipicità e atipicità dei negozi: i c.dd. «vitalizi impropri»*, in *Studi senesi*, 2020, 1, 141 ss. ove si affronta l'inquadramento dei vitalizi impropri nella distinzione tra contratti tipici e atipici e ove, muovendo dalla aleatorietà necessaria della resa vitale si pone l'accento sul necessario controllo di meritevolezza degli interessi delle parti. V. anche ID., *La scelta della disciplina applicabile ai c.dd. «vitalizi impropri». Riflessioni in tema di aleatorietà della rendita vitalizia e di tipicità e atipicità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2015, 529 s. Nella stessa linea argomentativa sembra porsi la prospettiva di chi impiega, tra gli altri, il concetto di aleatorietà come parametro contrattuale che concorre al giudizio di meritevolezza: E. MINERVINI, *Profili di meritevolezza del contratto*, in *Giur. it.*, 2023, 8-9, 1795 ss. Sull'idoneità dell'alea a condizionare i concreti interessi contrattuali v. anche T. ROSSI, *La funzione dell'alea alla luce della causa concreta nei vitalizi alimentari*, in *Riv. giur. Mol. Sannio*, 2016, 3, 20 ss.

⁴⁶ T. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1958, I, 435 e spec. 439, secondo il quale, l'alea, che qualifica morfologicamente il contratto, concerne la verifica di un evento che sfugge al controllo delle parti e, soprattutto che le prestazioni delle parti sono determinate nella misura e in funzione di un evento futuro e incerto, definito nel contratto e considerato indipendente dal comportamento delle parti.

⁴⁷ Nei contratti aleatori, dei quali probabilmente il contratto di assicurazione esprime il paradigma più significativo [R. CALVO, *Il contratto di assicurazione (Fattispecie ed effetti)*, in *Trattato della responsabilità civile*, diretto da Franzoni, Milano, 2012, 32 ss.], la ricostruzione della disciplina è affidata in misura assai significativa alla diretta incidenza dell'ordine pubblico economico (F. DELFINI, *Causa ed autonomia privata nella giurisprudenza di legittimità e di merito: dai contratti di viaggio ai derivati su rischio di credito*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 6, 1365) e dei principi che concorrono a definirlo, tra i quali si annoverano quello indennitario, di collaborazione e di necessaria esistenza del rischio capace di travolgere la validità delle operazioni connotate dalla sua assenza: così G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, XXXVI, t.1, Milano, 1973, 68. Per un

Tale qualificazione ratifica la tenuta degli indirizzi pretori in ordine alla soluzione del problema dell'alea unilaterale nell'ambito della intermediazione finanziaria e della necessità che, da un punto di vista qualitativo, soltanto l'alea reciproca e bilaterale è capace di giustificare l'attribuzione patrimoniale⁴⁸.

La riconduzione ai contratti aleatori non giustifica, però, l'assimilazione dell'IRS alla scommessa, ancorché razionale, come affermato (ancora una volta) dalla Corte. Sebbene, infatti, tratti di prossimità tra scommessa e contratti di borsa siano stati colti da risalenti costruzioni pretorie e dottrinali relative ai contratti differenziali⁴⁹, il tentativo di sussumere la concreta vicenda finanziaria entro le maglie di uno schema aleatorio che condivide uno soltanto degli elementi essenziali, quali l'oggettivazione del rischio, non ap-

approfondimento sulle principali figure ascrivibili nell'alveo delle assicurazioni, con una particolare attenzione ai contratti della finanza, M. FRANZONI, *Diritto delle assicurazioni*, Bologna, 2016, 336. Sull'efficacia diretta dei principi nei rapporti interindividuali, derivante dal rifiuto di una concezione esclusivamente limitativa della norma costituzionale, rivolta soltanto al legislatore e avente esclusivamente rilevanza interpretativa, ampiamente: P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo comunitario delle fonti*, t. II, cit., 195 ss.

⁴⁸ Sul tema U. SALANITRO, *Contratti onerosi con prestazione incerta*, Milano, 2005, 155 ss. La predisposizione di un regolamento capace di conformare in direzione soltanto unilaterale il rischio contrattuale, si da condurre la banca a non corrispondere mai alcunché alla sua controparte, determina una nullità del contratto per difetto di causa: Trib. Brindisi, 8.7.2008, n. 489, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, II, 353 ss. e Trib. Salerno, 12.4.2007, in *Giur. it.*, 2008, 134 ss. In presenza di alea unilaterale, la causa del contratto è illecita (art. 1343 c.c. e 1418 comma 2 c.c.) fin dalle ricostruzioni risalenti a Cass., 18.2.1983, n. 1224. In dottrina: U. BRECCIA, *Causa e "consideration"*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2007, 575 ss.; M. ROSSETTI, *Delimitazione del rischio assicurato e causa contrattuale*, in *Giust. civ.*, 2011, I, 200 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Il contratto di rete: il problema della causa*, in *Contratti*, 2009, 961 ss.; G. SICCHIERO, *Mancanza di causa, nullità e qualificazione del contratto*, in *Giur. it.*, 2011, 2044 ss. F. DELFINI, *Causa ed autonomia privata nella giurisprudenza di legittimità e di merito*, cit., 1355 ss. L'affermazione si è consolidata specialmente con riferimento alle note vicende delle operazioni c.dd. *For you* e *My Way*, le quali, a fronte di un finanziamento, vincolavano il cliente ad acquistare strumenti finanziari emessi dal medesimo istituto di credito finanziante con una intrinseca situazione di incertezza a carico del solo risparmiatore circa la redditività dell'investimento rispetto alle spese sostenute: Trib. Napoli, 22.1.2013, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, II, 55. In dottrina V. VELLUZZI, «4 you»: c'è «spazio» per il contratto immeritevole di tutela?. Nota a Trib. Brindisi, 21.6.2005, in *Contratti*, 2006, 884; I. PRISCO, *Disequilibrio e immeritevolezza: i contratti Myway e 4you al vaglio della giurisprudenza*, in *Corti salernitane*, 2014, 472; P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 205.

⁴⁹ In questo ambito, l'applicabilità dell'eccezione di gioco è stata affermata o negata sulla scorta del differente intendimento del funzionamento del contratto. Sul tema, diffusamente B. INZITARI, *Swap (contratto)*, in *Contr. impr.*, 1988, 621 ss. anche per la distinzione tra contratto di copertura e di speculazione e del loro rapporto con la scommessa e G. BELLÌ, *L'alea nei contratti differenziali*, in *Obb. contr.*, 2012, 61 ss. A siffatti contratti era generalmente ascritta sia una funzione di scambio che una funzione meramente speculativa. A fronte degli indirizzi giurisprudenziali tesi a muovere giudizi di sfavore verso le attività speculative, la dottrina ne escludeva l'eccezione di gioco sul presupposto che il contratto soggiace comunque al mercato e alla logica del prezzo (Cass., 21.7.1924 e Cass., 31.5.1924 in *Riv. dir. comm.*, 1925, II, 183 ss., annotate da M. ROTONDI, *Contratti a termine e differenziali su cambi*).



pare convincente⁵⁰ in ragione della diversa considerazione del rischio nel regolamento⁵¹ e, in generale, nel sistema normativo e assiologico⁵².

⁵⁰ Al netto delle criticità - già sotto il profilo semantico - che solleva la riconduzione alla scommessa, la ricostruzione parrebbe evocare il metodo della precomprensione, impiegato dall'interprete per risolvere problemi muovendo da ipotesi che egli stesso formula e che, però, andrebbe ostacolato nella misura in cui finisce per rappresentare un pregiudizio alla comprensione del testo: P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, t. II, cit., 570. Nel solco dell'insegnamento attento alla valutazione complessiva del caso concreto, occorre rifuggire, infatti, dalla astratta sussunzione della vicenda in concetti di valenza generale, trascurando i concreti profili funzionali del fatto, gli unici in grado di cogliere la sintesi complessiva degli effetti che concorre alla qualificazione del fatto, inteso come procedimento che dalla determinazione della funzione giunge all'individuazione della disciplina: ID., *op. cit.*, 612. Del resto, nell'attività valutativa dell'interprete, soltanto il bilanciamento di valori ed interessi — da non considerarsi monadi inconciliabili — consente di valorizzare le peculiarità del caso concreto, rifuggendo dai pericoli della mera sussunzione. Per un approfondimento G. PERLINGIERI, *Profili applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, Napoli, 2015, 123 ss.

⁵¹ La tradizionale distinzione tra contratti ove il rischio è immanente alla sfera giuridica dei contraenti (come avviene nell'assicurazione, nella rendita e nell'*emptio spei*) e contratti ove è creato artificialmente (come nel gioco e nella scommessa) cede il passo ad una distinzione fondata sulla differente inclusione dell'alea nell'ambito del regolamento negoziale. L'opinione, risalente a C. MANENTI, *Del giuoco e della scommessa dal punto di vista del diritto romano e moderno*, in appendice a F. GLÜCK, *Commentario alle Pandette*, XI, Milano, 1903, 637-638, ha subito delle censure giacché la creazione artificiale del rischio non costituirebbe lo scopo del contratto ma solo il mezzo per conseguire il fine diverso, tipicamente ludico, che esso si propone: così M. PARADISO, *I contratti di gioco e scommessa*, Milano, 2003, 52. L'artificialità, invero, non esaurisce l'alea del gioco e della scommessa; essa è comune pressoché a tutti i contratti aleatori, giacché in tutti i contratti aleatori sussiste l'artificio di trasformare il rischio in una merce: M. BARCELLONA, *Della causa*, cit., 430. La differenza sostanziale rispetto al gioco e alla scommessa sarebbe che in questi ultimi il rischio, inteso come l'influenza negativa di un evento futuro e incerto, è estraneo ad entrambi i contraenti, là dove gli altri contratti aleatori non assumono ad oggetto un rischio artificiale ma producono un'artificiale allocazione del rischio. Sul tema, *ex multis*, G. OPPO, *Adempimento e liberalità*, Milano, 1947; C.A. FUNAIOLI, *Il giuoco e la scommessa*, in *Tratt. Vassalli*, Torino, 1961; E. VALSECCHI, *Giuoco e scommessa*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, XXXVII, t. 2, Milano, 1954, *passim*; L. BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa. Art. 1933-1935*, in *Comm. cod. civ. Scialoja e Branca*, Bologna-Roma, 1959, 18 ss. In questa prospettiva, soltanto in alcuni contratti aleatori l'alea è suscettibile di essere «prezzata» sulla base coefficienti che presiedono al funzionamento del mercato e alla formazione dei prezzi. Così avviene, ad esempio, nell'assicurazione (A. DE FRANCESCHI, *Contratto di assicurazione e regolazione del premio*, in *Studium iuris*, 2007, 7-8, 907 ss.; M. FRANZONI, *L'assicurazione fra i contratti aleatori*, in *Contr. impr.*, 2, 2011, 417 ss.; V. FERRARI, *Il contratto di assicurazione. Profili funzionali e strutturali*, in *Rass. dir. civ.*, 2017, 721). In altri schemi contrattuali l'alea viene in rilievo non già come merce, bensì come parametro di incertezza che determinerà a quale dei due contraenti spetterà la ricchezza «in gioco», sì da escludere qualsivoglia riferimento ad un prezzo, o ad uno scambio, quanto piuttosto ritenere sussistente una vera e propria aggiudicazione della posta, non mediata dal mercato: M. BARCELLONA, *op. cit.*, 443; 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., 149.

⁵² Rispetto alla categoria dei giochi e delle scommesse, la diversa rilevanza in concreto assunta dall'alea concede una ulteriore distinzione tra *tipi* contrattuali, delineati dagli artt. 1933 ss. c.c. Ciò si è tradotto nello sforzo dogmatico di individuare il fondamento della *soluti retentio*, nel solco della tradizione divisa tra i fautori del principio c.d. *in pari causa turpitudinis* e della conseguenziale riconduzione del gioco al novero delle fattispecie regolate dall'art. 2035 c.c. (F. FERRARA, *Teoria del negozio illecito nel diritto civile italiano*,

In questa direzione militano le funzioni in concreto perseguite dello strumento finanziario oltreché l'adeguatezza all'impianto negoziale costruito per le esigenze specifiche dell'investitore⁵³, assenti nelle scommesse⁵⁴.

Ancora. Se si ritiene che una *valida* scommessa sia tale in quanto cieca o irrazionale, aggettivarla come razionale nega in radice la stessa qualificazione del contratto aleatorio di cui agli artt. 1933 e ss. c.c.

Peraltro, ammettendo che la scommessa cieca (*rectius* il rischio oggetto della scommessa) possa essere «misurabile», è vero che tale misura (o prezzo) è sganciata dal bisogno e dalle logiche mercantili⁵⁵; non così per lo *swap*, il cui «prezzo» è sempre calcolato sulla base dei rendimenti che il mercato offre⁵⁶ in virtù di un indice determinato connesso al profilo finan-

Milano, 1914, 135 ss.; ID., *Il pagamento* “ob tupem causam”, in *Studi senesi*, 1913, 6 ss.) e i sostenitori della liceità dell'azzardo e della conseguente riconduzione del pagamento all'adempimento dell'obbligazione naturale (in questo senso C. MANENTI, *Del giuoco e della scommessa*, cit., 788 ss.; V. POLACCO, *Le obbligazioni nel diritto civile italiano*, Roma, 1915, 93 ss.; R. DE RUGGIERO, *Pagamento di debito di gioco e deposito preventivo della posta*, in *Riv. dir. comm.*, 1917, I, 524 ss.; C. GANCI, *Casi ed effetti delle obbligazioni naturali*, in ID., *Scritti giuridici vari*, Padova, 1933, 90 ss. Nel senso che il gioco sia addirittura spesso incoraggiato e protetto v. C.A. FUNAIOLI, *Il giuoco e la scommessa*, cit., 3 ss. e E. VALSECCHI, *Giuoco e scommessa*, cit., 52 ss.). Su entrambe le tesi v. L. BUTTARO, *Del giuoco e della scommessa*, cit., 30 ss. È prevalsa, infine, la considerazione che gioco e scommessa siano portatori di una spiccata neutralità giuridica (specialmente, G.B. FERRI, *La neutralità del gioco*, in *Riv. dir. comm.*, 1974, I, 54 ss. il quale argomenta dall'inevitabilità del debito di gioco a generare una doverosità prossima alla superiore moralità presidiata dall'istituto dell'obbligazione naturale; ma nel medesimo senso anche M. PARADISO, *I contratti di gioco e scommessa*, cit., 11 ss.) la quale converte un atteggiamento di generale indifferenza da parte dell'ordinamento rispetto all'azzardo. Per una rilettura degli artt. 1933-1935 c.c. alla luce dell'evoluzione della giurisprudenza propedeutica alla riflessione del rapporto tra derivati e scommessa L. MODICA, *Del giuoco e della scommessa*, in *Comm. cod. civ.*, Milano, 2018. Diretta conseguenza è che tutte le volte in cui ci si trovi dinanzi ad una figura contrattuale le cui dinamiche evocano il regime dell'azzardo, occorre domandarsi se le vicende considerate si ascrivano o meno nell'alveo di quella neutralità tramite una valutazione dell'elemento funzionale del rapporto, comprensivo dei ruoli assunti dai rispettivi contraenti e del contesto nel quale è calato il contratto. In argomento S. GIOVA, *I giochi e le scommesse al tempo di Internet*, in *Riv. giur. Mol. Sannio*, 1, 2016, 89 ss.; ID., *I giochi d'azzardo online*, in D. VALENTINO (a cura di), *Manuale di diritto dell'informatica*, Napoli, 2016, 447 ss. F.M. D'ETTORE, *Trading online: la qualificazione giuridica del rapporto tra l'investitore e l'intermediario. L'interazione con terzi e l'iniziativa individuale dell'investitore*, in *Economia e diritto del terziario*, 3, 2002, 813 ss.

⁵³ Cfr. Comunicazione Consob, 9019104, 2.3.2009 e n. DI/99013791 del 26.2.1999 e n. DEM/1026875 dell'11.4.2001 ad avviso della quale gli strumenti finanziari devono essere adeguati alle concrete esigenze del cliente, sì da ridurre la rischiosità di posizioni sottostanti, e identificare «*misure di controllo per assicurare che le predette condizioni ricorrano effettivamente*».

⁵⁴ Conferma ne sia la scelta del legislatore di escludere esplicitamente dalla relativa disciplina, il regime riservato al giuoco e alla scommessa di cui all'art. 1933 c.c., ai sensi dell'art. 23 comma 5 TUF. Giova rammentare che l'esclusione della disciplina contenuta nell'art. 1933 c.c. era già stata sostenuta in sede di giurisdizione arbitrale: v. *Contratti di swap*, lodo arbitrale Casella, Costi, Schlesinger, 19.7.1996, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 559 e ss., con nota di G. CAPALDO, *Contratto di swap e gioco*. Cfr., anche A. TUCCI, *op. cit.*, 1036.

⁵⁵ E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, cit., *passim*.

⁵⁶ Pur considerato che il contenzioso originato dalla negoziazione di strumenti derivati *Otc* non riguarda mai «scommesse astratte» (A. TUCCI, *I contratti derivati degli Enti locali do-*



ziario del cliente, giacché l'operazione è sempre *collegata* a un diverso e preesistente rapporto giuridico, o comunque alla specifica capacità finanziaria di *quell'*investitore⁵⁷.

Infine, l'assimilazione alla scommessa stride con le disposizioni contenute nelle direttive di matrice comunitaria e nella disciplina del TUF, e trova smentita nelle prospettive adottate dalla Corte sovranazionale le quali hanno valorizzato la necessaria serietà e adeguatezza dell'operazione alle esigenze del cliente, sì da ritenere imprescindibile la consulenza tecnica⁵⁸.

In questo contesto, infatti, il fisiologico conflitto di interessi tra intermediario e cliente, dato dal fatto che in tali operazioni il cliente agisce in contropartita diretta⁵⁹, rende oltremodo indispensabile il servizio di consulenza in materia di investimenti⁶⁰ che permette di offrire al cliente consigli personalizzati sulla base del suo profilo finanziario e della preventiva valutazione di adeguatezza, in ossequio alle discipline MIFID II ed EMIR. Quello dell'intermediario è, infatti, un agire procedimentalizzato e predeterminato sulla base della cura dell'interesse del cliente, il quale impone una valutazione del profilo di adeguatezza dell'operazione e di conformità al suo interesse a prescindere dalla difficile comprensibilità, del tutto soggettiva, della misura del rischio⁶¹.

po le Sezioni unite, cit., 2397, v. spec. nota 19), il prezzo è inteso come il *risultato complessivo e collettivo del mercato medesimo*: così C. ANGELICI, *Alla ricerca del «derivato»*, Milano, 2016, 167 il quale nega l'accezione astratta del rapporto sulla base della quotazione individuale del rischio (174 e spec. 176). Si ragionando, il «presupposto causale» del rapporto può ben essere riferito alla situazione patrimoniale complessiva del soggetto e, soprattutto alla sua posizione nel mercato (179) anche al fine si giustificare derivati puramente speculativi.

⁵⁷ A ben vedere, persino Cass., Sez. un., 12.5.2020, n. 8770, cit., § 5.2 nega una sovrapposizione tra lo *swap* e la scommessa nella parte in cui pone l'accento sulla complessità della vicenda finanziaria, sulla professionalità dei soggetti coinvolti e sull'esistenza di un mercato finanziario retto da precise regole di funzionamento. E già la giurisprudenza di merito fautrice della tesi della scommessa razionale aveva, a suo tempo, mostrato talune riserve nell'assimilare lo *swap* alla scommessa, giacché l'alea non sarebbe prodotta artificialmente poiché l'evento dedotto e condizionato dal rischio inciderebbe sulla situazione patrimoniale delle parti, aggravandone le passività, riducendo la redditività degli investimenti o determinando uno squilibrio fra le poste in bilancio: App. Milano, 18.9.2013, n. 3459, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 3, 2014, 291, con nota di A. TUCCI, Interest rate swap: "causa tipica" e "causa concreta".

⁵⁸ C. Giust. UE, 30.5.2013, causa C-604/11, *Genil 48 SL e Comercial Hosteleria de Grandes Vinos SL c. Bankinter SA e Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA* in applicazione dell'art. 4, § 1, punto 4, della direttiva n. 2004/39/CE relativa al mercato degli strumenti finanziari.

⁵⁹ Sull'assommarsi nell'intermediario della qualità di consulente e offerente del prodotto D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi, nella prestazione di servizi di investimento: la prima sentenza sulla vendita ai risparmiatori di obbligazioni argentine*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2004, 2, *passim* e, in giurisprudenza, Trib. Milano, 19.4.2011 e Trib. Milano, 23.3.2012, in *Ilcaso.it*

⁶⁰ P. PERLINGIERI, *Mifid II. Innovazione finanziaria e rapporti con la clientela*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 1, 2019, 2. In argomento v. E. GIORGINI, *Consulenza finanziaria e sua adeguatezza*, Napoli, 2017 e M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di Mifid II*, in *Riv. dir. banc.*, 1, 2020, 145 ss.

⁶¹ Sull'attività dell'intermediario R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 4, 2014, 1095. Per la rilevanza della percepibilità e comprensibilità del dato oggetto dell'informazione e per la necessità di una semplificazione del linguaggio richiesta dalle

In altri termini, l'attività degli intermediari, i quali devono improntare il loro operato alla sana e prudente gestione⁶² (artt. 5 e 127 TUB e 21 TUF), implica la necessità di operare, di volta in volta, un controllo sulla struttura del contratto, e quindi sull'adeguatezza dell'operazione economica alla luce degli interessi concreti del negozio: valutazione dalla quale, ovviamente, non sono esenti i derivati c.d. *plain vanilla*, in linea con gli insegnamenti respingenti il dogma dell'autonomia negoziale⁶³.

6. Dalla causa variabile dell'IRS alla concreta incidenza del rischio sul programma negoziale. Causa, oggetto e accordo dello *swap*.

Una più attenta considerazione della concreta dinamica del rapporto avrebbe suggerito una alternativa sistemazione degli elementi essenziali del contratto nella direzione di negare, innanzitutto, la "variabilità" della sua causa.

Sostenere, come ha fatto la Corte, che la causa sia variabile significa infatti negare alla causa il compito suo proprio di apprezzare l'effettiva composizione degli interessi capace di esprimere un differente costrutto contrattuale, più o meno composito, e quindi di esprimere un giudizio di meritevolezza rispetto alle varie costruzioni negoziali⁶⁴.

È la causa in concreto⁶⁵ che assume il ruolo di strumento di controllo dell'operazione, capace di individuare la ragione che sorregge le reciproche

nuove regole in tema di trasparenza v., per tutti, U. MORENA, *Sul concetto di "chiarezza" nei rapporti bancari*, in *Dir. banca merc. finan.*, 3, 2012, 430.

⁶² A.A. DOLMETTA, *Introduzione, speculazione, prudenza*, in D. MAFFEIS (a cura di) *Swap tra banche e clienti*, cit., *passim*. G.L. GRECO, *L'equilibrio delle regole nei mercati dinamici. Metodo e prassi della proporzionalità nell'ordinamento bancario*, Bari, 2023, 145 ss. e spec. 147.

⁶³ P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, t. IV, cit., 1 ss. In giurisprudenza Cass., 31.7.2017, n. 19013, in *Giur. comm.*, 2018, 6, II, 962 per la quale «nel valutare, ai sensi dell'art. 1322 c.c., la meritevolezza degli interessi perseguiti con un contratto derivato *Interest Rate Swap*, il giudice non può prescindere dalle prescrizioni normative di cui all'art. 21 TUF e all'art. 26 Regolamento Consob n. 11522/98, nonché, per i contratti derivati con funzione di copertura, dalla verifica dell'effettivo rispetto delle condizioni stabilite dalla Consob con la Determinazione del 26.2.1999, n. 99013791».

⁶⁴ U. GRASSI, *Una disciplina per la causa del contratto. Riflessioni in memoria di una nozione al tramonto*, in *Rass. dir. civ.*, 2017, 3, 838-874 e spec. 870; R. DI RAIMO, *Dopo le Sezioni Unite: ancora sulla qualificazione*, cit., 239. Ciò consente di ritenere che soltanto una attenta considerazione del profilo formale e sostanziale del singolo rapporto giuridico è capace di fondare una diversa valutazione in ordine al particolare atteggiarsi degli interessi, sì che, nella logica del giudizio di meritevolezza, potrebbero richiedersi valutazioni connesse alle concrete e specifiche applicazioni che del regolamento devono operarsi: così V. DONATO, *La dottrina e la giurisprudenza italiana*, cit., 668. Sul ruolo della causa in concreto al fine di individuare le conseguenze della violazione di regole di comportamento già G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità*, cit., 31 ss.

⁶⁵ L'elaborazione della causa in concreto si inserisce nella tradizione di studi che, in materia di causa del contratto, intesa tradizionalmente come la funzione economico sociale (per tutti, E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, rist. Camerino, Napoli, 2002; cfr. S. PUGLIATTI, *Nuovi aspetti del problema della causa nei negozi giuridici*, in *Diritto civile*, Milano, 1951, 75 ss., il quale discorre di sintesi degli effetti essenziali) giunge ad attribuire



attribuzioni⁶⁶ e di verificare l'adeguatezza dell'impianto negoziale alle esigenze del cliente.

In altri termini, è l'esigenza di copertura del rischio⁶⁷ connessa al preesistente rapporto giuridico o, più in generale, alla sottostante situazione soggettiva⁶⁸ in capo al cliente che riflette un elemento essenziale della struttura del rapporto dato dalla ragione economico individuale che ha indotto il cliente alla stipulazione⁶⁹, espressa dalla conformità dell'operazione al suo specifico interesse.

La causa del contratto di *swap* è, dunque, la gestione⁷⁰ o il governo del rischio in funzione di una copertura o, anche se più raramente nella prassi, in funzione lucrativa.

Quanto all'oggetto, ritenere che lo *swap* dia vita ad uno «scambio di obbligazioni pecuniarie future»⁷¹ conduce la Corte ad intendere l'oggetto come i flussi scambiati, dimenticando la distinzione tra oggetto della prestazione (l'importo che, alle scadenze prefissate, la parte il cui *payoff* risulta negativo è tenuta a corrispondere, secondo i criteri determinanti il differenziale, in

alla nozione di «causa in concreto» la funzione economico individuale [G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 355. In argomento 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, 957 ss. e G. PERLINGIERI, G. CARAPEZZA FIGLIA (a cura di), *L'«interpretazione secondo Costituzione» nella giurisprudenza. Crestomazia di decisioni giuridiche*, II, Napoli, 2012, 212 ss.] e la sintesi degli effetti essenziali, colorati dai rispetti interessi delle parti (P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, t. IV, cit., *passim*). Siffatta ricostruzione ha comportato un avvicinamento tra causa del contratto e motivi, in ragione del fatto che lo scopo psicologico che ha indotto le parti ad agire è capace di individuare in concreto la ragione giustificatrice dell'intera operazione economica. Sulla distinzione tra le due nozioni G. DEIANA, *I motivi nel diritto privato italiano*, Torino, 1939, 18 ss.

⁶⁶ F. SARTORI, *Prodotti finanziari illiquidi (O.T.C.): il fattore giurisprudenziale e l'evoluzione normativa degli obblighi informativi*, in F. CORTESE, F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 161 s.

⁶⁷ C. ANGELICI, *Appunti in tema di derivati*, in A. GENTILI, R. DI RAIMO (a cura di), *Le negoziazioni del rischio finanziario: patologie dei rapporti e profili di sistema*, Napoli, 2016, 27.

⁶⁸ V. DONATO, *op. cit.*, 666. Nello *swap*, dunque, l'adeguatezza del regolamento si apprezza in ragione della coerenza tra *swap* e mutuo sottostante, nella copertura, o tra *swap* e situazione finanziaria dell'investitore rispetto alle ambizioni di guadagno e alla capacità di sostenere eventuali perdite, nella speculazione.

⁶⁹ G. DEIANA, *ibidem*. L'oggettivazione degli interessi e dello scopo utile, mediante il procedimento di interpretazione del contratto, alla ricostruzione dell'operazione complessivamente intesa emerge in C. SCOGNAMIGLIO, *Interpretazione del contratto e interessi dei contraenti*, Padova, 1992, 225, 225, 300 ss. e G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, 286 ss. Per una rilettura della distinzione tra causa e motivi nel contesto che ci occupa sia consentito rinvio a E. ERRIGO, *Rilevanza e irrilevanza dei motivi nel pensiero di Giommaria Deiana: per una riflessione sugli scopi dell'investitore nei contratti derivati*, in G. PERLINGIERI (a cura di) *Rileggere i «classici» del diritto civile italiano (1935-1940)*, Napoli, 2025, 633

⁷⁰ G. CAPALDO, *Swap e gioco: venticinque anni di capitalismo finanziario e regolazione del mercato*, in *Nuovo dir. civ.*, 1, 2021, 215 ss.

⁷¹ Così testualmente già Cass., Sez. un., 12.5.2020, n. 8770, cit., § 4.2 a cui le Ordinanze aderiscono: Cass. 3.2.2026, n. 2262, par. 3.1.8.; Cass. 4.2.2026, n. 2358, cit., par. 6.19.

ragione del regolamento) e oggetto del contratto (la determinazione dell'entità del rischio che le parti programmano di assumere e di gestire)⁷².

Il valore delle future attribuzioni patrimoniali, dato dai criteri di calcolo, sembra allora accreditarsi quale oggetto immediato del contratto, là dove, invece, il valore del differenziale dovuto, inteso come il *quantum* che effettivamente la parte a debito è tenuta a corrispondere, è destinato a costituire l'oggetto mediato che esprime l'incertezza, l'alea o, più correttamente, il rischio di tasso⁷³.

Pertanto, la misurabilità del rischio (*rectius* la razionalità dell'alea) è tutta dell'oggetto in quanto è l'intero programma contrattuale, inteso come la convenzionale determinabilità dell'alea (art. 1346 c.c.) nel suo divenire⁷⁴, a dover essere oggetto del contratto e quindi a costituire un elemento indispensabile dell'accordo.

In tal guisa, l'assenza degli elementi essenziali alla misurabilità del rischio oggetto del contratto pone - non tanto un problema di intrasparenza o irrazionalità dell'alea - quanto di programma negoziale certamente condiviso ma, più propriamente, oggettivamente determinabile⁷⁵.

7. La misurabilità del rischio e l'agire negoziale tra regole di validità e regole di condotta. La complessità dei rapporti di *swap* e

⁷² Nell'identificare l'oggetto del contratto come il contenuto in senso sostanziale del medesimo, ossia ciò che le parti hanno programmato in ordine al loro rapporto, esso si riferisce all'*id* sul quale si manifesta la volontà e si forma il consenso e si sostanzia nella rappresentazione della realtà attuata mediante segni convenzionali. Nell'ambito che ci occupa, il segno convenzionale che rappresenta la *realtà* sulla quale si forma il consenso è espresso dalla determinazione dell'entità del rischio: P. PERLINGIERI, *Manuale di diritto civile*, Napoli, 2022, 500. Sulla distinzione tra oggetto della prestazione e del contratto nello *swap* R. DI RAIMO, *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio sistemico accettabile*, in A. GENTILI, ID. (a cura di), *Le negoziazioni*, cit., 351.

⁷³ Sia consentito rinviare, ancora, a E. ERRIGO, *Interest rate swap e categorie del contratto*, cit., 39. In senso analogo cfr. il recente commento di D. MAFFEIS, *Interest rate swap: sezioni unite, prima sezione e copertura razionale*, cit., 1053.

⁷⁴ In sede di interpretazione del contratto, e in specie di interpretazione evolutiva, il rinvio al rapporto giuridico, quale momento cronologico idoneo a specificare la capacità dell'ordinamento del caso concreto, appare elemento capace di cogliere la portata storica della composita entità oggetto di sistematica valutazione: V. DONATO, *op. cit.*, 668. Per tale via l'interpretazione assumerebbe natura valutativa, e non già intellettuale o meramente ricognitiva, come parrebbe essere quelle proposte dalle Ordinanze.

⁷⁵ Per tale via, a rilevare sotto il profilo dell'accordo è, piuttosto, la corrispondenza tra gli intenti perseguiti dal cliente e il corredo effettuale del programma negoziale costruito dall'intermediario. Riguardo al profilo causale del contratto, se è vero che lo *swap* è capace di assolvere funzioni differenti, ciò non implica l'affermazione del concetto di causa variabile. Infatti, non diversamente da altri negozi, lo *swap* conosce una causa astratta, data dal governo di un rischio, ed una concreta — generalmente di copertura, ma potenzialmente anche speculativa — alternativamente apprezzabile in base alle esigenze dell'investitore e alla valutazione del profilo di adeguatezza dell'operazione ai suoi concreti interessi. Tale sistemazione degli elementi strutturali del contratto incide, evidentemente, sullo statuto normativo delle invalidità negoziali, e si traduce nella selezione di regole differenti a seconda che il vizio attenga alle clausole che determinano la gestione del rischio; a quelle che incidono sul consenso in ordine al programma negoziale; a quelle che compongono l'alea misurabile.



L'essenzialità degli elementi dell'alea (Mtm e scenari probabilistici).

604

Ricondotta all'oggetto e non alla causa del contratto, la razionalità dell'alea⁷⁶ se, per un verso, condiziona la (in)validità del contratto (appunto per indeterminatezza dell'oggetto), per l'altro, non è da sola sufficiente a garantire la conformità dell'operazione né all'interesse del cliente né ai valori del sistema, dalla quale dipende il positivo riscontro di meritevolezza del regolamento.

Del resto, la difficoltà di misurare il rischio, e quindi l'incalcolabilità dell'alea, può dipendere da una impossibilità del tutto soggettiva e relativa ad uno soltanto dei contraenti (specialmente l'investitore) il quale può essere privo di competenze e di capacità necessarie a comprendere la misura del rischio⁷⁷.

Il problema della misurabilità del rischio si immette, allora, sul terreno che interessa più propriamente la costruzione del regolamento contrattuale e specialmente l'adempimento degli obblighi informativi in capo alla parte (l'intermediario) che confeziona l'operazione e la propone all'altra (il cliente).

Se, infatti, è certamente vero che l'esistenza di una complessità dei rapporti di *swap* irriducibili ad unità giustifica una differente rilevanza dei doveri informativi⁷⁸ - in quanto ogni *tipo* contrattuale può esprimere un differente modello di distribuzione del rischio correlato a clausole capaci di incidere sul profilo funzionale⁷⁹ e, per tale via, sul relativo statuto

⁷⁶ La misurabilità dell'alea è un problema squisitamente tecnico giacché lambisce aspetti spiccatamente analitico-finanziari; e tuttavia, essa parrebbe essere connessa a una serie di parametri dai quali dipende la determinazione dell'ammontare del pagamento in via differenziale; parametri variabili ed incerti che, però, l'esperienza giuridica ha confermato essere suscettibili di previsioni e di calcolo: G. SARDO *Natura e causa del contratto di interest rate swap*, cit., 40. In particolare, le probabilità sono non soltanto misurabili ma in concreto misurate dall'intermediario, a conferma dell'autonoma rilevanza che ha, in finanza, la stima scientifica delle probabilità come dato fattuale, serio ed attendibile: così D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata*, cit., 1096 ss.

⁷⁷ Detto altrimenti, l'alea, potenzialmente calcolabile sempre dalla banca, può rimanere oscura al cliente, il quale può non essere in grado di calcolarla a causa di insufficienze delle proprie risorse: M. BARCELONA, *Della causa*, cit., 504 ss.

⁷⁸ L'impostazione preferita è quella di individuare "l'ordinamento del caso concreto" capace di cogliere le peculiarità di ogni conflitto e la contrapposizione di valori e interessi, quale composita ma unitaria realtà: così V. DONATO, *op. cit.*, 674; P. PERLINGIERI, *Profili istituzionali*, cit., 262.

⁷⁹ Applicazioni analoghe riguardano le clausole c.dd. *claims made* e i contratti di assicurazione, sulle quali v. M. FRANZONI, *Clausole claims made*, in M. CONFORTINI, *Clausole negoziali, Profili teorici e applicativi di clausole tipiche e atipiche*, Milano, 2019, 688; G. VETTORI, *Norme, dogmatica e sentenze: quid iuris?*, cit., 81 ss.; S. MONTICELLI, *La clausola "claims made" tra abuso del diritto ed immeritevolezza*, in *Danno e res*, 2013, 7, 701 ss.; M. D'AURIA, *Polizze "claims made": ascesa e declino della clausola generale di meritevolezza?*, in *Corr. giur.*, 2019, 28 ss.; T. FEBBRAJO, *Clausole claims made e controllo di meritevolezza* Napoli, 2019; I. MARTONE, *Il travagliato itinerario delle clausole claims made*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 1, 2019, 53 e spec. 116; C. PERNICE, *La meritevolezza delle clausole claims made*, in *Rass. dir. civ.*, 4, 2019, 1343; A.C. NAZZARO, *Equilibrio economico, meritevolezza del contratto e claims made (nota a Cass., 25 febbraio 2021, n. 5259)*, in *Dir. merc. assicur. finanz.*, 2, 2021, 471 ss.



dell'invalidità⁸⁰ - tuttavia, non è facile comprendere perché la trasparenza dell'alea possa essere valutata in concreto trascurando del tutto il ruolo dei doveri informativi, come ritiene la Corte quando esclude nei derivati semplici la rilevanza degli obblighi informativi relativi al Mtm e agli scenari probabilistici, i quali possono essere – a suo dire – reperibili sulla base dei modelli diffusi e di largo impiego nella prassi dei derivati⁸¹.

Sono proprio le molteplici « costruzioni » dell'operazione che amplificano la complessità dello strumento finanziario⁸² a confermare come il differente modo con cui le varie componenti strutturali del contratto impattano sulle sfere patrimoniali delle parti consente di individuare la disciplina più adeguata a ricomporre gli interessi pre-valenti⁸³, sul postulato per cui il rapporto di IRS, programmato sulla base della determinazione qualitativa e quantitativa dell'alea (che ne costituisce l'oggetto) e orientato in funzione della gestione di un rischio (la causa) è frutto di una attività procedimentalizzata dell'intermediario, espressione di un agire funzionale.

Rispetto allora alle varie costruzioni, semplici, complesse, stratificate, la selezione dei rimedi in concreto praticabili è condizionata dalla necessità di selezionare quali, tra gli elementi che compongono lo schema negoziale, siano effettivamente strutturali al rapporto e quali, invece, possono essere considerati non essenziali alla validità del contratto, rientranti tra gli obblighi informativi preposti alla corretta formazione della volontà⁸⁴.

⁸⁰ G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, cit., 93 s. La diversa costruzione, del profilo qualitativo e quantitativo delle alee, consente di apprezzare diversamente l'affare in ragione del differente assetto di interessi, di volta in volta, sotteso, si da aprire alla considerazione di rimedi adeguati in relazione alle singole ipotesi: P. PERLINGIERI, *Regole del mercato e tutela dell'investitore: riflessioni a margine della MiFID*, in S. Adamo, E. Capobianco e Cucurachi (a cura di), *Regolamentazione del mercato finanziario e contratti con gli investitori*, Napoli, 2010, 315. In tal guisa, anche rispetto all'attività di intermediazione finanziaria, «risultano inappropriate soluzioni dirette a cristallizzare le forme di reazione in un solo strumento rimediale»: ID., *Il «giusto rimedio» nel diritto civile*, cit., 5.

⁸¹ Cass., 3.2.2026, n. 2262, cit., par. 3.1.11; Cass., 4.2.2026, n. 2358, cit., par. 6.28.

⁸² La sovrapposizione tra i differenti servizi offerti dalle banche agevola la conclusione di contratti c.dd. ibridi, derivati impliciti, polizze linked. Su questi temi v. A.C. NAZZARO, *I rischi dell'assicurazione sulla vita e le polizze unit linked*, in *Dir. merc. assicur. finan.*, 2019, 215-237; ID., *Contratti united e index linked*, in AA.VV., *Causa del contratto. Evoluzione interpretativa e indagini applicative*, Milano, 2016, 167-193; M.F. CAMPAGNA, *Strutture delle clausole e strutture contrattuali nell'individuazione dei derivati impliciti*, in *Contratti*, 2021, 386 s.; F. GRECO, *La violazione della regola della trasparenza nel mutuo con tasso floor ed il problema della scommessa razionale nel derivato implicito*, in *Res civ. prev.*, 1, 2015, 0025b per i problemi relativi alla trasparenza; A. CARRISI, *I contratti ibridi nei mercati finanziari*, Napoli, 2023.

⁸³ P. PERLINGIERI, *Profili istituzionali*, cit., 166 e 262 e V. DONATO, *La dottrina e la giurisprudenza italiana*, cit., 666.

⁸⁴ La selezione dei rimedi parrebbe condizionata però dall'orientamento consolidatosi nella giurisprudenza di legittimità con Cass., Sez. un., 19.12.2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, I, 785 ss., sebbene la decisione non abbia riscosso unanimità di consensi. V., in vario senso A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss.; G. VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbl. contr.*, 2008, 2, 104 ss.; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, ivi, 2008, 403 ss.; G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità*, cit., 18 s. Tra le



In questa direzione, sebbene la disciplina dei derivati sia modellata da un insieme di regole sull'attività cui è tenuto l'intermediario⁸⁵ - sì da legittimare, in apparenza, la ripetibilità delle regole espresse dalle note Sezioni unite c.d. Rordoff - l'eterogeneità delle funzioni in concreto perseguibili dal contratto suggerisce di rimeditare l'incidenza della violazione degli obblighi di informazione sul profilo, appunto, funzionale del negozio⁸⁶, là dove la violazione degli obblighi informativi imposti all'intermediario sia suscettibile di celare l'effettivo piano causale del rapporto, e, per tale via, negare aderenza alla distinzione tra regole di validità e regole di condotta⁸⁷.

Nei derivati semplici, perfettamente correlati al mutuo, la clausola di compensazione degli importi dovrebbe soltanto invertire il tasso di interesse, eliminando l'incertezza connessa all'oscillazione dell'alea. Non così nei derivati complessi, ove l'alea assume un ruolo più significativo⁸⁸.

critiche più significative si annoverano le argomentazioni in ordine alla mancata ottemperanza all'obbligo di astensione al compimento dell'atto, nonché alla mancata informazione circa la sussistenza di un interesse in conflitto e al, conseguente, mancato consenso del cliente allo svolgimento dell'operazione di investimento, capaci di incidere sul regolamento negoziale: F. MAZZINI, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2008, 4, 717. Sul tema dell'obbligo precontrattuale di informazione preordinato all'espressione di un consenso consapevole v. F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010, 97. In argomento anche L. DI DONNA, *La disciplina degli obblighi informativi precontrattuali nella direttiva sul credito al consumo*, in *Giur. it.*, 2010, 1, p. 241-248. Per un approfondimento sugli obblighi di informazione in ogni fase del contratto e sulle sanzioni applicabili in caso di non ottemperanza agli obblighi statuiti per l'informazione precontrattuale, anche nel diritto comunitario, già G. VETTORI, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 248 ss.

⁸⁵ D. MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore*, cit., *passim* e M. MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (Il servizio di consulenza nella negoziazione di un derivato Otc)*, in D. MAFFEIS (a cura di) *Swap tra banche e clienti*, cit., 266.

⁸⁶ A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 400. La violazione delle regole di condotta può, infatti, ripercuotersi «sulla funzione concreta del negozio generando un disvalore della causa, anche sotto forma di squilibrio significativo del regolamento di interessi o di non meritevolezza dell'operazione»: così G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità*, cit., 60.

⁸⁷ F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, cit., 100. La riconduzione della razionalità dell'alea — non all'informazione, bensì — al piano dell'accordo, lungi dal giustificare una mera tutela risarcitoria ha consentito di superare la distinzione tra regole di validità e di condotta già in Cass., 28.7.2017, n. 18781 e Trib. Bologna 5.1.2021, in *Società*, 2021, 709. In dottrina S. PAGLIANTINI, *IRS e nullità: divagazioni su di un diritto "terribile" da trasformare in "mite"*, cit., 484. L'espedito ha trovato nuovi afflati nelle decisioni che, muovendo dalla clausola generale — la quale impone all'intermediario di operare nell'interesse dell'investitore (art. 21 TUF) come criterio per la valutazione di meritevolezza degli interessi perseguiti —, hanno individuato nella nullità ex art. 1322, co. 2 c.c. il rimedio al conflitto di interessi strutturale che incide sul contenuto dell'atto reso da parte del c.d. fedele cooperatore (Cass., 31.7.2017, n. 19013, cit., la quale ha espressamente ritenuto l'art. 21 TUF norma di carattere inderogabile. In argomento, D. MAFFEIS, *I contratti dell'intermediazione finanziaria*, Torino, 2011, 17 ss.).

⁸⁸ In realtà, nell'ipotesi elementare di IRS *plain vanilla* perfettamente collegato al mutuo, la correlazione degli elementi contrattuali e la conseguente compensazione degli importi dovuti consentono di eliminare l'incertezza connessa all'andamento dell'indice, giacché

Se, però, nei derivati semplici, come in quelli complessi, l'andamento del differenziale non consentisse la semplice inversione del tasso, e quindi la realizzazione della funzione di copertura, ma esponesse il cliente a investimenti ulteriori o impieghi di capitale non richiesto dalla copertura (con conseguente maggiori compensi per l'intermediario) è evidente che la struttura non riflette la funzione (e ciò spiega il contenzioso avente ad oggetto i derivati *plain vanilla*).

In tali casi, il rimedio praticabile è condizionato dalla collocazione, sul piano strutturale o informativo del rapporto, della misura degli scenari probabilistici e del Mtm⁸⁹, secondo una valutazione di essenzialità delle singole clausole, ai sensi dell'art. 1419, co. 1 c.c. per cui il contratto privato di quella parte non sia in grado di assolvere la funzione originaria.

Una interpretazione sistematica e assiologica della disposizione⁹⁰, condotta alla luce degli artt. 21 TUF e 47 Cost. e del dovere dell'intermediario di offrire un prodotto correlato a determinate caratteristiche previa consulenza personalizzata, suggerisce di considerare che il contenuto del contratto debba, per il migliore interesse del cliente e per la tutela del risparmio, essere innanzitutto diretto ad assicurare la realizzazione del bisogno concreto⁹¹ che ha condotto il cliente a stipulare il negozio.

Ed invero, l'art. 21 TUF consegna una serie di regole di condotta per clausole generali⁹² dirette a realizzare interessi al contempo micro e macroe-

l'operazione inverte semplicemente la posizione da tasso variabile in fisso, costituendo, quest'ultimo, la (unica) prestazione dovuta. In tali casi, quando l'IRS si innesta perfettamente sul mutuo, il contratto assurge propriamente a criterio per determinare la controprestazione dovuta in ragione dell'attività dell'istituto di credito (*id est* il compenso), tal sì da ridurre significativamente il ruolo che il rischio contrattuale spiega nella dinamica dell'operazione negoziale complessiva. Mentre, nel caso di IRS costruiti in modo da rendere più complessa la funzione la variabilità degli indici altera la semplice inversione del tasso di interesse, complicando la funzione di gestione del rischio e condizionando il programma delle future attribuzioni.

⁸⁹ È ben vero che nella prassi la divergenza tra il significato del contratto e ciò che il cliente gli attribuisce può indifferentemente dipendere ora da un vizio nella formazione della volontà ora da raccomandazioni inadeguate, sì da attrarre in astratto rimedi differenti, tra i quali quelli preposti alla tutela della corretta formazione della volontà. Il problema è però più apparente che reale, giacché l'art. 19 del Reg. dei consulenti finanziari di cui alla delibera Consob n. 17130 del 2010 prevede che i consulenti valutino che la specifica operazione consigliata corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente e che il medesimo sia in grado di sopportare i relativi rischi dei quali abbia esperienza e conoscenza. Ciò spiega perché rientra sempre negli obblighi connessi alla consulenza quello di accertare la capacità di comprensione del testo contrattuale da parte degli investitori, al fine di evitare che possano incorrere in errore e chiarisce, altresì, perché i rimedi preposti alla corretta formazione della volontà si debbano ritenere residuali rispetto a quelli connessi all'inadempimento contrattuale: cfr. D. MAFFEIS, *Disciplina degli obblighi meramente informativi dell'intermediario finanziario*, in *Società*, 2020, 1387; M. MAGGIOLO, *Nullità irrazionale e conversione del derivato nullo*, cit., 199 e ID., *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Tratt. dir. civ. Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 347.

⁹⁰ Sul metodo, ampiamente, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, t. I, cit., *passim*.

⁹¹ E. GIORGINI, *Meritevolezza e conformazione degli strumenti finanziari derivati all'interesse dell'investitore ex artt. 47 Cost. e 21 t.u.f.*, in *Foro nap.*, 2, 2018, 548-558.

⁹² Sul significato semantico indeterminato e ampio delle clausole generali v. A. GUARNIERI, voce *Clausola generale*, in *Dig. IV, Disc. priv. sez. civ.*, II, Torino, 1988, 403 ss.; A. DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale (artt. 1173-1176)*, in *Comm. cod. civ. Scialoja* -



conomici la cui *ratio* parrebbe essere quella di tenere l'investitore indenne da conseguenze pregiudizievoli⁹³, al fine di salvaguardare la stabilità delle successive contrattazioni e, quindi, la tenuta del mercato finanziario⁹⁴.

E allora, sul postulato per cui l'alea costituisce l'oggetto del contratto, la relativa determinabilità è affidata alla misura delle oscillazioni della variabile di riferimento, misurata tramite Mtm e scenari probabilistici, i quali esprimono l'andamento e la diversa distribuzione delle probabilità (di perdita o di guadagno)⁹⁵.

Una conferma di tale assunto si rinviene nell'analisi dei costi del contratto⁹⁶ i quali, com'è agevole osservare dalla lettura di un IRS, sono solitamente rapportati proprio agli scenari di *performance*⁹⁷. E dunque, se è proprio la comparazione tra scenari e costi che consente di verificare quanto i costi riducano il rendimento di anno in anno, significa che l'inespressa indicazione degli scenari condizioni la formazione dell'accordo sul programma in divenire del rapporto di investimento⁹⁸.

Branca, Bologna, 1993, 284 ss.; P. RESCIGNO, *Appunti sulle clausole generali*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 1 ss. Per contributi più recenti: S. PATTI, *L'interpretazione delle clausole generali*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 263 ss. La vaghezza che tradizionalmente caratterizza le clausole generali può essere superata tramite il ricorso ai principi che fondano l'ordinamento, sì che esse non hanno una autonoma valenza assiologica, dovendosi riempire, di volta in volta, con il riferimento a valori *altri*: P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, cit., 224-225. In questa prospettiva, la tecnica legislativa per clausole generali, pur lasciando al giudice ampia discrezionalità, consente di modellare il significato da attribuire alla clausola in ragione del contesto storico di riferimento, al fine ultimo di adeguare la norma alle situazioni concrete: ID., *op. loc. ult. cit.* Sulla tecnica di formazione giudiziale della regola e l'indeterminatezza intenzionale delle clausole v. rispettivamente L. MENGONI, *Spunti per una teoria delle clausole generali*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1986, 10 e S. RODOTÀ, *Il tempo delle clausole generali*, *ivi*, 1987, 728.

⁹³ D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi*, cit., 454 ss.

⁹⁴ Tanto può dirsi, innanzitutto, alla luce del ruolo dell'intermediario il cui agire è proceduralizzato e funzionale alla realizzazione di interessi che trascendono il singolo rapporto per spiegare effetti sul sistema finanziario complessivamente inteso. A.A. DOLMETTA, L. S. LENTINI, *Tra «prestazione» e «valore» del mark to market*, cit., 470.

⁹⁵ La determinazione del pagamento in via differenziale dipende da parametri variabili e quindi incerti, suscettibili però di essere previsti da parte degli analisti finanziari: D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata*, cit., 1096 ss.; E. GIRINO, *I contratti derivati*, cit., *passim*; F. GRECO, *La violazione della regola della trasparenza nel mutuo con tasso "floor"*, cit., *passim*.

⁹⁶ U. MINNECI, *L'operatività in Irs: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 153 ss. e, nella stessa opera S. PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati fra trasparenza e causa*, 211 ss., secondo il quale, se si muove dalla considerazione che i costi impliciti attengano alla remunerazione dell'intermediario, essi devono essere autonomi, e quindi separati dalla commissione, trasparenti e descritti analiticamente: pertanto non possono non includersi nel contenuto del regolamento.

⁹⁷ La comparazione tra costi e scenari esprime il rendimento del contratto e il modo in cui i costi impattano sul rendimento medesimo, in ragione della durata dell'investimento. Si che, l'incorporazione dei costi nel valore iniziale e il rapporto tra costi e scenari di *performance* rende evidente come i costi riducano (o aumentino) ogni anno il rendimento nel corso del periodo di detenzione. In altri termini, sarebbero proprio gli scenari i fattori capaci di manifestare l'effettivo costo complessivo del derivato. Sul tema cfr. S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020*, cit., 126.

⁹⁸ In altri termini, il differente andamento del differenziale, sulla base degli scenari di *performance*, e la diversa distribuzione di probabilità da uno scenario c.d. di stress ad uno fa-

Tale ricostruzione confuta, dunque, l'affermazione della Corte per cui gli scenari sarebbero irrilevanti⁹⁹, giacché «dati storici e non previsioni certe relative all'andamento del prodotto» essendo, invece, rilevanti al fine di individuare determinate scelte di azione, non diversamente da come avviene nella misurazione dell'alea nelle assicurazioni¹⁰⁰.

Del pari, il *Mark to market*¹⁰¹ - il quale esprime il valore finanziario dell'andamento dei flussi attualizzati che il contratto è idoneo a generare in futuro e, quindi, il valore (ipotetico) del differenziale futuro e la sintesi della distribuzione qualitativa e quantitativa delle probabilità¹⁰², in qualsiasi momento dell'esecuzione¹⁰³ - consente, da un lato, di verificare il persistere della coerenza del prodotto rispetto all'interesse del cliente¹⁰⁴; dall'altro, di determinare l'applicazione di regole — ad esempio, la disciplina dell'usura

vorevole (nel ricomprendere tutti i costi del prodotto oltretutto i rimborsi, i rendimenti e le perdite) impattano sul sinallagma contrattuale, giacché assolvono la funzione di individuare un parametro quantitativo di rilevanza sostanziale del rischio. Esso sarebbe, dunque, capace di determinare una proporzione tra le prestazioni; o, in alternativa, un difetto di equivalenza delle stesse, secondo argomenti impiegati al fine di valutare l'esiguità della prestazione e quindi l'equilibrio contrattuale: P. CORRIAS, *I contratti derivati finanziari nel sistema dei contratti aleatori*, cit., 208.

⁹⁹ Sul presupposto per cui modelli predittivi nulla direbbero circa "l'andamento" del contratto v. M. ROSSI, *Swap (di copertura) con soggetti privati, alea razionale e nullità: le insoddisfazioni del "mezzo giurista"*, cit., 276. Già F. CAPUTO NASSETTI, *L'insostenibile leggerezza dell'essere "contratti derivati"*, in *Giustiziaviva.com*, 2016, 79 riteneva l'accordo sui criteri ed il metodo di calcolo «una inutile formalità», atteso che sono, tutto al contrario, numerosi e rilevanti i momenti destinati a esser disciplinati esattamente sulla base dei calcoli condotti con questi metodi e criteri.

¹⁰⁰ F. GRECO, *ibidem*; M. FRANZONI, *La causalità nella responsabilità civile*, in AA. VV., *Il nesso di causalità nel diritto civile e nel diritto penale*, Roma, 2023, 73-88.

¹⁰¹ Sebbene la definizione sia ormai acquisita (F. CAPUTO NASSETTI, *Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamenti e mancanza della formula di calcolo del mark to market: la babele continua*, nota a Trib. Milano 13.9.2016, n. 10049, in *Giur. comm.*, 2017, 2, 443 ss.), in giurisprudenza si registra una notevole incertezza sulla qualificazione del Mtm quale elemento del contratto sia pure ritenuto indispensabile per valutarne la razionalità. Cfr. Trib. Torino, 21.10.2021, reperibile in *DeJure*; App. Milano, 25.9.2018, n. 4242, cit., 546 e Trib. Frosinone, 28.2.2023, n. 248 lo riconducono all'oggetto; non così per Trib. Reggio Emilia, 23.2.2023, n. 227; per App. Milano, 27.12.2018, n. 5788, in *ilsocietario.it*, 2019 è irrilevante; mentre per Cass., 29.7.2021, n. 21830, cit. l'omessa enunciazione di tale elemento si traduce nella mancata formazione del consenso.

¹⁰² D. MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio*, cit., 1099.

¹⁰³ F. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark to market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni sui tassi di interesse*, nota a Collegio arbitrale, 10.2.2015, in *Giur. comm.*, 2016, 2, 299 ss. Tanto ciò vero che il Mtm può assumere un valore negativo o positivo a carico dell'investitore, a seconda dalla diversa distribuzione delle probabilità: e così esprimere una misura squilibrata delle alea, sia al momento della stipula (quindi al tempo zero), sia nel corso dell'esecuzione.

¹⁰⁴ Tale valore è, infatti, determinante al fine i) dell'eventuale chiusura anticipata dello swap, giacché rappresenta la posizione (*rectius* l'esposizione debitoria) assunta da una parte, in un dato momento dell'esecuzione; ii) di verificare la presenza di costi, i quali, ancorché fisiologici, sono inseriti nel valore di partenza negativo del derivato; iii) di valutare la convenienza della rinegoziazione dello swap in perdita effettiva. In tema di essenzialità della clausola di MtM la quale tende a riflettersi sul terreno della causa v. A.A. DOLMETTA, L. S. LENTINI, *Tra «prestazione» e «valore» del mark to market*, cit., 466.



— nel caso in cui i criteri di calcolo delle obbligazioni dovute conducano ad un aumento del costo del finanziamento sottostante¹⁰⁵.

Peraltro, l'indicazione del Mtm appare determinante sia per stabilire il valore del contratto ai fini della legge fallimentare¹⁰⁶ sia per determinare la stima del prodotto derivato ai fini delle scelte di investimento¹⁰⁷, secondo le indicazioni provenienti dalla Consob.

In definitiva, e diversamente da quanto affermato nell'attuale indirizzo pretorio, sono i criteri di calcolo e le stime probabilistiche del rischio a rappresentare elemento caratterizzante la struttura del contratto, giacché rilevanti non (sol)tanto per far conseguire all'investitore la consapevolezza del livello di rischio assunto¹⁰⁸, ma soprattutto per verificare l'adeguatezza del prodotto finanziario al profilo di rischio del cliente.

8. L'incidenza delle informazioni sul profilo causale del rapporto e l'insufficiente requisito della trasparenza per la validità del contratto tra ragionevolezza e adeguatezza dell'operazione.

Qualche notazione critica merita, infine, l'enfasi che accompagna, nelle decisioni, l'impiego del principio di autoresponsabilità del cliente.

È senz'altro vero che educare l'investitore a compiere scelte razionali, tramite informazioni trasparenti, è un imprescindibile presupposto dell'agire nel mercato finanziario con coscienza e razionalità e che, dunque, le informazioni sul profilo di rischio dello strumento consentono all'investitore di formulare un giudizio di convenienza economica del derivato.

E tuttavia, l'inscindibile legame tra conoscenza e volontà¹⁰⁹ non deve portare a ritenere che l'informazione assuma un ruolo prevalente capace, da sola, di indirizzare l'investitore verso scelte "razionali".

Certamente l'intermediario deve assicurare all'investitore, in modo trasparente, che il derivato rispecchi il suo interesse¹¹⁰; nondimeno, la traspa-

¹⁰⁵ A.A. DOLMETTA, L.S. LENTINI, *op. cit.*, 468 (spec. nota 27), confermandone la rilevanza anche nei derivati di copertura.

¹⁰⁶ L'art. 203 TUF prevede l'applicabilità dell'art. 76 l. fall., ove, in mancanza di elementi precisi di determinazione del valore dei contratti, può farsi ricorso al costo di sostituzione (o costo per l'*exit* dall'operazione) il quale può essere, sebbene impropriamente, inteso come il prezzo di mercato dello *swap*.

¹⁰⁷ Cfr. Consob, *Allegato tecnico all'indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati*, VI Commissione Finanza della Camera dei deputati, 12.1.2005. In dottrina F. SARTORI, *Prodotti finanziari illiquidi*, cit., 143. In giurisprudenza cfr. C. Stat., 27.11.2012, n. 5962, in *Giur. comm.*, 2013, 3, II, 357 con nota di F. CAPUTO NASSETTI, *Finalmente un po' di luce in tema di valutazione dei contratti derivati*, ha rilevato che il CTU aveva evidenziato «la difficoltà di un osservatore esterno nel valutare contratti della specie in assenza di complete informazioni sul processo valutativo seguito dall'intermediario stesso» e C. Cost., 18.2.2010, n. 52, in *Contratti*, 2010, 1109. In dottrina G. DE NOVA, *Il contratto alieno*, Torino, 2010, 18-19.

¹⁰⁸ D. MAFFEIS, *Interest rate swap: sezioni unite, prima sezione e copertura razionale*, cit., 1050.

¹⁰⁹ Tra conoscenza e volontà deve esservi un legame radicale, una reciproca implicazione, una «unità sintetica»: S. PUGLIATTI, voce *Conoscenza*, in *Enc. dir.*, vol. IX, Milano, 1961, 114.

renza, intesa come enunciazione degli elementi del contratto, è condizione necessaria ma non sufficiente a riequilibrare la posizione di debolezza contrattuale dell'investitore¹¹¹. Motivo per il quale il consenso non è un criterio di validità¹¹² del contratto, giacché l'onere di trattare al meglio l'interesse del cliente è spostato tutto sulla banca¹¹³.

Proprio in ragione della consulenza personalizzata, è evidente, infatti, che nella costruzione del regolamento, la componente fiduciaria assuma un carattere prevalente rispetto all'informazione, giacché fonda l'affidamento del cliente sulle capacità professionali dell'intermediario che propone l'investimento, in virtù dei concreti obiettivi finanziari dell'investitore e alla luce del suo profilo di rischio: dati che soltanto l'intermediario può porre al centro di una analisi specifica e personalizzata¹¹⁴.

Supporta tale considerazione il canone della ragionevolezza, là dove sarebbe del tutto irragionevole¹¹⁵ ritenere che, in tale contesto, il cliente possa valutare, proteggere e perseguire da sé i propri interessi¹¹⁶ (giova rammentare che in una delle due Ordinanze il cliente era l'amministratore di una società agricola verosimilmente privo di competenze finanziarie), specie alla

¹¹⁰ D. MAFFEIS, *Trasparenza e spessore del mercato dei derivati over the counter*, in A. GENTILI, R. DI RAIMO (a cura di), cit., 164; ID., *Il cliente deve essere consapevole delle variabili che conformano la rischiosità dello specifico investimento*, in *Società*, 2021, 1417.

¹¹¹ S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020*, cit., 139. Una condivisibile ricostruzione muove da una intrinseca debolezza dell'informazione finanziaria che condurrebbe ad un approccio rimediabile sempre fallimentare e necessariamente da sostituire tramite regole che impongano l'appropriatezza e l'adeguatezza dello strumento alle esigenze del cliente: così A.M. GAROFALO, *Un anno dopo le Sezioni Unite*, cit., 472 ss. Il ragionamento, muovendo da tali premesse condivisibili, sembra giungere però a soluzioni non del tutto convincenti nella misura in cui torna a dare prevalenza alla trasparenza informativa come attività diretta a semplificare la conoscenza da parte del cliente; sicché la disciplina dell'informazione precontrattuale sarebbe in sé sufficiente a sanare la patologia del contratto (481). Di diverso avviso quella dottrina la quale ritiene fuorviante discorrere di misurabilità del rischio e di razionalità dell'alea giacché siffatto approccio sarebbe utile a ritenere conveniente o meno l'affare nell'ottica del cliente: così A. TUCCI, *I contratti derivati degli enti locali*, cit., *passim*.

¹¹² Neanche se formato a mezzo di informazioni ampie ed esaustive: M. SEMERARO, *Copertura e speculazione: funzioni e disfunzioni dell'interest rate swap*, in *Riv. dir. banc.*, 2013, 27 s.

¹¹³ Al fine di neutralizzare il conflitto, l'intermediario è tenuto, dunque, ad una serie di regole di condotta tese ad illustrare al cliente i rischi relativi allo specifico prodotto; a scomporre il prodotto nelle componenti giustificative degli esborsi connessi al prodotto; a produrre le risultanze di analisi di scenario dei rendimenti tramite simulazioni; ad esplicitare il valore del derivato: cfr. Trib. Milano, 13.2.2014, cit. In dottrina F. SARTORI, *Prodotti finanziari illiquidi*, cit., 168. Sul punto, precisa che l'autoresponsabilità non ha nulla a che fare con le caratteristiche finanziarie dello strumento finanziario D. MAFFEIS, *Interest rate swap: sezioni unite, prima sezione e copertura razionale*, cit., 1052.

¹¹⁴ E. CAPOBIANCO, F. LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contr. impr.*, 2011, 1142 ss.

¹¹⁵ G. PERLINGIERI, *Profili applicativi della ragionevolezza*, cit., *passim*; ID., *Ragionevolezza e bilanciamento nell'interpretazione recente della Corte costituzionale*, in *Riv. dir. civ.*, 3, 2018, 716 s.

¹¹⁶ G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009, 5.



luce del fisiologico conflitto di interessi insito nella contrattazione *over the counter*¹¹⁷.

Dunque, è proprio la componente fiduciaria del rapporto di intermediazione a suggerire una soluzione differente rispetto a quella che ascrive gli elementi che concorrono a misurare l'alea (Mtm e scenari probabilistici) nell'alveo del profilo informativo cui è tenuto l'intermediario che costruisce ed offre lo strumento di investimento.

Se è vero che tali elementi consentono all'investitore di attuare una scelta «razionale» nel senso di consentire di esprimere un giudizio di apprezzabilità dell'affare¹¹⁸, essi sono innanzitutto clausole essenziali¹¹⁹ dello schema negoziale perché strutturalmente – o, per così dire, fisiologicamente – concorrono a determinare e perfezionare il programma negoziale voluto dalle parti o, meglio, raccomandato da una parte all'altra che lo accetta, sulla base della fiducia nel corretto esercizio della funzione.

Sì che, l'assenza di Mtm e di scenari e modelli di calcolo implica uno statuto dell'invalidità, per indeterminatezza dell'oggetto, capace di assorbire il profilo di responsabilità dell'intermediario per il mancato adempimento degli obblighi informativi ad essi connessi¹²⁰.

Per tale via, la conformità dell'assetto negoziale ai valori del sistema è data - non già dalla mera trasparenza dell'alea quanto - dal giudizio di adeguatezza della struttura¹²¹ alle concrete esigenze del cliente, condotto tramite la verifica degli elementi del rischio nel corso di tutta la durata

¹¹⁷ Cfr. A. GENTILI, *Regolare i contratti finanziari: una questione di approccio*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, 206 testo e note.

¹¹⁸ U. MINNECI, *L'operatività in Irs: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 164.

¹¹⁹ S. PAGLIANTINI, *Dopo le S.U. 8770/2020*, cit., 128.

¹²⁰ Così espressamente App. Milano, 25.2.2026, cit. la quale, pur pronunciandosi a breve distanza dalle due Ordinanze, parrebbe prenderne le distanze là dove ritiene che, anche nei derivati di minor complessità, è necessaria l'indicazione degli scenari probabilistici, oltretutto del Mtm.

¹²¹ Il superamento del modello di tutela del cliente basato sugli obblighi informativi derivanti dal canone della trasparenza a favore di un modello basato, invece, sulla obiettiva adeguatezza del prodotto alle esigenze finanziarie del cliente è proposto da A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Tutela del cliente bancario e crisi del paradigma di mera trasparenza*, in A. LUMINOSO (a cura di) *Diritto e crisi*, Milano, 2016, 215. Per una lettura evolutiva del concetto di trasparenza nei mercati finanziari che dall'accezione formale giunge ad una valutazione sostanziale v. L. MEZZASOMA, *Meritevolezza e trasparenza nei contratti finanziari*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, 2, 80-194. Per una disamina sul tema della trasparenza e dei rapporti tra la regola dell'adeguatezza e la regola dell'appropriatezza condizionanti l'individuazione dei rimedi esperibili per la tutela del cliente e la salvaguardia dell'integrità dei mercati: F. ROMEO, *Informazione e intermediazione finanziaria*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 3, 2010, 647. In argomento F. DELFINI, *Valutazione di adeguatezza ex art. 40 Reg. intermed., obbligazioni strutturate e derivati di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 3, 296-312. Sull'evoluzione del principio di trasparenza G. BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, 991 s. Per una recente applicazione del canone in commento dinanzi alla violazione dei doveri informativi e di profilatura v. M. LI POMI, *L'adeguatezza quale parametro integrativo del giudizio di meritevolezza: note a margine di una recente decisione dell'Arbitro per le controversie finanziarie*, in *Pers. merc.*, 4, 2025, 1307.

dell'investimento e, dunque, alla luce dell'evoluzione del valore, dei costi e degli scenari di *performance* del contratto¹²².

In questa prospettiva, il giudizio di adeguatezza è destinato a svolgere un ruolo essenziale nel controllo di meritevolezza¹²³ - concorrendo¹²⁴ a valutare la misura della protezione giuridica del singolo interesse in comparazione e bilanciamento con quella di altri interessi¹²⁵ - e, al contempo, consente di individuare il rimedio più adeguato a preservare la certezza dei traffici finanziari e la stabilità delle contrattazioni¹²⁶.

L'inadeguatezza dell'operazione alle concrete esigenze del cliente – *id est* la copertura da un rischio e la capacità di tolleranza al rischio¹²⁷ – esclude, infatti, in radice l'operatività del principio di autoreponsabilità¹²⁸ e piut-

¹²² E così, qualora, esemplificando, lo strumento offerto al cliente conduca ad una esposizione debitoria eccessiva e sproporzionata rispetto al suo profilo di rischio - tale da renderlo incapace di far fronte alle perdite generate dall'esecuzione contrattuale e lontano dalla capacità finanziaria del cliente – la violazione della regola di condotta traduce una evidente violazione dei valori che orientano il funzionamento del mercato. Sì che, in tali casi, il programma negoziale confezionato dall'intermediario non può che essere immeritevole. Tale lettura è in linea con l'idea che la disposizione costituisca un limite alla libertà delle parti e che l'intermediario sia un guardiano dell'integrità dei mercati. In argomento D. MAFFEIS, *Dopo le Sezioni Unite: l'intermediario che non si astiene restituisce al cliente il denaro investito*, in *Contratti*, 2008, 558. Nella stessa linea di pensiero si pone l'argomentazione che, nel caso di mancata tutela dell'interesse del cliente e dell'integrità dei mercati da parte dell'intermediario, «l'accesso del risparmiatore al mercato finanziario avviene senza il rispetto delle condizioni pregiudiziali ed imprescindibili richieste dall'ordinamento»: G. LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche (prime riflessioni)*, cit., 15.

¹²³ Il giudizio di meritevolezza va, infatti, espresso sull'iniziativa concreta, verificando tra l'altro l'adeguatezza dell'atto e degli strumenti adoperati per raggiungere il risultato: P. PERLINGIERI, *Profili istituzionali*, cit., 73.

¹²⁴ Per i dovuti approfondimenti relativi al collegamento rispetto ai principi di ragionevolezza e proporzionalità e al fondamento di quest'ultimo v. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale*, IV, cit., 121 ss. Per l'applicazione di tali criteri intesi quali criteri guida per l'interprete v. G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità*, cit., 114.

¹²⁵ G. PERLINGIERI, *Ragionevolezza e bilanciamento nell'interpretazione recente della Corte Costituzionale*, cit., 717 s.; ID., *Profili applicativi della ragionevolezza*, cit., 123 e spec. 142 secondo il quale il bilanciamento di interessi e valori e l'interpretazione degli enunciati non sono attività separabili.

¹²⁶ La correlazione tra le specifiche condizioni di investimento e il profilo di rischio del cliente consente di invocare uno statuto rimediabile prossimo alla inefficacia dell'operazione o all'esclusione del compenso dell'intermediario a seconda che, nella costruzione del regolamento, non si persegua concretamente l'interesse del cliente. La soluzione traduce un'applicazione del principio di proporzionalità quale criterio di controllo degli atti di autonomia, teso a rimediare ad una sproporzione eccessiva e ingiustificata che pregiudica l'equilibrio contrattuale e non già (o non soltanto) l'equilibrio delle prestazioni. Sul rilievo sistematico e interpretativo del principio in discorso e per le sue applicazioni v. P. PERLINGIERI, *Equilibrio normativo e principio di proporzionalità nei contratti*, in *Rass. dir. civ.*, 2, 2001, 335 s. In argomento A. LEPORE, *Ragionevolezza e proporzionalità delle alee nel contratto non commutativo: gli swap*, in G. PERLINGIERI e A. FACHECHI, *Ragionevolezza e proporzionalità nel diritto contemporaneo*, Napoli, 2017, 603 e ss.

¹²⁷ Cfr. art. 25, co. 2, Dir. 2014/65/UE; art. 54 Reg. n. 2017/565/UE; artt. 40 e ss.; Reg. Intermediari n. 20307 del 2018.

¹²⁸ F. SARTORI, *Prodotti finanziari illiquidi*, cit., 157.



tosto implica l'esperibilità di rimedi caducatori¹²⁹ in favore del cliente, per comporre adeguatamente¹³⁰ l'interesse del singolo con l'integrità dei mercati finanziari.

¹²⁹ A.A. DOLMETTA, L. S. LENTINI, *op. cit.*, 470 e spec. 471. Propone dubbi, in generale, rispetto alla individuata soluzione G. D'AMICO, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari tra regole di validità e regole di responsabilità*, in A. PLAIA (a cura di), *Diritto civile e diritti speciali: il problema dell'autonomia delle normative di settore*, Milano, 2008, 59 s. Il rimedio menzionato costituirebbe, invece, il migliore deterrente contro il ripetersi di future condotte abusive da parte dell'operatore professionale per F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione (S. u.) 19.12.2007, n. 26725*, in *Dir. fall.*, 2008, 1, 31.

¹³⁰ G. PERLINGIERI, *op. loc. ult. cit.*